

RISK&OPPORTUNITIES

SG Études Économiques et Sectorielles

Cinq tendances de la consommation des ménages en Europe de l'ouest

François Letondu

Économiste

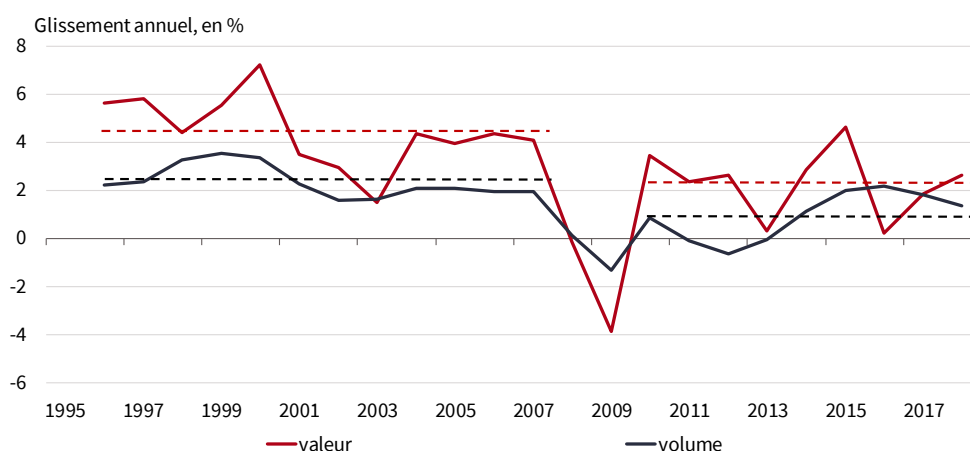
Écrit en

coopération avec
Aurélien Duthoit

La dynamique de consommation des ménages européens s'est considérablement affaiblie depuis la crise de 2008. Derrière ce fait stylisé macroéconomique se cachent des évolutions sectorielles divergentes, à la fois sur les prix et les volumes. Nous identifions cinq changements profonds de la tendance et des comportements de consommation en Europe, qui constituent un choc significatif pour les secteurs des biens de consommation et du commerce de détail : 1) hausse tendancielle de la part dans la consommation des dépenses contraintes et 2) des dépenses en services de loisirs ; 3) baisse concomitante de la part des biens de consommation due à une nette déflation et 4) une absence de hausse des volumes malgré cette baisse des prix ; enfin, 5) déformation de la structure démographique combinée à une forte disparité de dynamisme de revenus selon l'âge et le lieu de résidence au sein de chaque pays.

La consommation des ménages constitue, aux yeux du macroéconomiste, la composante de la demande finale la moins volatile et la moins cyclique, comparé à l'investissement ou au commerce extérieur. Cette relative stabilité ne doit pas cacher des évolutions importantes observées au cours des dernières années. En effet, en plus d'un net fléchissement de la croissance de la consommation, tant en valeur qu'en volume, dans tous les grands pays d'Europe de l'Ouest depuis 2008, le profil de la consommation tel qu'il apparaît dans les comptes nationaux a changé.

Consommation des ménages dans l'UE 15



Sources : SG Etudes Economiques et Sectorielles, Eurostat

Nous mettons en évidence cinq grandes tendances observées sur la consommation des ménages européens et ayant des impacts significatifs sur des secteurs en prise forte avec le consommateur, en particulier ceux des biens de consommation et du commerce de détail¹. Ces tendances affectent en effet toutes les facettes de la demande adressée à ces secteurs (volumes, prix, variété, géographie...). Elles ont par ailleurs la particularité de concerner les 5 grands pays d'Europe de l'Ouest (qui constituent le champs de notre étude), bien qu'à des degrés variables :

