

ECO FLASH

27 mars 2020

Covid-19 : mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les institutions internationales

Recherche économique du Groupe

- La pandémie de Covid-19 a suscité des réactions importantes en termes de politique économique afin d'en atténuer les conséquences pour l'économie.
- Ce document passe en revue les mesures prises par les banques centrales et les gouvernements d'un large nombre de pays, de même que celles prises par des institutions internationales.
- Ce document reprend les mesures jusqu'au 27 mars. Il sera mis à jour régulièrement.

Mesures prises par les principales banques centrales

Réserve fédérale américaine (Fed)

Mesures de politique monétaire :

- Taux objectif des fonds fédéraux : le 15/03, baisse de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 100 points de base (pb) à 0-0,25% (effective le 16/03) ;
- Taux de l'escompte : le 15/03, baisse du taux de l'escompte de 150 pb à 0,25% (effective le 16/03), réduisant l'écart avec le taux objectif des fonds fédéraux de 50 pb. Allongement des prêts accordés via la fenêtre d'escompte à 90 jours, renouvelables quotidiennement et remboursables par anticipation ;
- Taux de rémunération des réserves : le 15/03, baisse des taux IOR et IOER à 0,1% (effective le 16/03) ;

Coefficient de réserves obligatoires : le 15/03, baisse du coefficient de réserves obligatoires à 0% (effective à compter du 26/03) ;

- Assouplissement monétaire (QE) :

Le 15/03 : programme d'achat de titres d'au moins USD 700 mds, dont USD 500 mds de titres de dette du Trésor et USD 200 mds de MBS d'agences au cours des prochains mois (effectif à compter du 16/03) ; réinvestissement intégral des tombées de dette sur les portefeuilles de *Treasuries*, titres de dette et MBS d'agences en *Treasuries* et MBS d'agences ; le 23/03 : le programme d'achat de MBS d'agences est étendu aux CMBS émis ou garantis par les agences de refinancement hypothécaire (effectif à compter du 23/03).

- Opérations de prise en pension (repo) :

Le 15/03 : poursuite de la conduite régulière d'opérations repo au jour le jour et à terme. Chaque jour : 1 à 2 opérations *overnight* d'au moins USD 175 mds et, en complément, chaque semaine 2 opérations à 14 jours de USD 45 mds chacune et 1 opération à 1 mois de USD 500 mds + 1 opération à 3 mois de USD 500 mds. Par le biais de ce dispositif, compte tenu du calendrier annoncé à ce jour, la Fed se tient prête à injecter jusqu'à USD 5 855 mds de liquidités centrales supplémentaires d'ici les 9 et 10 avril.

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
FLASH



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Le 17/03 : deux opérations *overnight* de USD 500 mds chacune auront lieu quotidiennement au moins jusqu'au 20/03 (en sus des opérations à terme précédemment annoncées).

- *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) :

Le 17/03 : réactivation du CPFF jusqu'au 17/03/2021 au moins. La Fed crée un fonds commun de créances (SPV) qu'elle dote en liquidités. Le SPV est chargé d'acheter le papier commercial (libellé en USD) d'émetteurs (américains) bénéficiant des meilleures notations (au minimum A-1/P-1/F-1). Pour chaque émetteur, le montant maximum acheté ne pourra excéder l'encours maximum du papier émis entre le 16/03/2019 et le 16/03/2020. Le prix est fixé au taux OIS + 200 pb. Le SPV pourra se porter acquéreur à l'occasion d'une opération unique du papier commercial émis par des émetteurs notés au minimum A-2/P-2/F-2 à un coût spécifique (non précisé). Le Trésor couvrira les premières pertes éventuelles à hauteur de USD 10 mds.

- *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) :

Le 17/03 : réactivation du PDCF pour 6 mois au moins. Dans le cadre de ce dispositif, la Fed accorde des prêts garantis aux *primary dealers* par le biais de leur *clearing bank* au taux d'escompte (soit 0,25% depuis lundi 16/03). Les prêts sont accordés pour une maturité allant jusqu'à 90 jours et sont remboursables par anticipation. Ce dispositif permet d'élargir la gamme des collatéraux mobilisables pour obtenir de la liquidité centrale. Outre les actifs acceptés dans le cadre des opérations d'*open market* (titres du Trésor, titres de dette et MBS d'agences), les actifs éligibles incluent une palette d'actifs notés *investment grade* (au moins BBB-) : titres de dette d'entreprises, titres d'agences internationales, papier commercial, *municipal securities*, MBS et ABS (uniquement les CMBS, CLO et CDO notés AAA) et des actions (hors droits et options de souscription, parts de fonds communs de placement, d'ETF ou de fonds d'investissement). La valorisation des collatéraux est confiée à Bank of New York Mellon.

- *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF) :

Le 23/03 : activation du PMCCF jusqu'au 20/09/2020 au moins. La Fed de New York prête à un fonds commun de placement (SPV) chargé de souscrire aux émissions de titres de dette de certaines entreprises américaines (bien notées) et de leur accorder des prêts. Le Trésor dote le SPV de USD 10 mds de capital. Les contreparties du SPV doivent être notées au minimum BBB-/Baa3 ; la maturité des titres souscrits ou des prêts accordés par le SPV ne peut excéder 4 ans. Pour chaque entreprise, le montant maximum de titres souscrits par le SPV ou de prêts contractés auprès du SPV ne pourra excéder un certain ratio de l'encours de dette (titres de dette + prêts) comptabilisé entre le 22/03/2019 et le 22/03/2020 : 140% pour les entreprises notées AAA/Aaa par une grande agence de rating, 130% pour celles notées AA/Aa, 120% pour celles notées A/A, 110% pour celles notées BBB/Baa. L'entreprise pourra rembourser sa dette auprès du SPV à tout moment.

- *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF) :

Le 23/03 : activation du SMCCF jusqu'au 20/09/2020 au moins. La Fed de New York prête à un fonds commun de placement (SPV) chargé d'acheter des titres de dette émis par certaines entreprises américaines (bien notées) sur le marché secondaire. Le SPV peut également se porter acquéreur de portefeuilles de titres de dette d'entreprises *investment grade* d'ETF américains cotés. Le Trésor dote le SPV de USD 10 mds de capital. Les émetteurs doivent être notés au minimum BBB-/Baa3 ; la maturité des titres achetés par le SPV ne peut excéder 5 ans. Pour chaque entreprise émettrice, le montant maximum de titres achetés par le SPV ne pourra excéder 10% de l'encours des titres de dette émis entre le 22/03/2019 et le 22/03/2020. Le SPV ne pourra acquérir plus de 20% des actifs d'un ETF (tels que comptabilisés au 22/03/2020). Les titres seront achetés à leur juste valeur sur le marché secondaire. Le SPV n'achètera pas de parts d'ETF lorsqu'ils se négocieront à des prix excédant la NAV estimée du portefeuille sous-jacent.

- *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) :

Le 23/03 : réactivation du TALF jusqu'au 30/09/2020 au moins. Ce dispositif vise à soutenir l'émission d'ABS adossés à de nouveaux prêts aux ménages et petites entreprises. La Fed de New York prête à un fonds commun de placement (SPV) chargé d'accorder des prêts (l'enveloppe maximale est fixée à USD 100 mds) sans recours, à 3 ans et sécurisés par des ABS éligibles. Le Trésor dote le SPV de USD 10 mds de capital. Toute entreprise américaine en relation avec un *primary dealer* peut emprunter auprès du SPV. Les ABS (non synthétiques) utilisés comme collatéraux doivent être notés AAA, avoir été émis à compter du 23/03/2020 et être adossés à des nouveaux prêts auto, prêts étudiants, cartes de crédit, prêts aux petites entreprises garantis par la SBA (ou certains autres prêts). Pour les ABS dont les sous-jacents ne bénéficient pas de garantie publique, le taux d'intérêt correspondra au taux swap Libor 2 ans + 100 pb pour les titres dont la durée de vie moyenne est < à 2 ans, taux swap 3 ans + 100 pb pour les autres. La facturation des autres ABS sera précisée ultérieurement. Le SPV prélèvera une commission de 10 pb du montant du prêt. Les prêts du SPV seront remboursables pour tout ou partie avant échéance.

- Soutien au bon fonctionnement du marché :

Le Federal Open Market Committee (FOMC) procédera à l'achat de titres de dette du Trésor et de MBS (*mortgage-backed securities*) d'agences à hauteur des montants nécessaires pour soutenir le bon fonctionnement du marché et la transmission efficace de la politique monétaire à l'ensemble des conditions financières et économiques. Le FOMC avait préalablement annoncé le rachat d'au moins USD 500 mds de titres de dette du Trésor et USD 200 mds de MBS d'agences. De plus, le FOMC inclura les CMBS (*commercial mortgage-backed security*) d'agences dans son programme d'achat de MBS d'agences.

- Accords de swap (*Standing US dollar liquidity swap line arrangements*) :

Le 15/03 : baisse du coût des accords de *swap* entre six banques centrales (Fed, BCE, BoE, BoJ, BNS, BoC) de 25 pb à OIS + 25 pb. Allongement des prêts en USD dans chaque juridiction à 84 jours (maintien des opérations à 1 semaine). Décisions effectives la semaine du 16/03. Le 20/03 : décision coordonnée de la Fed, la BCE, la BoJ, la BoE, la BoC et la BNS d'augmenter la fréquence des opérations de financement en USD aux banques de leurs juridictions : la fourniture de liquidités à 7 jours pourra être assurée quotidiennement à partir du 23/03 jusqu'à la fin du mois d'avril au moins (fréquence hebdomadaire actuellement). Les opérations hebdomadaires à 84 jours (possibles depuis le 16/03) sont maintenues.