- **La part des dépenses « contraintes » a fortement progressé jusqu'en 2013, et reste à un niveau élevé.** Cette chute de la part « arbitrale » des dépenses de consommation peut alimenter un sentiment de perte de pouvoir d'achat de la part du consommateur, particulièrement pour les ménages aux revenus les plus faibles et à la propension marginale à consommer la plus forte. Elle réduit également le champ d'action du commerce de détail, qui opère principalement sur ces dépenses arbitrales ;
- **La part dévolue aux services de loisirs est demeurée orientée à la hausse malgré la crise** et se maintenait, en 2017, à un plus haut historique ;
- **Les biens de consommation (alimentation, vêtements, ameublement, biens électroniques... voir détail p12) sont les principaux perdants de la progression tendancielle des dépenses contraintes et des services de loisirs, du fait d'une baisse de leurs prix**, particulièrement dans les segments de l'habillement, du meuble ou encore de l'électronique ;
- **La baisse des prix des biens de consommation n'a pas soutenu leurs volumes de vente et des phénomènes de déconsommation sont même à l'œuvre sur certains segments.** La crise de 2008 s'est traduite par une chute des dépenses en volume par tête dans l'habillement, le meuble ou encore les biens culturels dans plusieurs grands pays européens. Le phénomène de déconsommation est surtout perceptible en Italie, en Espagne ainsi qu'en France, davantage qu'au Royaume-Uni et en Allemagne ;
- **Les évolutions de revenus varient fortement selon l'âge et le lieu de résidence, ce qui peut interroger avec les évolutions de la structure de la consommation.** Au-delà des considérations de politique publique, ce phénomène accentue encore les défis (offre de produits, localisation...) auxquels sont confrontés les acteurs du commerce de détail.

Nous développons plus en détail ces cinq mutations aux conséquences importantes pour les secteurs en prise directe avec le consommateur, dans le reste de cette note, en adoptant une approche en valeur, la plus pertinente pour faire ressortir les impacts du point de vue des entreprises.

¹ Dans une note à venir, nous étudierons spécifiquement les changements de comportement de consommation liés au climat.

1. La part arbitrage des dépenses de consommation s'est réduite

Le tassement de la part des dépenses dites « arbitrage », au profit des dépenses « contraintes », constitue un premier élément saillant au sein de la tendance globale de ralentissement de la consommation. Ce phénomène a non seulement un impact sociétal (en pesant sur le pouvoir d'achat ressenti par le consommateur) mais également un impact sectoriel : en effet, le champ d'action des entreprises du commerce de détail porte principalement sur les dépenses arbitrage.

Les dépenses « contraintes² » progressent ainsi de façon tendancielle depuis les années 1990 et concentrent de 34 % (Espagne) à 43 % (France) des dépenses totales de consommation des ménages :

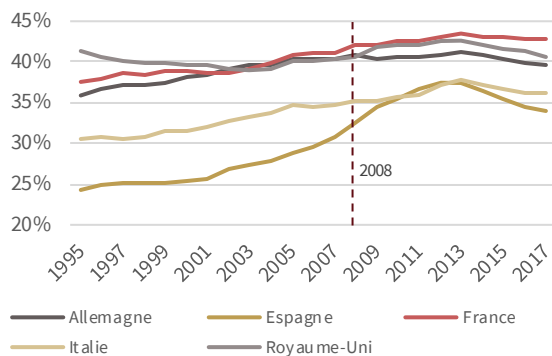
- Depuis 1995, seul le Royaume-Uni se distingue avec une stagnation de la part des dépenses contraintes. En revanche, celle-ci a progressé fortement en Allemagne, France et en Italie (respectivement +3,8 points de pourcentage, +5,2pp et +5,6pp) et très fortement en Espagne (+9,7pp). Si la tendance est à la baisse depuis 2013, la France et l'Italie demeurent au-dessus de leurs niveaux de 2008.
- Le poste du logement (loyers effectifs et imputés) est de très loin le plus important et celui dont la progression est la plus forte depuis 1995 (+2,2pp) et même 2008 (+1,2pp). L'effort des ménages pour le logement est le plus conséquent au Royaume-Uni (23,2% des dépenses en 2017) et en France (16,8%). Il est le plus faible en Espagne (15,2%) et en Italie (16,3%). L'Allemagne est dans une position médiane en 2017 (16,8%) mais se distingue par une baisse de ce poste depuis 2008 (-0,2pp) et une quasi-stabilité depuis 1995.
- Le poste du transport (utilisation de véhicules personnels et services de transport) progresse mais fluctue en fonction des variations du prix du pétrole. C'est en France que ce poste est le plus important (10,1% des dépenses en 2017) et ceci a été le cas sur presque toute la période considérée, en particulier du fait des dépenses liées à l'utilisation des véhicules personnels.

Cette progression du poids des dépenses non-arbitrage a certainement contribué à renforcer le sentiment d'une perte de pouvoir d'achat, particulièrement dans les pays d'Europe du Sud où les dépenses de consommation se sont contractées en valeur absolue. Ce sentiment est d'autant plus fort chez les ménages les plus modestes que ces derniers consacrent déjà, comparativement aux ménages plus aisés, une part plus importante de leur consommation pour ces postes.³

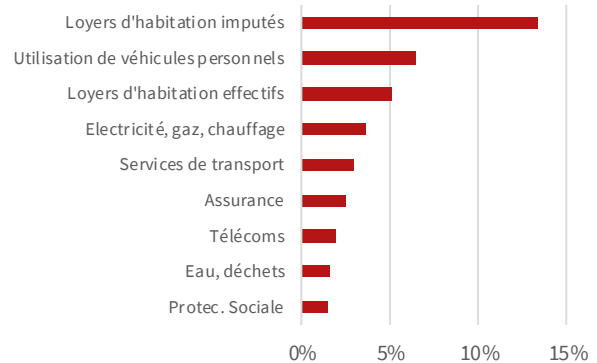
² Logement, eau, électricité, gaz et autres combustibles, utilisation de véhicules personnels, services de transport, services de téléphonie et de télécopie, protection sociale, assurance. Voir en annexes pour les codes produits associés à ces postes.

³ Voir par exemple les enquêtes « Budget de Famille » réalisées par l'Insee.

Poids des dépenses contraintes des ménages dans la consommation en valeur



Poids des composantes des dépenses contraintes, moyenne des cinq pays (2017)



Sources : SG Etudes Economiques et Sectorielles, Eurostat

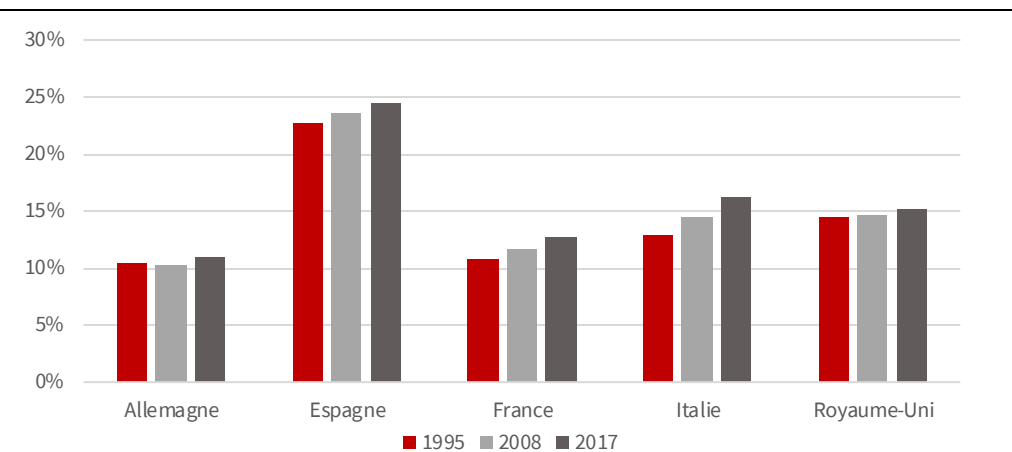
2. Les ménages ont accru leur budget « loisirs »

La réduction de la part arbitrale de la consommation des ménages ne s'est pas faite au détriment des services des loisirs⁴, bien au contraire. En effet, ce segment de la consommation des ménages affiche une dynamique de long terme particulièrement forte :

- Les dépenses en services de loisirs ont progressé de façon presque ininterrompue depuis 1995, avec un recul en 2008 uniquement, et leurs poids dans le total des dépenses n'a jamais été aussi élevé. Le niveau des dépenses en valeur a ainsi doublé dans presque tous les grands pays d'Europe depuis 1995 (bien que légèrement moins en Allemagne).
- La dynamique de l'inflation sur ces gammes de services (en particulier pour l'hôtellerie, la restauration, les soins du corps...) n'offre qu'une explication partielle au dynamisme de ces dépenses. En effet, les données en volume affichent aussi une croissance soutenue (de l'ordre de +1% en moyenne par an depuis 2009 en France, Allemagne et Espagne et de +2,5% au Royaume-Uni).
- Enfin, cette dynamique positive concerne toutes les composantes de l'ensemble, même si les segments de l'hôtellerie, des forfaits touristiques et de la restauration se distinguent particulièrement.

⁴ Services récréatifs et culturels, forfaits touristiques, services de restauration, services d'hébergement, soins corporels. Voir en annexes pour les codes produits associés à ces postes.