- *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)* :

Le 18/03 : réactivation du MMLF jusqu'au 30/09/2020 au moins. Dans le cadre de ce dispositif, la Fed de Boston accorde des prêts sécurisés aux banques (ensemble des institutions de dépôts américaines, *bank holding companies* américaines, succursales américaines de banques étrangères). La maturité des prêts coïncidera avec celle des actifs apportés en garantie (un cap est fixé à 12 mois). Les collatéraux mobilisables sont des actifs achetés auprès de fonds monétaires : *US Treasuries* et titres de dette et MBS émis par les agences (prêt au taux d'escompte ; valorisation du collatéral au coût amorti ou en *fair value*) ; ABCP et papier commercial *unsecured* émis par une contrepartie américaine, notés au minimum A-1/F-1/P-1 au moment de l'achat par le MMF ou de sa mobilisation sous forme de collatéral auprès de la Fed (prêt au taux d'escompte + 100 pb ; valorisation du collatéral au coût amorti). Le Trésor couvrira les premières pertes éventuelles à hauteur de USD 10 mds (via le *Exchange Stabilization Fund*). Ces prêts sont dits "sans recours" : l'emprunteur n'assume pas le risque de crédit attaché au collatéral.

- **Mesures réglementaires :**

Le 15/03 :

- Relâchement des exigences de fonds propres et de liquidité. Les trois régulateurs bancaires (Fed, FDIC, OCC) encouragent les banques à utiliser leurs matelas de fonds propres et de liquidité pour soutenir le financement de l'économie. En matière d'exigences pondérées, cet assouplissement concerne probablement le matelas de conservation des fonds propres, éventuellement la surcharge GSIB (le matelas contracyclique est fixé à 0% aux États-Unis). Aucune annonce pour le moment au sujet des exercices CCAR 2020.

Le 18/03 :

- Les trois régulateurs bancaires (Fed, FDIC, OCC) vont neutraliser l'incidence d'une participation au MMLF d'une *bank holding company* ou d'une *depository institution* en matière d'exigences de fonds propres pondérés et d'exigences de levier. Seront exclus du calcul des ratios prudentiels : les actifs apportés comme garanties dans le

cadre du MMLF et les actifs achetés à compter du 18/03 à un MMF en vue de les mobiliser comme collatéraux dans le cadre du MMLF (une fois la facilité ouverte).

Le 22/03 :

- Les régulateurs (Fed, FDIC, NCUA, OCC, CFPB, CSBS) encouragent les banques à faire preuve de souplesse à l'égard de leurs clients éprouvant des difficultés à honorer leur dette. Conjointement avec l'autorité en charge des normes comptables US GAAP (FASB), les régulateurs ont précisé que les aménagements apportés aux conditions de prêts (différé de paiement, exonération de frais, prolongation des délais de remboursement), en raison de l'épidémie, ne seront pas automatiquement reconnus comme des restructurations de dette (TDR). Un différé de paiement ne constituera pas un retard de paiement. Les prêts dont les conditions sont assouplies pourront être mobilisés comme collatéral à la fenêtre d'escompte de la Fed. Cette disposition assouplit le cadre comptable (dotations aux provisions) et prudentiel (fonds propres).

Le 27/03 :

- La Fed, la FDIC et l'OCC ont publié une règle qui offre aux grandes banques (censées mettre en place la nouvelle norme comptable de provisionnement (CECL) dès 2020) la possibilité de reporter de 2 ans la prise en compte des effets de la norme CECL sur leur capital réglementaire (puis d'engager la mise en œuvre progressive de 3 ans prévue initialement). Les régulateurs prennent ainsi les devants sur la loi : le CARES Act, voté par le Sénat le 25/03 et en attente d'un vote de la Chambre des représentants, comporte notamment une disposition (section 4014) repoussant au 31 décembre 2020 l'obligation pour les banques d'appliquer la nouvelle norme comptable de comptabilisation des pertes, la Current Expected Credit Losses (CECL), et un abaissement à 8 % (au lieu de 9 %) de l'exigence de levier pour les petites banques (community banks).
- La Fed, la FDIC et l'OCC ont également publié une notice qui autorise les banques à utiliser la nouvelle approche standard de mesure des risques de contrepartie liés aux contrats dérivés par anticipation pour les comptes du 1er trimestre. La règle SA-CCR (finalisée en novembre 2019 et qui ne devait entrer en vigueur qu'au 1er avril) est considérée comme plus favorable pour le calcul des actifs pondérés des risques car elle permet une meilleure prise en compte des sécurités offertes par les appels de marge et chambres de compensation.

Banque centrale européenne (BCE)

- **Mesures monétaires prises le 12/03 :**

À compter du lundi 16 mars 2020 et jusqu'au 9 juin 2020, une nouvelle LTRO à taux fixe égal au taux de la facilité de dépôt (soit -0,50%), sera allouée chaque semaine. Ces treize



opérations arriveront toutes à échéance le 24 juin 2020, date de début de la quatrième TLTRO III.

- TLTRO III (maturité de trois ans) : le taux des TLTRO III (entre juin 2020 et juin 2021) dépendra toujours de la dynamique des crédits distribués par la banque emprunteuse mais est revu à la baisse. Il sera inférieur de 0,25 pb aux taux de référence moyens qui prévaudront pendant la durée de l'opération, à savoir :
 - Le taux des opérations principales de refinancement (fourniture de crédit non maintenue par la banque, 0% actuellement),
 - Le taux de la facilité de dépôt (fourniture de crédit maintenue, -0,50% actuellement).
 - Le montant global que les banques seront autorisées à emprunter dans le cadre de ces opérations est porté à 50% (contre 30% initialement) de l'encours des prêts éligibles au 28 février 2019 (prêts aux sociétés non financières et aux ménages, hors habitat), ce qui équivaut, selon nos calculs, à un encours théorique maximal de TLTRO III de l'ordre de EUR 2900 mds. Pour permettre aux banques de renforcer leur recours à la liquidité BCE, un assouplissement des garanties demandées est à d'étude.
- Achats de titres du secteur privé : en plus de l'*Asset Purchase Programme* (APP, réactivé à hauteur de EUR 20 mds d'achats nets à compter de novembre 2019, et dont l'encours atteignait 2732 mds au 29 février 2020), une enveloppe supplémentaire de 120 mds sera dévolue, d'ici la fin de l'année 2020, à des achats de titres émis par le secteur privé de la zone euro (soit entre EUR 12 et 13 mds par mois en fonction de la date de commencement des achats supplémentaires, assouplissement des exigences de capital et de liquidité annoncées le 12 mars.
- Solvabilité : les 117 banques placées sous la supervision directe du mécanisme de surveillance unique (MSU) pourront utiliser les coussins de capital constitués au titre des recommandations de pilier 2 (*Pillar 2 Guidance*, P2G, 1,5% des actifs pondérés, en moyenne, dans le processus de surveillance et d'évaluation prudentielle de 2019 (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP), publié le 28 janvier 2020) et du volant de conservation (2,5% des actifs pondérés). Les banques pourront également utiliser partiellement des instruments non éligibles au CET1 (par exemple des instruments de Tier 1 additionnels ou de Tier 2) pour constituer leur *buffer* au titre des exigences de pilier 2 (*Pillar 2 Requirement*, P2R). Au 30 septembre 2019, le ratio CET1 moyen des banques supervisées s'élevait à 14,37%, soit 3,8 points au-dessus du niveau moyen résultant de l'application des exigences et des recommandations de pilier 2 dans le cadre du SREP 2019 (10,6%).
- Liquidité : la BCE a annoncé le relâchement des exigences au titre du ratio de liquidité à court terme (*Liquidity coverage ratio*, LCR, seuil réglementaire de 100% en temps normal). Selon les recommandations bâloises de 2013, la banque qui, dans un contexte de tensions, utilise cette faculté, doit en informer le

superviseur et lui soumettre un plan de redressement de son LCR à 100%. En moyenne, le LCR des banques supervisées par le SSM s'élevait à 145,6% au troisième trimestre 2019.

- **Mesures prises le 18/03 :**

- Lancement d'un nouveau programme d'achat d'urgence d'EUR 750 mds, extension des programmes d'achats existants.
- Lancement d'un programme d'achat d'urgence lié à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), portant sur des titres des secteur public et privé, d'un montant de EUR 750 mds d'ici la fin de 2020, et peut-être au-delà si nécessaire. Le périmètre des titres acheteables sera celui des titres déjà éligibles au programme d'achat existant (APP). La clé d'allocation demeurera la part des États membres au capital de la BCE mais, au regard de l'APP, une souplesse sera introduite et des « fluctuations » deviendront possibles.
- **Concernant les programmes existants :**
 - Le programme d'achat CSPP (*Corporate Sector Purchase Programme*) est étendu à tout le papier commercial émis par des sociétés non financières.
 - La gamme des « créances privées supplémentaires » (*Additional credit claims*, APP), qui constitue une catégorie de collatéraux qui ne satisfont pas aux critères d'éligibilité de l'Eurosystème mais sont néanmoins acceptés, sera élargie aux créances des sociétés afin que les banques puissent faire plein usage des opérations de refinancement de l'Eurosystème.

Banque d'Angleterre (BoE)

- Baisse de taux :
 - Le 12/03 : baisse du taux de la Banque d'Angleterre de 50 pb à 0,25%
 - Le 19/03 : baisse du taux de la Banque d'Angleterre de 15 pb à 0,10%
- Augmentation du programme d'achats d'actifs :
 - Les achats d'actifs passent de GBP 445 mds par an (dont GBP 435 mds en Gilts et GBP 10 mds en obligation d'entreprises) à GBP 645 mds.
 - La BoE annonce essentiellement des achats de titres d'État.
- Mise en place pour les banques du *Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs* (TFSME), un programme de refinancement à long terme (4 ans) et à taux bonifié (légèrement supérieur ou égal au taux directeur) ciblant l'économie « réelle ». Les montants disponibles représenteront au minimum 5% du stock des prêts bancaires aux ménages et entreprises non financières ; ils pourront augmenter en cas de hausse des concours nets aux petites et moyennes entreprises. La BoE estime à GBP 100 mds les montants



potentiellement mobilisables via le TFSME (mais elle annonce plus, détails à suivre).