Poids des dépenses en services de loisirs des ménages dans la consommation en valeur



Sources : SG Etudes Economiques et Sectorielles, Eurostat

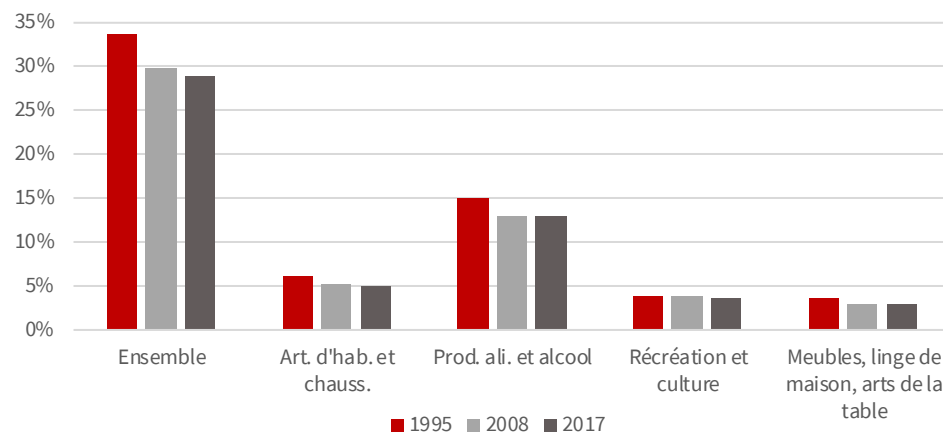
Sur un horizon temporel plus court, des tendances plus disparates s'observent néanmoins au sein de ces catégories avec à la clef des recompositions sectorielles marquées. Pour l'hôtellerie par exemple, on peut citer l'essor du marché touristique intra-européen (émergence des compagnies *low cost*) et des courts séjours, qui peut contraindre à une adaptation rapide certaines des entreprises de ce secteur pourtant globalement dynamique.

3. Les biens de consommation grands perdants et soumis à des pressions déflationnistes

Le recul de la part de la consommation arbitrage et, au sein de cette dernière, la place croissante prise par les dépenses en services de loisirs ont pour conséquence un écrasement notable de l'importance des biens de consommation (voir le détail des biens de consommation p12) au sein de la consommation des ménages.

Ainsi, alors qu'ils concentraient presque 35% des dépenses de consommation des ménages de l'UE 15 en 1995, les biens de consommation ont vu leur part s'éroder progressivement pour s'établir à 29% de la consommation des ménages en 2017.

Poids des dépenses en biens de consommation en valeur, Europe des 15 (%)



Sources : SG Etudes Economiques et Sectorielles, Eurostat

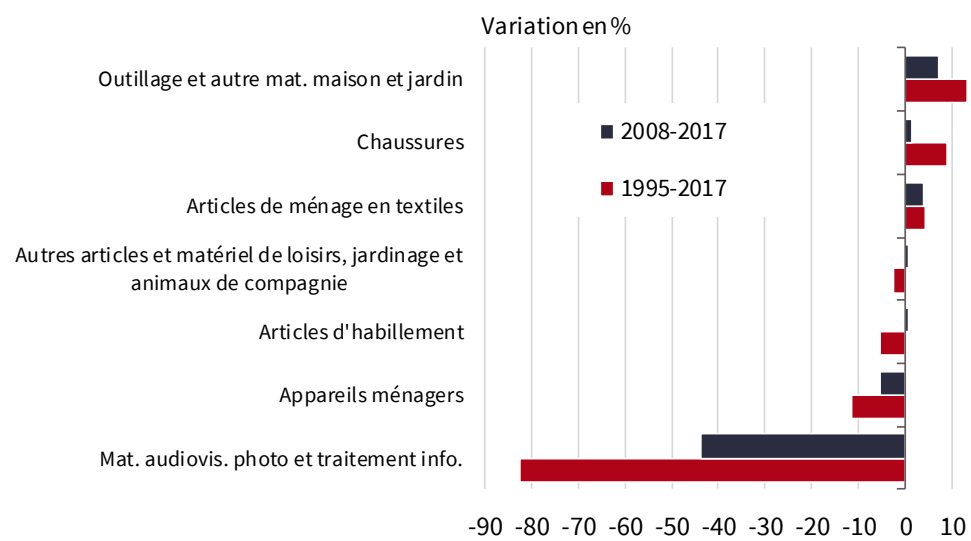
Ce phénomène est avant tout lié à un effet « prix » puisqu'en volume la part de ces dépenses n'a que marginalement baissé. Il n'y a toutefois pas eu d'effet « rebond » notable : les économies réalisées par les consommateurs sur les prix de ces biens n'ont pas été allouées à une augmentation des volumes sur ce segment.

Là encore, les conséquences pour les producteurs de biens de consommation et pour le commerce de détail sont importantes. Toutefois, au sein de ces secteurs, plusieurs segments se distinguent :

- Les pressions déflationnistes sont particulièrement marquées sur les segments de l'habillement, des appareils ménagers et autres articles de loisirs (y compris matériel de jardinage) ainsi que des équipements électroniques pour le foyer depuis 1995. Elles coïncident avec l'intégration dans les chaînes de production de régions à faible coût de main d'œuvre, notamment l'Europe de l'Est (électroménager, électronique) et surtout la Chine (textile, électronique), notamment depuis son adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce en 2001.

Notons que cette période couvre également l'extension de la distribution *low cost* aux produits non-alimentaires ainsi que l'essor du commerce en ligne, deux phénomènes avec un net impact déflationniste.

Evolution du déflateur de la consommation par segment (%)



Sources : SG Etudes Economiques et Sectorielles, Eurostat.

- Pour ces biens, un effet rebond partiel a été observé sur la période : leur poids dans la structure de la consommation en volume a en effet légèrement progressé.
- A l'inverse, le poids des dépenses alimentaires et alcools a mieux résisté en valeur (-2pp) qu'en volume (-2,7pp) depuis 1995 dans l'UE 15, traduisant une plus forte dynamique de prix. La France et le Royaume-Uni sont les deux pays les moins touchés par ce phénomène (-1,3pp et -1,2pp respectivement, contre -4,6pp pour l'Espagne). Sur une période récente en revanche, cette tendance s'est arrêtée : depuis 2008, la part en valeur de ces biens alimentaires est repartie marginalement à la hausse (+0,1pp), tirée par le Royaume-Uni et, surtout, la France.
- Cette tendance pré-2008 sur les dépenses alimentaires traduit surtout la part accrue des repas pris hors foyer en Europe (et donc apparaissant dans les services de loisirs). Plus généralement, la dynamique relativement bonne des prix des biens alimentaires peut se rattacher au développement d'une structure de la consommation dite « en sablier », c'est-à-dire large à la base (produits de discounters, marques de distributeurs...), étroite en son milieu (déclin du milieu de gamme) et, de plus en plus, large à son sommet (engouement pour les produits à plus haute valeur nutritionnelle, environnementale, etc.).

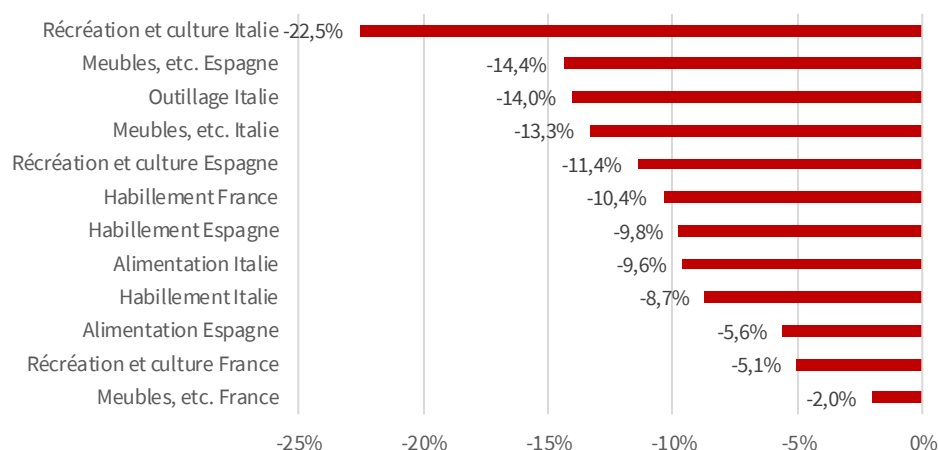
4. La déconsommation, une réalité pour de nombreux segments

La part des biens de consommation dans la consommation en valeur a reculé, principalement parce que les baisses de prix sur ce segment ont servi à soutenir l'accroissement des dépenses contraintes et des services de loisirs.

Pour autant, de véritables phénomènes de déconsommation⁵, c'est-à-dire de repli des volumes consommés par habitant, peuvent être observés sur certains segments précis des biens de consommation. Partiellement motivée par des considérations économiques, la déconsommation se double parfois de motivations éthiques, notamment dans l'agroalimentaire (chute de la consommation de viande et de lait, par exemple). En zoomant sur la période 2008-2017 en particulier :

- La déconsommation est le fait des ménages italiens, espagnols et, dans une moindre mesure, français, c'est-à-dire des pays où la dynamique de revenu des ménages est la plus faible sur la période. Il est en revanche plus difficile de trouver des exemples de déconsommation en Allemagne et au Royaume-Uni. Il y a donc a priori surtout des moteurs macroéconomiques à ces phénomènes.
- Produit par produit, la déconsommation concerne surtout les dépenses pour les biens récréatifs et culturels, le meuble ainsi que l'habillement en Italie, en Espagne et en France. Ce constat est cohérent avec les difficultés rencontrées par certains industriels et enseignes de distribution de ces produits.