- Libération du coussin contra-cyclique des banques : le coussin contra-cyclique des banques, qui avait été porté à 1% du total des actifs pondérés (RWA) en novembre 2019, a été ramené à zéro le 11 mars, ceci pour une période de 12 mois. La BoE estime que cette mesure augmentera de GBP 190 mds le potentiel de financement net de l'économie, soit 13 fois les montants engagés en 2019.
- Annulation des tests de résistance (« *stress tests* ») en 2020 pour les huit plus grandes banques britanniques et les sociétés immobilières de prêt à la construction (*building societies*). Les établissements de crédit pourront reprendre plus largement aux besoins de leurs clients
- 17 mars 2020 : le Trésor britannique et la Banque d'Angleterre lancent un programme de financement des entreprises, le CCFF (*Covid 19 Corporate Financing Facility*). Il fournira ce financement sous forme d'achat de papier commercial à échéance d'un an au plus, émis par les entreprises apportant une importante contribution à l'économie britannique. Ce dispositif proposera un financement à des conditions comparables à celles prévalant sur les marchés au cours de la période antérieure au choc économique lié au Covid-19 ; il sera ouvert aux sociétés qui seront en mesure de justifier de leur bonne situation financière avant le choc. Le programme tiendra compte des impacts temporaires sur le bilan et la trésorerie des entreprises et fondera l'éligibilité de ces dernières sur leur note de crédit antérieure au choc du Covid-19. Ces entreprises ne devront pas avoir préalablement émis du papier commercial pour être autorisées à participer au programme. Le mécanisme restera en vigueur pendant au moins douze mois et aussi longtemps que des mesures seront nécessaires pour soulager la trésorerie des entreprises apportant une contribution significative à l'économie britannique.

Banque du Japon (BoJ)

- Taux : pas de changement du taux directeur (laissé à -0,1%)
- Assouplissement quantitatif (QE) :
 - Le programme d'achats annuels de JGB reste fixé à JPY 80 000 mds (USD 740 mds pour un cours à 108).
 - Le programme d'achats d'ETF (*exchange-traded funds*) et de J-REIT (*Investment funds tied to Japanese real estate*) est doublé et passe à une capacité annuelle de JPY 12 180 mds (USD 113 mds)
 - Le programme d'achats annuels de *corporate bonds* passe à JPY 4 200 mds (USD 39 mds).
- *Swap* dollars : la BoJ va tirer sur la ligne de *swap* ouverte auprès la Fed à OIS + 25 pb.

Mesures prises par les institutions internationales et supranationales

Fonds monétaire international (FMI)

Le FMI a déclaré que USD 1 trillion de ressources était disponible, dont USD 200 mds actuellement engagés (l'Ukraine, par exemple, est plus que jamais candidate à un nouveau programme).

BERD

La BERD a promis EUR 1 md additionnel, dans ses 38 pays d'opération, en lignes de liquidité, trésorerie, *export finance* pour ses clients et annoncera davantage plus tard (pour mémoire, la BERD cumule EUR 10,1 mds d'investissements actuellement).

Union européenne

• Institutions européennes :

La taille et la flexibilité de son budget n'étant pas les points forts de l'Union européenne (UE), la Commission européenne s'est surtout attachée, jusqu'ici, à essayer d'assurer un approvisionnement correct en équipements et fournitures médicales dans l'UE.

Il s'est agi de surveiller les restrictions d'exportations que peuvent chercher à mettre en place les États membres, de tenter de coordonner les décisions concernant le trafic aérien et les frontières, ou encore de définir la façon dont les règles, en matière de surveillance des aides d'État, allaient être adaptées pour permettre aux États membres de soutenir leurs économies de façon appropriée. Néanmoins, concernant les moyens budgétaires européens mobilisés, la Commission n'a pas la faculté de collecter des ressources supplémentaires et peut, au mieux, réallouer des pans de son budget.

EUR 1 md de garanties supplémentaires du budget de l'UE apporté à la Banque européenne d'investissement (BEI) pour financer environ EUR 8 mds de capital pour les PME :

- Pour apporter un soulagement immédiat aux PME durement frappées et leur fournir des liquidités, le budget de l'UE mobilisera ses instruments existants, complétant ainsi les mesures prises au niveau national.
- Dans les prochaines semaines, un montant de EUR 1 md sera débloqué sur le budget de l'UE, à titre de garantie, et mis à la disposition du Fonds européen d'investissement (FEI) pour soutenir le financement du besoin en fonds de roulement à hauteur d'environ EUR 8 mds et fournir une aide à au moins 100 000 PME européennes et sociétés à faible et moyenne capitalisation.
- L'aide sera allouée par le biais des instruments existants des programmes du FEI en faveur de l'investissement. Les concours accordés seront recentrés sur les prêts au



fonds de roulement, assortis d'une échéance de 12 mois ou plus. En particulier, les garanties de prêt du programme de l'UE pour la compétitivité des petites et moyennes entreprises seront augmentées, ainsi que le volet garantie pour les PME d'InnovFin, dans le cadre de l'initiative Horizon 2020. Les banques pourront ainsi proposer aux microentreprises, PME et petites et moyennes capitalisations un accès à un financement-relais.

- Le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) viendra, dans les prochaines semaines, renforcer ces instruments à hauteur de EUR 750 millions. Autre mesure dédiée, le FEIS fournira au FEI EUR 250 millions supplémentaires afin que l'aide aux PME soit rapidement déployée dans un effort concerté avec les banques et institutions promotionnelles nationales de l'UE.
- La Commission soutient toutes les mesures nationales visant à limiter l'impact sur l'emploi de la pandémie, mais n'a que peu de capacité d'action en la matière. Elle déclare toutefois vouloir accélérer la préparation d'une proposition législative déjà prévue pour un *European Unemployment Reinsurance Scheme*. Vu l'ampleur du sujet, il est toutefois difficile d'imaginer un aboutissement à court terme.
- Une « *Coronavirus Response Investment Initiative* » qui doit permettre aux États membres de rediriger EUR 37 mds de fonds structurels vers les dépenses liées au COVID :
 - Avec l'initiative d'investissement en réaction au coronavirus (« *Coronavirus Response Investment Initiative* » ou CRII), la Commission propose d'allouer EUR 37 mds au titre de la politique de cohésion pour lutter contre la crise provoquée par l'épidémie de COVID-19 et de mettre en œuvre cette politique entièrement en 2020 par le biais de procédures exceptionnelles et accélérées.
 - À cet effet, la Commission propose de renoncer cette année à l'obligation qui lui incombe de demander aux États membres le remboursement des préfinancements non utilisés pour les fonds structurels et d'investissement européens. Ce montant s'élève à environ EUR 8 mds provenant du budget de l'UE, que les États membres pourront utiliser pour compléter le financement structurel de EUR 29 mds dans l'ensemble de l'UE. Cela augmentera le montant effectif des investissements en 2020. Élément-clé de la proposition : la Commission rend toutes les dépenses potentielles liées au coronavirus éligibles, à compter du 1^{er} février 2020, à un financement au titre des fonds structurels de manière à permettre aux États membres d'engager des dépenses aussi rapidement que possible pour lutter contre l'épidémie.
 - Relâchement des règles budgétaires pour donner toute flexibilité aux États membres de réaliser les dépenses liées à la crise sanitaire et de soutenir l'économie. Ces dépenses exceptionnelles ne seront

pas comptabilisées dans les règles de limitation de l'évolution des dépenses. La Commission va proposer au Conseil européen de revoir les efforts d'ajustements structurels demandés aux États membres. En attendant, elle va s'appuyer sur les clauses des traités qui permettent, État par État, de tenir compte d'événements exceptionnels, mais elle se tient prête, si le Conseil le lui demande, à activer la clause prévue en cas de choc économique majeur dans l'ensemble de l'UE :

- La Commission proposera au Conseil d'appliquer la pleine flexibilité prévue par le cadre budgétaire de l'UE en vue d'aider les États membres à faire face à l'épidémie du COVID-19 et à ses conséquences.
 - Lors de l'évaluation de la conformité aux règles budgétaires de l'UE, la Commission proposera au Conseil d'exclure les effets budgétaires des mesures fiscales exceptionnelles, prises pour compenser les conséquences économiques du COVID-19.
 - La Commission considère que la flexibilité prévue pour faire face à des « circonstances inhabituelles indépendantes de la volonté de l'État membre concerné » est applicable à la situation actuelle. Lorsqu'un tel événement a un impact majeur sur la situation budgétaire d'un État membre, le Pacte de stabilité et de croissance autorise ce dernier à s'écarter temporairement des ajustements budgétaires requis. En conséquence, cette clause permet également de couvrir les dépenses exceptionnelles pour contenir l'épidémie de COVID-19, telles que les dépenses de soins de santé et les mesures de soutien ciblé aux entreprises et aux travailleurs, sous réserve qu'elles soient temporaires et liées à l'épidémie. La Commission suivra cette approche dans ses propositions et recommandations au Conseil. Elle proposera au Conseil et aux institutions de l'Union d'adapter les efforts budgétaires requis de la part des États membres, conformément aux règles budgétaires de l'UE. Cela devrait permettre de tenir compte de situations spécifiques à certains pays en cas de croissance négative ou de baisse importante de l'activité.
 - La Commission est prête à proposer au Conseil l'activation, par les institutions de l'Union, de la clause échappatoire générale en vue d'une politique de soutien budgétaire plus générale. Cette clause – en coopération avec le Conseil – suspendrait l'ajustement budgétaire recommandé par le Conseil en cas de grave récession économique dans la zone euro ou dans l'ensemble de l'UE.
- **Mesures en faveur des PME :**
 - Le Fonds de garantie des prêts aux petites et moyennes entreprises (PME) sera renforcé d'environ EUR 1,2 md. Les prêts bancaires accordés aux PME bénéficieront ainsi de garanties publiques. Le Fonds

assurera la couverture des prêts jusqu'à concurrence d'un montant de EUR 5 millions, tandis que les procédures seront assouplies pour des garanties inférieures à EUR 3 000. Pour soutenir les exportations, le ministère de l'Économie [de chaque pays] accordera aux agences de crédit à l'exportation (*export credit agencies* ou ECA) une garantie visant à venir en aide aux secteurs frappés par la crise.