Evolution des dépenses de consommation en volume par tête, segments sélectionnés(%, 2008-2017)

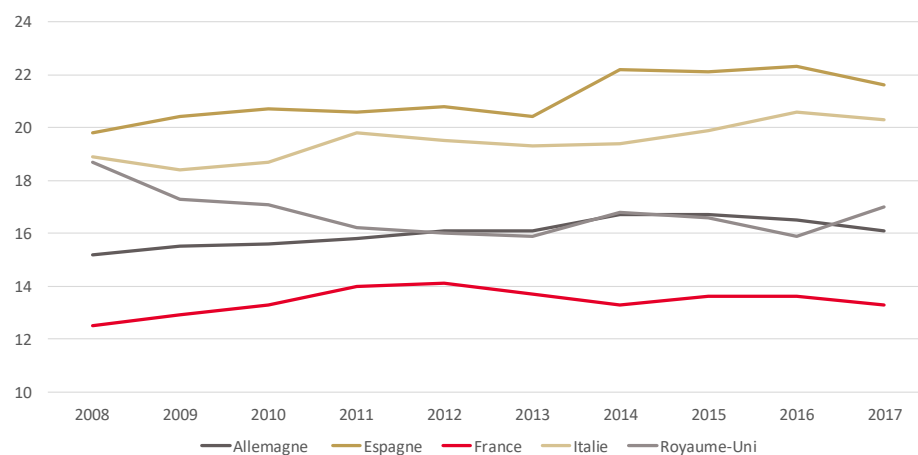


Sources : SG Etudes Economiques et Sectorielles, Eurostat.

⁵ La déconsommation se réfère ici à une tendance à la baisse de la consommation en volume par habitant pour certains biens ou services, quelle qu'en soit la raison (économique, environnementale, ...)

- Par ailleurs, ces mêmes segments sont atteints par l'essor de la consommation collaborative⁶. L'Insee estime ainsi qu'un tiers des ménages y avait eu recours en 2017 et que les achats concernaient essentiellement le meuble (22% des ménages), les biens et services culturels (19%) et l'habillement (19%) ;
- Phénomène particulièrement marquant, l'Italie et l'Espagne sont le théâtre d'une baisse des dépenses en volume par tête en biens d'alimentation, qui ne peut être entièrement expliquée par un report sur la restauration hors domicile. On retrouve probablement l'impact du phénomène macroéconomique de la double crise économique (crise financière puis crise de la zone euro). De fait, ces deux pays sont ceux où le taux de pauvreté a le plus sensiblement progressé depuis 2008⁷.

Evolution du taux de pauvreté (% de la population, 2008-2017)



Sources : SG Etudes Economiques et Sectorielles, Eurostat.

5. Sous les moyennes nationales, de fortes disparités

La structure de la consommation des ménages présente de fortes différences selon l'âge, le revenu et le lieu de résidence (milieu urbain, périurbain ou rural) des personnes qui le composent. Il ne fait ainsi aucun doute que les moyennes nationales présentées jusqu'ici masquent des tendances beaucoup plus marquées à un niveau local.