- Concernant les PME, le remboursement des prêts et crédits hypothécaires est suspendu. Jusqu'au 30 septembre, les facilités de crédit révoquant (facilités de découvert) ne pourront être révoquées, tandis que la durée des prêts non amortissables, assortis d'une date d'échéance contractuelle, sera allongée et le paiement de toute annuité, suspendu.

Mesures prises au niveau national

États-Unis :

L'administration Trump a fait voter au Congrès le *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act* (CARES) un plan de soutien budgétaire d'une capacité sans précédent (USD 2 200 mds, soit 10% du PIB ou 50% de la dépense fédérale annuelle). À noter que celle-ci a été doublée sous la pression des démocrates, majoritaires à la Chambre, de manière à répondre aux besoins des particuliers à revenu modeste ou ayant perdu leur emploi. Au-delà des prêts garantis aux entreprises, dont le montant pourrait aller jusqu'à USD 900 mds, l'Etat fédéral transférera, sous forme de crédit d'impôt ou extensions de droits, quelque USD 630 milliards aux ménages américains. Aussi chacun d'entre eux recevra-t-il, sous condition de revenu, un « chèque » d'un montant maximum de USD 3 000. Les indemnités chômage, variables selon les Etats mais qui, en moyenne, se montent à USD 300 par semaine, seront augmentées d'une part fédérale de USD 600 par semaine, pour une période de quatre mois prévue de s'achever le 31 juillet 2020.

Union européenne :

• Allemagne

Le ministre fédéral des Finances Olaf Scholz et le ministre fédéral de l'économie Peter Altmaier ont présenté leur programme d'urgence, intitulé « Un bouclier de protection pour les salariés et les entreprises ». Ce programme repose sur quatre piliers :

1. Plus de flexibilité pour l'allocation des indemnités de chômage partiel (*Kurzarbeitsgeld*). Les conditions d'éligibilité seront notamment assouplies. Le coût de cette mesure pourrait s'élever à EUR 10 mds environ.
2. Soutien fiscal à la trésorerie des entreprises : Des mesures fiscales permettront d'améliorer la liquidité des entreprises, telles que le report du paiement de

l'impôt et la diminution des acomptes à ce titre. Globalement, les entreprises pourront obtenir des reports de paiement d'impôts représentant plusieurs milliards d'euros

3. Bouclier pour les entreprises de plusieurs milliards d'euros. Les entreprises, même en bonne santé financière, peuvent connaître des problèmes de liquidité, dus aux ruptures des chaînes d'approvisionnement. Le gouvernement allemand assurera leur protection grâce à de nouvelles mesures d'aide à la trésorerie, à hauteur d'un montant illimité. Ce soutien sera octroyé par le biais de la banque publique d'investissement KfW. Le budget fédéral inclut un mécanisme de garantie d'environ EUR 460 mds. Si nécessaire, ce montant peut être augmenté de EUR 93 mds dans un délai très bref. De plus, KfW dispose d'un programme de refinancement des entreprises exportatrices qui peut être très rapidement augmenté.
4. Renforcement de la cohésion européenne : Le gouvernement allemand se félicite de l'initiative d'investissement en réaction au coronavirus, lancée par la Commission européenne, pour un montant de EUR 25 mds.

Il salue également l'annonce faite par la branche de supervision bancaire de la BCE, selon laquelle celle-ci utilisera la marge de manœuvre existante pour faire en sorte que les banques puissent continuer à jouer leur rôle en matière de financement de l'économie réelle, ainsi que les mesures annoncées, le mercredi 11 mars, par la BCE, portant sur l'octroi de liquidités aux banques.

Le ministère fédéral de la Santé a d'ores et déjà reçu EUR 1 md environ pour lutter contre le coronavirus, notamment pour l'achat d'équipements tels que les masques et les blouses de protection, l'octroi d'une aide à l'OMS dans la lutte internationale contre le coronavirus, et le versement de fonds supplémentaires au Robert Koch Institute, agence nationale d'épidémiologie des maladies infectieuses. Le ministère fédéral de l'Enseignement et de la Recherche a reçu une enveloppe de EUR 145 millions pour le développement d'un vaccin et de nouveaux traitements.

Le Land de Bavière a lancé un programme de EUR 10 mds en vue de prendre des participations dans les entreprises en difficulté.

• France

Au 20 mars 2020 (déficit budgétaire attendu à 3,9% du PIB en 2020 par le gouvernement sur la base d'une prévision de croissance de -1%) :

- Simplification et renforcement du chômage partiel : EUR 8,5 mds sur une période de 2 mois. L'entreprise verse une indemnité égale à 70% du salaire brut (environ 84 % du net) à ses salariés. Les salariés au SMIC ou moins sont indemnisés à 100%. L'entreprise est intégralement remboursée par l'État, pour les salaires jusqu'à 6 927 euros bruts mensuels, soit 4,5 SMIC. Depuis le 16 mars, le ministère du Travail a indiqué que les entreprises avaient désormais 30 jours pour réaliser leurs demandes de chômage partiel, avec effet rétroactif.

- Report des charges fiscales et sociales payables en mars : EUR 32 mds (un report qui pourrait se transformer en annulation si besoin au cas par cas).
 - Fond de solidarité de EUR 1 milliard par mois pour indemniser les plus petites entreprises, les indépendants et microentreprises des secteurs les plus touchés : aide de EUR 1500 aux entrepreneurs qui réalisent moins de EUR 1 million de chiffre d'affaires et dont l'activité a chuté de plus de 70 % en mars 2020 par rapport à mars 2019, disponible à partir du 31 mars).
 - EUR 2 mds pour les dépenses additionnelles de santé qui doit permettre également de financer le recours accru aux indemnités journalières des salariés.
 - Suspension du paiement des loyers et des factures d'eau, de gaz et d'électricité pour les plus petites entreprises en difficulté. Sont concernées les sociétés employant moins de 10 salariés pour un chiffre d'affaires inférieur à EUR 1 million et qui ont fait l'objet d'une fermeture administrative, ou qui peuvent justifier d'un recul de leur chiffre d'affaires d'au moins 70 % en mars 2020 par rapport à la même période l'an dernier). Coût supporté par les fournisseurs.
 - Instauration d'une garantie de l'État sur les prêts octroyés aux entreprises par les banques à hauteur de EUR 300 mds : la garantie couvrira de manière automatique tous les prêts de trésorerie qui seront consentis par les banques entre le 16 mars et le 31 décembre. Ces prêts pourront couvrir jusqu'à 25% du chiffre d'affaires annuel de l'entreprise, permettant ainsi de faire face aux besoins les plus urgents. Ils pourront être remboursés sur une période allant jusqu'à 6 ans, ce qui permettra à l'entreprise de retrouver des marges de manœuvre financières au moment de la reprise. La garantie d'État couvrira 90% du montant du prêt pour les TPE, PME et ETI, afin d'en faciliter l'octroi. Cette garantie sera tarifée à un coût modique, en fonction de la maturité du prêt. Elle s'élèvera à 0,25% pour un prêt d'un an pour les PME et à 0,50% pour les ETI et les grandes entreprises.
 - Activation d'une réassurance publique sur les encours d'assurance-crédit à hauteur de EUR 10 mds et amplification du dispositif de réassurance des crédits export de court terme (doublement du plafond d'encours réassurable par l'État porté à EUR 2 mds)
 - Report sans frais des échéances bancaires pendant 6 mois et médiation du crédit pour négocier avec la banque un rééchelonnement des crédits bancaires.
 - Marchés publics : reconnaissance par l'État et les collectivités locales de Covid-19 comme un cas de force majeure pour leurs marchés publics. En conséquence, pour tous les marchés publics d'État et des collectivités locales, les pénalités de retard ne seront pas appliquées.
 - À l'étude : entrée au capital ou nationalisation transitoire des grands comptes sinistrés (automobile, transport aérien notamment) pour sauvegarder ces groupes ; prolongation de l'allocation des chômeurs en fin de droits ; révision des règles d'imputation des déficits pour les calculs de l'IS (carry-back).
 - Autres : suspension de toutes les réformes en cours (dont celles des retraites, de la contemporanéisation des APL) et report au 1^{er} septembre de l'entrée en vigueur, initialement prévue au 1^{er} avril, de la deuxième salve de mesures de refonte des règles de l'assurance-chômage (dont le durcissement des conditions d'indemnisation) ; meilleure indemnisation des arrêts de travail pour garde d'enfants (en lien avec la fermeture des établissements scolaires) et des arrêts maladie ; report du second tour des élections municipales initialement prévu le 22 mars.
- **Italie**
- 11/03 :
- Selon le ministère des Finances italien, la Cassa depositi e prestiti SpA accorde EUR 7 mds aux entreprises confrontées à l'urgence du coronavirus.
- 16/03 :
- Le gouvernement italien publie un décret prévoyant EUR 25 mds de dépenses supplémentaires en lien avec les effets du COVID-19. Ces dépenses s'articulent autour de quatre axes :
1. Renforcement du système de santé et des services de secours dont une augmentation de la dotation du fonds d'urgence national de EUR 1,65 mds.
 2. Soutien à l'emploi et aux travailleurs dont :
 - un accès facilité aux indemnités en raison d'un chômage partiel,
 - une indemnité de EUR 600 pour les indépendants,
 - la création d'un fonds de revenu de dernier recours,
 - la mise en place d'un congé parental de 15 jours,
 - des allocations pour la garde des enfants (EUR 600 et jusqu'à EUR 1000 pour les métiers essentiels à la lutte contre la crise),
 - une augmentation des avances aux agriculteurs bénéficiant de la PAC, etc.
 3. Soutien aux ménages et aux PME par l'intermédiaire du système bancaire :
 - Moratoire sur les prêts aux PME
 - Renforcement du fonds de garantie : Gratuite de la garantie et suppression des frais d'accès,
 - Éligibilité aux opérations de refinancement,
 - Suppression des commissions,
 - Extension des actifs couverts,
 - Suspension des conditions de fonctionnement (normal) du fonds,
 - Limite de la garantie portée à EUR 5 millions contre EUR 2,5 millions précédemment etc.
 - « Ajustement à la volatilité » pour les assureurs ;
 - Introduction d'un mécanisme de contre-garantie pour les banques, assuré par la Cassa de Deposititi e Prestiti afin d'augmenter les investissements à destination des moyennes et grandes entreprises de EUR 10 milliards,
 - Incitation à transformer les DTA (non-éligibles au titre de fonds propres réglementaires) en crédit d'impôt (éligible au titre de fonds propres réglementaires) afin d'accélérer l'assainissement

des bilans bancaires sans pénaliser trop fortement les ratios de solvabilité,

- Création d'un fonds d'urgence à destination de l'industrie du spectacle etc.

4. Suspension du paiement des impôts et des cotisations et de toute autre obligation fiscale avec incitation fiscale à l'assainissement du lieu de travail et « récompenses » pour les salariés en services dont :

- Suspension, pour les secteurs les plus touchés, des retenus à la source, cotisations de sécurité sociale, de prévoyance et des primes d'assurance obligatoire,
- Suspension du paiement des impôts pour les contribuables dont les revenus sont inférieurs à EUR 2 millions,
- Non-application du prélèvement à la source pour les professionnels sans salariés dont les revenus sont inférieurs à EUR 400 000,
- Suspension des procédures de contentieux avec l'administration fiscale,
- Prime de EUR 100 pour tous les salariés dont les revenus sont inférieurs à EUR 40 000 etc.

Le gouvernement italien a approuvé le décret « Curaltalia » (16 mars), visant à lutter contre les conséquences économiques du coronavirus. Le montant total des mesures adoptées s'élève à EUR 25 mds, environ 1,5 % du PIB, dont EUR 3,5 mds pour renforcer le système de santé et financer le recrutement immédiat d'environ 20 000 professionnels de santé.

18/03 :

Le Premier ministre italien Giuseppe Conte a appelé à la création d'un fonds de garantie européen ou à l'émission spéciale d'« obligations coronavirus » en vue d'aider les États membres de l'UE à financer les politiques de santé et les politiques publiques nécessaires, selon une source gouvernementale rapportée par Reuters.

Dans un contexte de turbulences des marchés dues au coronavirus, Consob, autorité italienne de régulation des marchés, a introduit une interdiction, d'une durée de trois mois, portant sur les ventes à découvert de toutes les actions négociées à la bourse de Milan, selon Reuters.

20/03/2020 : le gouvernement italien étudie la mise en place d'un dispositif de garantie permettant de protéger les banques qui accordent des prêts aux entreprises touchées par l'épidémie de coronavirus, selon des sources proches du dossier rapportées par Reuters. Les nouvelles mesures permettraient d'étendre la garantie à 90 % des nouveaux prêts consentis aux entreprises impactées par le virus.

• Espagne

Le gouvernement de Pedro Sanchez a annoncé un plan de EUR 200 mds (18% de PIB nominal). EUR 117 mds seront directement fournis par l'État et 83 milliards seront collectés via le secteur privé, principalement les banques.

Ce plan prévoit :

- EUR 100 mds de garanties financières aux entreprises.

- le report du paiement de l'impôt sur le revenu des particuliers, de la TVA pour les entreprises, les PME et les indépendants (dont le chiffre d'affaire ne dépasse pas six millions d'euros par an).
- Extension d'un moratoire sur les remboursements d'emprunts des ménages qui passe de 2 à 4 ans. Cette mesure sert à protéger les familles les plus vulnérables ;
- EUR 3,8 mds pour renforcer les soins de santé.
- L'injection de EUR 2 mds pour soutenir les entreprises des secteurs les plus touchés (tourisme, transport et d'hospitalité).

• Belgique

Réduction des pertes économiques pour les entreprises

Lors du Conseil des ministres du 6 mars 2020, le gouvernement fédéral a approuvé différentes mesures de soutien aux entreprises et aux indépendants touchés par les conséquences du Covid-19.

Ces mesures visent à permettre aux entreprises impactées de placer leurs salariés en chômage temporaire, afin de préserver l'emploi, et à prévoir des modalités d'étalement, de report, de dispense de paiement de cotisations sociales, précomptes, prélèvements fiscaux et sociaux pour les entreprises et les indépendants.

- Chômage temporaire pour force majeure : il sera prolongé de trois mois, jusqu'au 30 juin 2020. Il pourra également être invoqué dans l'attente de la reconnaissance du statut d'« entreprise en difficulté ». Cette reconnaissance permettra aux entreprises d'enclencher le chômage temporaire de leurs travailleurs pour raisons économiques. La reconnaissance du chômage temporaire pour force majeure intervient dans un délai de trois à quatre jours. Vu le nombre important de demandes de chômage temporaire liées à l'épidémie de coronavirus et aux mesures prises pour limiter la dispersion du virus, le gouvernement a décidé d'accorder à chaque personne qui entre dans le système une somme forfaitaire immédiate de 1 450 euros par mois, afin de préserver le plus possible le pouvoir d'achat.
- Chômage temporaire pour raisons économiques. Les allocations de chômage temporaire – tant pour raisons économiques que pour force majeure – seront majorées et passeront de 65 à 70 % pour une période de trois mois. L'objectif de la mesure est de limiter la perte de revenus subie par les travailleurs touchés.
- Plan de paiement des cotisations sociales patronales : s'agissant du paiement des cotisations de sécurité sociale dues pour les premier et deuxième trimestres 2020, la problématique du Covid-19 sera acceptée comme élément permettant le recours aux délais de paiements amiables.
- Plan de paiement de la TVA : pour autant que le créancier démontre que ses difficultés de paiement sont liées aux Covid-19, il sera possible de répartir les versements relatifs à la TVA et de bénéficier d'une dispense des amendes usuelles.

- Plan de paiement du précompte professionnel : il sera possible de répartir les versements relatifs au précompte professionnel et de bénéficier d'une dispense des amendes usuelles, sous les mêmes conditions.
- Plan de paiement de l'impôt des personnes physiques/impôt sur les sociétés : dans la mesure où il est démontré que le contribuable rencontre des difficultés de paiement liées au Covid-19, il lui est possible de demander un report des paiements pour l'impôt des personnes physiques et de l'impôt sur les sociétés.
- Réduction des versements anticipés des indépendants : si un indépendant estime, en cours d'année, que ses revenus sont inférieurs à ceux qui ont servi de base au calcul de la cotisation, il peut demander une réduction des cotisations.
- Report ou dispense de paiement des cotisations sociales des indépendants : pour les cotisations sociales des deux premiers trimestres de l'année 2020, le report d'un an sans intérêt de retard ainsi que la dispense de paiement des cotisations sociales seront autorisés. Encore une fois, pour ce faire, il y a lieu de démontrer que les difficultés sont en lien avec le Covid-19.
- Obtention d'un revenu de remplacement en faveur des indépendants (droit passerelle) : sous la même condition, un indépendant qui exerce son activité à titre principal pourra bénéficier du droit passerelle au motif de cessation forcée d'activité, dès lors que cette cessation dure plus d'une semaine. Le montant de l'aide financière s'élève à 1 266,37 euros par mois en l'absence de charge de famille et de 1 582,46 euros par mois en cas de charge de famille.
- Flexibilité dans l'exécution des marchés publics fédéraux : l'État fédéral n'appliquera pas de pénalités ou de sanctions à l'encontre des prestataires, entreprises et indépendants pour tous les marchés publics fédéraux pour autant qu'il soit démontré que le retard ou le défaut d'exécution trouve son origine dans le Covid-19.
- Report de paiement et système de garantie : le gouvernement fédéral a élaboré, à l'initiative du ministre des Finances et avec le soutien de la Banque nationale de Belgique, un accord avec le secteur financier. Cet accord se compose de deux piliers :
 - Le secteur financier s'engage à fournir aux entreprises non financières et aux indépendants viables ainsi qu'aux emprunteurs hypothécaires qui connaissent des problèmes de paiement en raison de la crise du coronavirus, un report de paiement jusqu'au 30 septembre 2020 sans imputation de frais.
 - Le pouvoir fédéral va activer un régime de garantie pour l'ensemble des nouveaux crédits et des nouvelles lignes de crédit d'une durée maximale de 12 mois que les banques octroient aux entreprises non financières et aux indépendants viables. Cela assurera le maintien du financement de l'économie. Le montant total de la garantie s'élève à 50 milliards d'euros.

• Danemark

Politique monétaire : le 13/03 mise en place d'une facilité de prêt permettant des prêts à -0,5% sur une semaine. Effectif dès le 20/03/20 et maintenu aussi longtemps que nécessaire.

Supervision bancaire : suspension du matelas contra-cyclique avec effet immédiat.

Politique budgétaire : DKK 2,8 mds débloqués pour soutenir l'économie.

L'objectif d'émission d'obligations d'État pour 2020 a été augmenté de DKK 75 mds à DKK 125 mds ; le programme de bons du Trésor est élargi.

Le 17/03, la Suède et le Danemark ont annoncé le financement de USD 300 mn de garanties de prêt à la compagnie aérienne scandinave SAS (détenue respectivement à 14,82% et 14,24% par les gouvernements suédois et danois).

Le 19/03 : la Banque centrale danoise a relevé son taux d'intérêt directeur à -0,6% alors qu'il se trouvait à son plus bas niveau jamais atteint (-0,75%) dans le but d'atténuer les pressions baissières sur la couronne danoise liées à son peg sur l'euro.

Le 20/03 : la Banque centrale européenne (BCE) et la Danmarks Nationalbank ont réactivé, à compter de cette date, un accord de devises (ligne de swap) et porté de EUR 12 mds à EUR 24 mds le montant maximum pouvant être emprunté par la Danmarks Nationalbank. Cet accord restera valable aussi longtemps que nécessaire. Cette réactivation a pour objectif de permettre à la Danmarks Nationalbank de fournir des liquidités en euros aux institutions financières danoises.