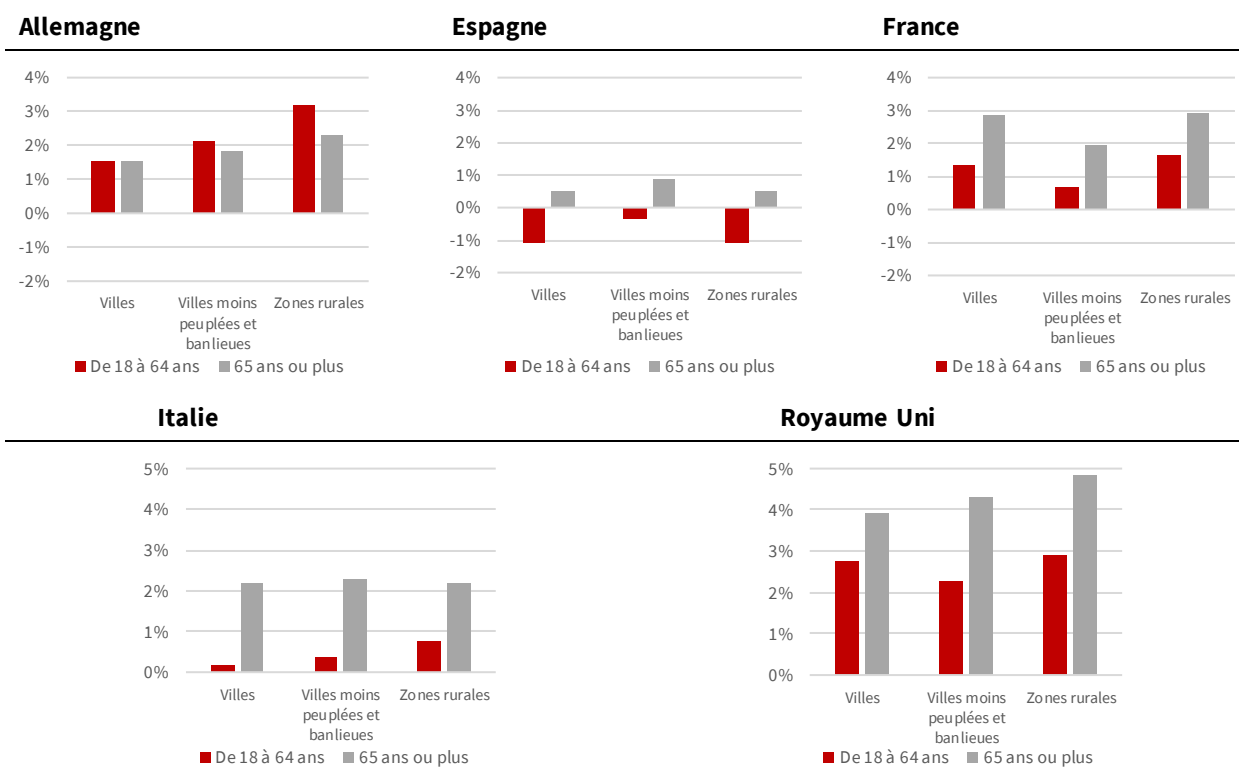
Faute de données harmonisées portant sur la consommation des ménages, nous utilisons ici l'évolution du revenu médian des ménages par âge et par type d'urbanisme pour souligner trois phénomènes marquants :

⁶ Achat, vente, location, partage et échanges entre ménages. Voir Insee Première, « Les comportements de consommation en 2017 », avril 2019

⁷ Part de la population ayant un revenu inférieur à 60% du revenu équivalent médian après transferts sociaux

- La dynamique du revenu médian est globalement plus favorable parmi les ménages âgés dont la structure de la consommation est sensiblement différente de celle de l'ensemble des ménages. Or, le vieillissement de la population européenne, phénomène lent mais continu, favorise certains types de dépenses (santé) et pèse sur d'autres (habillement et transport personnel⁸). Ces effets participent à la déformation des paniers de consommation ;

Taux de croissance annuel moyen du revenu médian des ménages, 2009-2017 (%)



Sources : SG Etudes Economiques et Sectorielles, Eurostat

- Le type d'urbanisme est également un facteur discriminant. En France et au Royaume-Uni, les villes secondaires et les banlieues apparaissent nettement en retrait par rapport à l'ensemble des ménages. Par ailleurs, dans tous ces pays sauf en Espagne, ce sont les ménages ruraux (qui sont aussi les plus âgés) qui ont vu leur revenu progresser le plus rapidement ;
- Sur la période observée, la croissance du revenu médian est souvent inférieure à l'inflation, ce qui équivaut à une perte de pouvoir d'achat. Les ménages de la tranche d'âge 18-64 ans sont donc particulièrement touchés.

⁸ Britta Stoeber, 2012. "The Influence of Age on Consumption," EcoMod.