• Finlande

Supervision bancaire : le 17/03, le superviseur a abaissé le matelas contra-cyclique en espérant augmenter la capacité de prêt des banques de EUR 52 mds.

Politique budgétaire : le 16/03, un groupe de travail a été constitué pour proposer des mesures de soutien au marché du travail.

Le gouvernement devrait discuter du montant alloué à la gestion de la crise le 20/03, ce dernier devrait inclure des mesures de soutien aux entreprises d'un montant de EUR 5 mds.

• Suède

Politique monétaire :

Le 16 mars, la Riksbank a annoncé le rachat pour 300 mds de couronnes supplémentaires de titres pour l'année 2020 ; le 13 mars, la Riksbank a débloqué SDK 500 mds (USD 51 mds) de prêts à un taux de 0% aux entreprises suédoises via les banques. Le gouverneur se dit prêt à mettre en place des mesures d'assouplissement plus conséquentes si nécessaire.

Le 23 mars, Riksbank va mettre SEK 400 mds à disposition des banques sous forme de prêts (taux équivalent au repo : 0% et maturité de 2 ans) pour les encourager à accroître leurs prêts aux entreprises. Cette opération aura lieu entre le 27 mars et le 17 avril.



Politique budgétaire : le 16 mars, le gouvernement suédois a annoncé le lancement d'un package de mesures à hauteur de SDK 300bn (USD 31 mds) incluant le coût de tous les arrêts maladie assumés par les entreprises pour les mois d'avril et de mai.

Le gouvernement offre également aux entreprises la possibilité de reporter le paiement de leurs impôts et de la TVA et ce de façon rétroactive pour toute l'année 2020. Cette seule mesure devrait coûter SDK 300 mds.

Le gouvernement suédois annonce que des garanties de prêts d'un montant maximal de SDK 5 mds (USD 504 mn) seraient octroyées aux compagnies aériennes dont SDK 1,5 mds à la compagnie aérienne SAS.

Supervision bancaire : le 19/03, le superviseur suédois recommande aux banques d'annuler le paiement des dividendes.

• Grèce

20/03 : l'association bancaire grecque a déclaré que les établissements de crédit accorderaient aux emprunteurs particuliers, durement frappés par la crise du coronavirus, un moratoire de trois mois sur les remboursements de prêts.

• Hongrie

Report de toutes les échéances de dettes pour les entreprises et les particuliers jusqu'à la fin de l'année, baisse des cotisations sociales ciblées sur les secteurs les plus affectés (tourisme, services). D'autres mesures suivront.

• Islande

Politique monétaire : le 13/03, la banque centre a abaissé son taux de dépôt à 7 jours de 50 pb à 2,25%. Le 18/03, la banque centrale a de nouveau abaissé son taux de dépôt à 7 jours de 50 pb à 1,75%.

Politique budgétaire : ISK 40 mds de bons du Trésor supplémentaires seront émis au T2 de 2020.

• Pologne

PLN 212 mds (EUR 57 mds) pour financer des mesures de chômage partiel, le report du paiement des cotisations sociales par les entreprises, ainsi que des dépenses additionnelles en infrastructures et santé ; baisse du taux directeur de 50 pb à 1% ; la banque centrale polonaise a déclaré sans précisions soutenir la liquidité de ses banques (repo) et du marché obligataire souverain (par achat de titres).

• Portugal

18/03 :

- Les établissements de crédit portugais examinent avec le gouvernement l'introduction d'un mécanisme d'allègement de la dette pour les ménages et les entreprises frappées par l'épidémie de coronavirus ;
- Stimulus budgétaire de EUR 9,2 mds (4% du PIB) dont :
 - EUR 3 mds de garanties bancaires dont 1/3 réservé aux PME
 - EUR 5,2 mds provenant du report des paiements d'impôts et de charges sociale.

- Remboursement des salaires à hauteur de 2/3 du salaire total.

19/03 :

- Le Portugal a lancé un programme de relance d'un montant de EUR 9,2 mds en vue de soutenir son économie, dont EUR 1 md de fonds versés aux ménages et EUR 3 mds sous forme de garanties publiques.
- Le package budgétaire est encore à l'heure actuelle de faible ampleur. En effet, le pays n'est qu'à un stade précoce de l'épidémie puisqu'il n'a recensé, à l'heure actuelle, que 448 cas de contamination dans le pays. Un programme de soutien beaucoup plus conséquent est donc à prévoir dans les prochains jours.
- Un décret présidentiel a instauré de nouvelles conditions au moratoire sur la dette permettant un report jusqu'à 6 mois du remboursement des prêts aux entreprises et au logement. La mesure implique près de 20 millions d'euros de paiements et n'est valable que pour les clients en situation régulière.
- En outre, le communiqué du Conseil des ministres indique que, "afin de soutenir le maintien des emplois et d'éviter les licenciements pour des raisons économiques", la loi (connue sous le nom de licenciement simplifié) "stipule que pendant la période de réduction ou suspension de l'activité, ainsi que dans les 60 jours suivant son application, l'employeur ne peut résilier le contrat de travail, par licenciement collectif ou par cessation d'activité, à l'encontre des travailleurs couverts par les mesures de soutien".

• République Tchèque

Deux baisses du taux directeur, d'abord de 50pdb, puis de 75 pdb, le conduisant à 1%.

• Roumanie

Programme à hauteur de 2% du PIB prévoyant des mesures de chômage partiel, des crédits garantis aux entreprises, ainsi que le report des échéances fiscales dues par les entreprises dans les 2 prochains mois ; baisse du taux directeur de 50 pb à 2%.

• Royaume-Uni

- Plan d'urgence de GBP 12 mds (dont GBP 5 mds pour le *National Health System*) destiné à lutter contre le coronavirus. Ce montant s'ajoute aux GBP 18 mds de dépenses additionnelles déjà inscrites au budget, pour un montant total de GBP 30 mds (1,4% du PIB).
- Au-delà des prêts ciblés impulsés par la BoE, les PME devraient aussi bénéficier de reports de charges ainsi que de garanties publiques sur les crédits de trésorerie.
- Mise en place du « *Covid 19 Corporate Financing Facility* » (CCFF) : achats via la BoE de *commercial papers* destinés à financer le BFR des entreprises (paiement des salaires, loyers, fournisseurs,...). Maturités : 1 semaine à 12 m ; taux : OIS + *spread* « proche de celui antérieur à la crise ».



- **Slovénie**

Le gouvernement a annoncé un plan de relance de EUR 1 md (soit environ 2% du PIB) dont :

- EUR 600 mn proviennent des mécanismes financiers de SID Banka, qui fournira en plus EUR 200 mn.
- EUR 115 mn alloués aux petites et moyennes entreprises par le fond slovène pour les entreprises.
- EUR 51 mn seront versés aux entreprises pour aider au financement des licenciements temporaires (l'État supportera la compensation salariale à hauteur de 40%).

- **Ukraine**

Baisse de 50 pb à 10%.

Europe hors UE :

- **Norvège**

Politique monétaire : baisse du taux d'intérêt directeur de la Norges Bank de 50 pb à 1% ; offre de liquidité accrue à travers des prêts à 3 mois aux banques ; la Norges Bank augmente ses achats de couronnes norvégiennes de NOK 500 mn (EUR 49 mn) à NOK 1,6 mds (EUR 137 mn) par jour.

18/03 :

Les directives de la Norges Bank relatives au nantissement de titres en garantie des prêts qu'elle accorde (Circulaire 1/2016) seront temporairement réexaminées. Les changements prennent effet immédiatement :

- L'encours minimum requis de titres libellés en NOK, émis par une entité privée, est ramené à NOK 100 millions.
- L'encours minimum requis de titres libellés en devises étrangères, émis par une entité privée, est ramené à l'équivalent de EUR 50 millions.
- Concernant les titres autres que les titres de la dette publique norvégienne, le plafond de 20 % de l'encours (ISIN) de l'émission est levé. Il n'y a pas de montant maximum sur la sûreté qu'un emprunteur peut remettre en nantissement par ISIN.
- Les titres en NOK garantis par les collectivités locales ne sont soumis à aucune exigence en matière de note de crédit.

19/03 :

- La Norges Bank offrira des prêts F (prêts à taux d'intérêt fixe et à échéance définie) exceptionnels, à une semaine, un mois, trois mois, six mois et douze mois.
- La Norges Bank alloue NOK 7,95 mds de prêts exceptionnels aux banques dans le cadre d'un nouveau programme sur 12 mois.

- 20/03/20 : Norges Bank abaisse à nouveau son taux directeur à 0,25% (après une première baisse de 1,5% à 1% décidée le 13/03).

Supervision bancaire :

- Recommandation à l'adresse du Ministre des Finances de réduire le matelas contra-cyclique de 2,5% à 1% avec effet immédiat.
- 25/03/20 : le superviseur recommande au gouvernement d'interdire aux banques de verser des dividendes au titre de 2019 jusqu'à nouvel ordre.

Politique budgétaire : le gouvernement norvégien s'est engagé dimanche 15 mars à offrir NOK 100 mds (EUR 8,5 mds) de financement aux entreprises norvégiennes sous forme de garanties d'emprunt (NOK 50 mds) pour les compagnies de taille petite à moyenne et d'émissions obligataires (NOK 50 mds) pour les grandes entreprises émettrices d'obligations ; des discussions sont en cours entre le ministère de l'industrie et des transports et les compagnies aériennes pour débloquer des financements.

- **Russie**

Conformément à la règle budgétaire en vigueur, le fonds souverain sera utilisé pour assurer une certaine stabilité des recettes budgétaires.

- **Turquie**

- Baisse du taux directeur de 100 pb à 9,75% ;
- Mesures de la banque centrale : soutien (illimité) à la liquidité des banques ; baisse de 500 pb du coefficient de réserves obligatoires sur les dépôts en devises (libérant USD 5,1 mds) ; allongement des maturités de 90 jours des dettes corpus (réescompte) arrivant à échéance entre mars et juin (USD 7,6 mds USD).
- Allongement des maturités maximales des nouvelles opérations de réescompte à venir (de 120 à 240 jours par exemple pour les opérations de court terme).

Asie :

- **Chine**

Pour rappel : PIB total en 2019 = arrondi à RMB 100 000 mds = USD 14 300 mds.

Les mesures répondent à deux objectifs principaux :

- Apporter un soutien immédiat aux entreprises, éviter les faillites et les défaillances, et limiter les risques d'instabilité du secteur financier.
- Stimuler l'activité pour encourager un rebond rapide. Les annonces les plus récentes montrent que le deuxième objectif est de plus en plus important pour Beijing, qui demande aux collectivités locales d'apporter leur contribution.

D'autres mesures d'incitation monétaires et budgétaires sont attendues dans les prochaines semaines/les prochains mois.

Mesures de politique monétaire :

- Baisses des taux d'intérêt modérées à ce stade (taux MLF - facilité de prêt à moyen terme - : à 3,15 % contre 3,25 % à la fin de 2019/*Loan prime rate* : à 4,05 % contre 4,15 % à la fin de 2019).
- Injections de liquidités à court terme pour répondre à la demande.
- Réduction du taux des réserves obligatoires : baisse visée de -50/200 pb, le 16 mars, pour certaines banques (déblocage de fonds à hauteur de RMB 550 mds, destinés aux prêts aux entreprises frappées par le Covid-19). Il existe plusieurs taux de réserves obligatoires dans le secteur bancaire (pour les plus grandes banques, ce taux était égal à 12,5 % avant la dernière baisse).
- Programme de *relending* (RMB 700 mds) : pour soutenir les PME et les entreprises directement frappées par le Covid-19.
- Programmes de prêts spéciaux lancés par des banques stratégiques (RMB 350 mds) et destinés à des entreprises privées et des PME.
- Directives d'encadrement du crédit (« *Window guidance* ») données aux banques pour aider les entreprises, refinancer des crédits et accorder des moratoires au titre du remboursement des prêts.
- Assouplissement des règles de gestion des risques pour les banques. Maintien, dans le même temps, des règles visant à durcir la supervision du secteur bancaire parallèle (*shadow banking*).
- Assouplissement des règles relatives à l'émission d'obligations d'entreprises et à la vente d'actions sur les marchés locaux.

Mesures de politique budgétaire :

- Investissements publics : les quotas d'émission d'obligations nationales par les collectivités locales ont été relevés : les nouvelles émissions obligataires autorisées par les collectivités locales, dont le produit doit être investi principalement dans des projets d'infrastructure, s'élèvent à RMB 850 mds (montant qui vient s'ajouter à celui de RMB 1 000 mds, initialement autorisé pour 2020). Le plan de relance reposant sur des investissements publics devrait monter en puissance à court terme.
- Dépenses budgétaires pour soutenir le secteur de la santé (RMB 110 mds dans un premier temps).
- Aide directe aux entreprises : exonérations fiscales temporaires, exonérations de charges de protection sociale (RMB 500 mds), baisses des tarifs de l'électricité (de 5 %).

- Baisses d'impôts en vue de soutenir l'investissement des entreprises et la consommation des ménages : les dispositifs d'incitation sont peu nombreux jusqu'à présent, mais ils vont probablement se renforcer dans les semaines à venir.

Exemples de mesures adoptées par les collectivités locales :

- Baisse du coût du foncier urbain.
- Chèques à la consommation.

• Corée du Sud

Le gouvernement a annoncé un ensemble de mesures destinées à soutenir les PME, les secteurs les plus directement touchés (commerce et tourisme), l'emploi (banalisation du chômage partiel, compensation des entreprises pour les parents devant s'occuper de leurs enfants et ne pouvant se rendre sur le lieu de travail), un soutien à la consommation (via diverses réductions de taxes sur l'achat d'une nouvelle voiture par exemple ainsi que des « chèques culture » afin de soutenir les cinémas, théâtres, etc.).

Il est très probable que de nouvelles mesures soient annoncées dans les jours à venir. Par ailleurs, la Banque centrale chinoise a tenu lundi 16 mars une réunion exceptionnelle, au cours de laquelle a été décidée une réduction du taux directeur de 50 pb, à 0,75%.

• Hong Kong

Hong Kong connaîtra sa deuxième année de récession en 2020.

Le territoire n'a pas de politique monétaire autonome (le dollar de Hong Kong est rattaché au dollar américain). À noter, néanmoins, un plan massif de relance budgétaire = HKD 120 mds, soit 4,1 % du PIB, au titre de l'année fiscale 2020-2021 (contre un plan de HKD 36 mds au cours de l'année 2019-2020). Le gouvernement de Hong Kong dispose des ressources nécessaires pour financer ce plan (ses réserves budgétaires représentent en effet 40 % du PIB).

Mesures prises :

- Versement d'un montant en numéraire de HKD 10 000 à chaque adulte résident permanent à Hong Kong (coût = HKD 71 mds).
- Remises d'impôts et subvention des services publics.

En 2019-2020, Hong Kong accusera son premier déficit budgétaire en 15 ans (1,3 % du PIB). Pour 2020-2021, le déficit est prévu à hauteur de 4-5 % du PIB.

• Inde

- Des opérations de swap et d'open market pour faire face aux problèmes de liquidités en USD et en roupies. Pas de baisse de taux à ce jour ni d'annonces budgétaires.
- Annonce d'un plan économique de relance de 1.7 trillions de roupies (0,8% du PIB) débloqués sous la forme de versement en argent liquide ou par le biais d'aides



alimentaires afin d'aider les millions de pauvres touchés par le confinement du pays.

- **Indonésie**

- IDR 120 trn (0,8% du PIB) pour soutenir l'activité et suspension des taxes pour les entreprises.
- Le 19/03 : la banque centrale vient d'abaisser ses taux de 25 pb à 4,5%.
- Le 23/03 : le gouvernement indonésien a demandé au parlement de lever le plafond de déficit budgétaire, fixé à 3% du PIB, afin qu'il puisse soutenir l'économie. A ce jour, l'ensemble des mesures déjà annoncées s'élève à 1% du PIB.

- **Kazakhstan**

- Hausse des taux de 275 pb pour soutenir le tengge face au risque de dépréciation conjointement à la baisse des prix du pétrole (10/03) et assouplissement des règles prudentielles bancaires (16/03).
- Annonce de prêts à des taux préférentiels pour les entreprises pour un montant de USD 920 millions (0,5% du PIB).

- **Malaisie**

- Baisse des taux directeurs le 03/03 (-25 pb).
- Le nouveau gouvernement vient d'être constitué.
- 24 mars : annonce d'un plan de soutien budgétaire de USD 4,8 mds (1,3% du PIB).

- **Philippines**

Le taux directeur a été abaissé de 25 pb, à 3,75% au cours de la dernière réunion (début février).

- **Singapour**

Plan représentant 1,3% du PIB avec des mesures de soutien aux secteurs affectés par le Covid19 ; baisses d'impôts et des dépenses dans le secteur de la santé.

- **Taiwan**

L'impact du Covid-19 est jusqu'à ce jour limité, la crise sanitaire ayant été bien gérée depuis le début.

L'orientation de la politique monétaire/budgétaire était déjà accommodante avant l'apparition du virus.

Programme budgétaire de faible envergure visant à aider les industries touchées par l'épidémie de Covid-19 (0,3 % du PIB).

Légère baisse du taux directeur le 19 mars (-25 pb à 1,125 %).

- **Thaïlande**

Un plan de relance a également été annoncé, et les mesures sont principalement à destination des PME et des secteurs les plus touchés (principalement le tourisme). Le taux directeur avait été baissé (de 25 pb, à ,.0%) lors de la dernière réunion (début février).

- **Vietnam**

- 3 mars 2020 : Le gouvernement annonce vouloir mettre en place un plan de relance d'un total de USD 1,16 mds (soit 27 trillions de dong) ce qui correspond à 0.5% du PIB. Rien n'a officiellement été mis en place à ce jour. Le gouvernement rédige un décret qui permettra aux entreprises impactées par la crise de retarder leur paiement de TVA (USD 970 millions) et les loyers (USD 190 millions) jusqu'à juin. Par ailleurs les projets de partenariats public-privé concernant la construction d'infrastructures routières vont être transformés en investissements publics.
- 13 mars 2020 : le gouvernement permet aux banques de reporter les délais de remboursement, d'autoriser les retards de paiements de capital et d'intérêt, de réduire voire de renoncer aux frais de transaction/paiement et même d'accorder de nouveaux prêts aux entreprises impactées par la crise via un programme de crédit préférentiel (qui pourrait atteindre USD 12,3 mds).
- 17 mars 2020 : State Bank of Vietnam (SBV) a baissé le taux de refinancement de 100 pb à 5.0%. La Banque Centrale a diminué le taux d'escompte de 50 pb à 3.5%. Ces décisions sont en lien avec les politiques de réduction des taux menées par la Fed.

Amérique latine :

- **Argentine**

Mesures visant à préserver le revenu du travail et des ménages :

- Exonération des charges sociales pour les secteurs économiques particulièrement affectés par le choc lié à l'épidémie de Covid-19, dont les loisirs, le tourisme, mais aussi pour les entreprises confrontées à la rupture des chaînes d'approvisionnement.
- Élargissement des programmes spécifiques déjà en place pour protéger la main-d'œuvre.
- Augmentation des indemnités de chômage.

Mesures visant à protéger les catégories de population jugées vulnérables :

- Versements exceptionnels au profit des personnes percevant des aides sociales spécifiques et des pensions peu élevées.
- Report des échéances de la dette due à l'Anses (avril et mai) pour les retraités et les allocataires de l'aide sociale.
- Accroissement de l'offre de denrées alimentaires dans les établissements publics.