La polarisation, dénominateur commun des tendances à l'œuvre

Que l'on considère les dynamiques de consommation par pays, par poste de consommation ou par caractéristique des ménages, un motif se distingue assez nettement : c'est la polarisation, c'est-à-dire l'écart croissant qui sépare les éléments les plus dynamiques des éléments les plus sinistrés, avec des implications concrètes pour les secteurs d'activité dépendant de la consommation des ménages :

- Pour les industriels des biens de consommation, comme évoqué précédemment, cette tendance se manifeste par un poids de plus en plus restreint de l'offre de moyenne gamme (structure en sablier) et la nécessité, plus que jamais, d'un positionnement bien tranché : la compétitivité-coût grâce aux économies d'échelle et la recherche permanente de l'efficacité, ou un premium de prix permis par des produits très différenciés et répondant aux aspirations qualitatives nouvelles d'une partie des consommateurs ;
- Pour les spécialistes de la distribution, en plus des considérations de gamme de produits évoquées ci-dessus, cette tendance exige une sélectivité toujours plus grande s'agissant des nouvelles implantations commerciales et une meilleure prise en compte du dynamisme économique local pour les implantations existantes. Ces considérations sont des invariants du métier, mais sont rendues plus critiques encore par la pénétration croissante de la distribution en ligne et la relative désaffection pour certains formats de magasins comme les hypermarchés ;

Notons pour conclure que certains de ces phénomènes de polarisation pourraient atteindre leurs limites. L'essor de l'entrée de gamme, par exemple, a été rendu possible par une conjonction de facteurs, notamment l'éclatement des chaînes de valeur et l'intégration de grandes régions de production à bas coût grâce au commerce international. Or, les effets de ces évolutions sont désormais en grande partie épuisés, et pourraient même être inversés en cas de généralisation de la guerre commerciale.

ANNEXES

Cette analyse s'appuie sur la base de données nama_10_co3_p3 publiée par Eurostat. Intégrée aux données des comptes nationaux annuels (nama10), elle permet une analyse fine des dépenses de consommation des ménages par poste et par pays sur longue période. Les données sont disponibles en volume ainsi qu'en valeur.

Le périmètre d'analyse étudié comprend les codes produits suivants :

Produits	Codes COICOP	Ensemble	
Produits alimentaires et boissons non alcoolisées	CP011	Alimentation	Biens de consommation
Boissons alcoolisées	CP021		
Articles d'habillement et chaussures	CP03	Habillement	
Meubles, articles d'ameublement, tapis et autres revêtements de sol	CP051	Meubles, linge de maison, arts de la table	
Articles de ménage en textiles	CP052		
Verrerie, vaisselle et ustensiles de ménage	CP054		
Appareils ménagers	CP053	Audio, vidéo, télécoms, électroménager	
Matériel de téléphonie et de télécopie	CP082		
Matériel audio-visuel, photographique et de traitement de l'information	CP091		
Outillage et autre matériel pour la maison et le jardin	CP055	Outillage	
Produits, appareils et matériels médicaux	CP061	Santé	
Autres gros biens durables à fonction récréative et culturelle	CP092	Récréation et culture	
Autres articles et matériel de loisirs, jardinage et animaux de compagnie	CP093		
Livres, journaux et articles de papeterie	CP095		
Logement, eau, électricité, gaz et autres combustibles	CP04	Dépenses contraintes	
Utilisation de véhicules personnels	CP072		
Services de transport	CP073		
Services de téléphonie et de télécopie	CP083		
Protection sociale	CP124		
Assurance	CP125		
Services récréatifs et culturels	CP094	Services de loisirs et de bien-être	
Forfaits touristiques	CP096		
Services de restauration	CP111		
Services d'hébergement	CP112		
Soins corporels	CP121		

S'agissant des données portant sur l'urbanisme, Eurostat suit les mêmes définitions que l'OCDE pour caractériser l'urbanisation :

- Les clusters urbains désignent des cellules de 1km² contiguës, formant un ensemble d'au moins 5 000 habitants et d'une densité d'au moins 300 habitants au km².
- Quand ces clusters vont jusqu'à former un ensemble de plus de 50 000 habitants avec une densité au moins 1 500 habitants par km², on parle de centres urbains.
- Si dans un espace géographique donné moins de la moitié de la population habite dans un cluster urbain, alors cet espace est considéré comme rural. Si plus de la moitié de la population habite dans un cluster urbain, et que la moitié de la

population n'habite pas dans un centre urbain, alors on parle de banlieues et d'autres villes. Si plus de la moitié de la population habite dans un centre urbain, alors on parle de villes.

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du Chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle et
macrofinancière
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe centrale et orientale, Russie
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Olivier DENAGISCARDE

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 74 22
olivier.denagiscarde@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amériques
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Nikolina NOPHAL BANKOVA

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 89 09
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

Simon RAY

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni
+33 1 42 13 70 80
simon.ray@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Moyen-Orient, Turquie et Asie centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | SG Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »).

Société Générale S.A. est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées concernant l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur simple demande.

Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2019