Investissements publics :

- Le budget des travaux publics a été augmenté à hauteur de ARS 100 mds (0,4 % du PIB).

- Réintroduction de prêts financés par l'État pour la construction de logements neufs ou de travaux de rénovation dans l'ancien.
- Contrôles des prix : les prix de biens spécifiques seront plafonnés (dont les denrées alimentaires, les produits d'hygiène, les fournitures médicales et pharmaceutiques) pendant au moins 30 jours. Les prix resteront bloqués aux niveaux du 6 mars 2020. Les industries seront invitées à accroître temporairement la production pour faire face à l'augmentation en cours de la demande.
- Financement des secteurs productifs : un montant de ARS 350 mds (1,3 % du PIB) sera destiné à garantir la production et l'offre de produits de base.
- Nouvelle ligne de financement, devant être fournie par les banques, d'un montant de ARS 320 mds pour le fonds de roulement des entreprises, à des taux bonifiés (26 %) et pendant un délai de 180 jours.
- Lancement, par Banco Nacion, d'un programme de nouveaux financements, pour un montant de ARS 25 mds, destinés à des secteurs économiques spécifiques.
- Deux autres lignes de financement, d'un montant plus modeste, destinées aux entreprises mettant en œuvre des initiatives de télétravail et aux infrastructures industrielles.
- Programme de financement subventionné de biens de consommation.
- Restrictions des exportations de fournitures médicales.
- Nouveau programme visant à encourager la production de fournitures médicales.
- Accélération des remboursements aux exportateurs de biens industriels.

• Brésil

Politique monétaire :

16/03 :

- Assouplissement des ratios de fonds propres des banques (à hauteur de BRL 56 mds) : cette mesure devrait permettre de dégager un montant potentiel de BRL 637 mds pour le financement de prêts.
- Assouplissement des provisions pour créances irrécouvrables pendant les six prochains mois afin de permettre aux banques de consentir des prêts plus importants et à de meilleures conditions (ex : rallongement des échéances lors du refinancement), à hauteur de BRL 3 200 mds (~USD 640 mds), aux entreprises et aux ménages.

18/03 :

- Baisse des taux par la BCB à un plus-bas historique de 3,75 %. Cette mesure vient compléter l'abaissement du

taux des réserves obligatoires, introduit la semaine dernière. Intervention sur le marché des changes : la BCB a procédé à la vente de USD 830 millions en deux opérations sur le marché des changes spot, dans le cadre de l'intervention annoncée, la semaine dernière, de USD 3 mds (le BRL a perdu environ 25 % depuis le début de l'année, face à l'USD).

- Intervention sur le marché obligataire : annonce d'un programme mené avec le Trésor et portant sur le rachat d'obligations souveraines libellées en dollars et détenues par des banques brésiliennes, pour un montant d'environ USD 31 mds.

Politique budgétaire :

17/03 :

- Programme de BRL 147,3 mds, soit env. 2 % du PIB (env. USD 30 mds au taux de change actuel). Seule une partie, estimée à BRL 32 mds (env. USD 6,5 mds), nécessitera de nouvelles ressources.
- Plan d'aide de BRL 83,4 mds (env. USD 17 mds) destiné aux populations vulnérables, dont les personnes âgées et les pauvres.
- Versement anticipé des primes de Noël pour les retraités, avancement au mois de mai de la date du deuxième versement du 13^e mois devant être versé aux retraités et pensionnés.
- Transfert des fonds non réclamés au titre des cotisations de sécurité sociale au Fonds d'assurance-chômage pour les Brésiliens (FGTS) ; principalement au titre de primes sur salaires.
- Inclusion d'un million de Brésiliens supplémentaires dans le programme d'allocations familiales « Bolsa Familia » (BRL 3,1 mds).
- BRL 59,4 mds (env. USD 12 mds) d'incitations/exonérations fiscales temporaires pour protéger l'emploi.
- Suspension pendant trois mois du prélèvement unique au titre du régime Simples Nacional, qui regroupe une série d'impôts (concerne 4,9 millions d'entreprises), soit une exemption temporaire de BRL 22,2 mds environ. Le paiement de l'impôt sera reporté au S2 2020.
- Déblocage de BRL 5 mds sur le Fonds d'aide aux travailleurs (FAT) en faveur de banques publiques chargées d'accorder des crédits/prêts au titre du fonds de roulement aux micro, petites et moyennes entreprises.
- Mesures d'un montant de BRL 4,5 mds (env. USD 900 millions) en vue de combattre la pandémie.
- Annulation des droits de douane à l'importation sur les produits médicaux et équipements hospitaliers.
- Exemption temporaire de l'IPi (impôt sur les produits industriels) applicable aux biens produits localement ou

importés, qui sont nécessaires pour lutter contre la pandémie du Covid-19.

18/03 :

- Annonce selon laquelle la dette des compagnies aériennes nationales sera renégociée (sans autres détails).
- Aide à 18 millions de travailleurs indépendants et informels : BRL 15 mds (env. USD 3 mds, 0,2 % du PIB) sur les quatre prochains mois sous forme de « chèque coronavirus » (cette mesure ne pourra être mise en œuvre que si le Congrès déclare l'état d'urgence permettant de suspendre l'objectif de déficit).

• Chili

Un plan de relance (5% du PIB) a été annoncé ; les mesures ressemblent à celles des autres pays : soutien au secteur de la santé, protection de l'emploi, soutien aux PME.

La banque centrale a également annoncé une baisse de son taux directeur de 75 pb, à 1,0%. Une ligne de financement d'urgence à destination des PME a également été ouverte, et des mesures de provision de liquidités aux banques annoncées. Des mesures semblables ont été annoncées au Pérou.

• Colombie

Politique monétaire :

18/03 :

- Apport de davantage de liquidités, à la fois en pesos (COP) et en dollars (inclus les mesures prises le 12 mars). La banque centrale va adjuger des swaps à hauteur de USD 400 m et étendra l'éligibilité aux fonds de pensions et fonds d'indemnisation.
- Accès aux opérations de prises en pension et à la fenêtre d'escompte étendu aux fonds monétaires gérés par l'intermédiaire de sociétés de gestion (fiducies, sociétés de bourse et gestionnaires d'investissements).
- Allongement de la maturité des opérations de liquidité (prises en pension) utilisant des instruments de dette privée comme collatéral de 30 à 90 jours et des prises en pension avec instruments de dette publique de 1 à 60 jours.
- Montant des adjudications de prises en pension adossées à des instruments de dette privée porté de COP 5 trillions (env. USD 1,2 md) à COP 8 trillions (env. USD 1,9 mds) ; pour les opérations de prises en pension de dette publique, montant porté de COP 12 trillions (environ USD 2,8 mds) à COP 14 trillions (env. USD 4 mds).
- Nouveau mécanisme de couverture des changes à travers l'emploi de USD 1 md sous la forme de contrats à termes non livrables à 1 mois.

- Aucune décision concernant le taux directeur maintenu à 4,25 % (pour protéger la devise qui s'est dépréciée d'environ 15 % en une semaine).

Politique budgétaire

18/03 :

- Dispositif d'environ USD 15 mds (soit approximativement 4 % du PIB) (Note : pas de recours aux marchés, USD 12,1 mds seront fournis par le Fonds d'épargne et de stabilisation ; USD 2,7 mds proviendront du fonds de retraite national des autorités locales).
- Au maximum, USD 48 mds pourraient être prélevés sur les caisses de l'État pour contrôler l'impact économique du Covid-19 (montant susceptible d'être révisé compte tenu du cours actuel du pétrole ; chaque baisse de 1 dollar du prix du baril coûte au gouvernement entre USD 300 millions et USD 400 millions).

Parmi les 10 initiatives présentées :

- Remboursement de la TVA à un million de familles en avril de cette année.
- Augmentation du montant des transferts aux familles (2,6 millions de foyers, environ 200K aux jeunes et 500K aux personnes âgées en deçà d'un certain seuil de revenus)
- Aide financière aux ménages, PME et grandes entreprises confrontées à des difficultés financières. Reports de paiement sur 2 mois.
- Garanties de lignes de crédit pour aider les petites entreprises à protéger l'emploi et réduire les risques de licenciements en masse.
- Franchise de TVA sur les importations de matériel de santé nécessaire à traiter et combattre le Covid-19.
- Reconnexion des foyers déconnectés du réseau d'approvisionnement en eau pour factures impayées.
- Dépenses pour combattre la pandémie (augmentation du budget du ministère de la Santé pour financer l'acquisition de matériel médical et accroître la capacité de dépistage).

• Équateur

Le gouvernement a annoncé de nouvelles lignes de crédit de USD 80 m de la CAF, la BID et la Banque mondiale destinées à l'équipement hospitalier et à l'amélioration de l'infrastructure de santé. Par ailleurs, le président a annoncé la restructuration des échéances avec la banque publique, la suspension des charges patronales pendant 3 mois, la possibilité de restructuration des dettes avec le secteur financier privé (60 jours) et le report de l'impôt sur les sociétés (60 jours pour les entreprises). Par ailleurs, Fitch a dégradé le pays (à CCC).



- **Paraguay**

Baisse du taux directeur de 50 pb à 3,25%. Pas d'annonce budgétaire pour le moment.

- **Pérou**

L'état d'urgence sanitaire a été déclaré. Les mesures annoncées pour le moment, destinées à aider le secteur médical principalement, sont de très faible ampleur. On ne peut pas à ce stade parler de plan de relance.

Afrique du Nord et Moyen-Orient :

- **Arabie Saoudite**

Plan de relance économique de l'Arabie saoudite :

- SAR 50 mds (USD 13,3 mds) dans le cadre du Plan de soutien financier au secteur privé => soit environ 1,5 % du PIB.
- Dépôt d'un montant d'environ SAR 30 mds auprès des banques et sociétés de financement afin de couvrir le report des paiements des PME au secteur financier (banques et sociétés de financement) pendant une période de six mois à compter de sa réalisation."
- Apport de financements concessionnels à hauteur d'environ SAR 13,2 mds à l'intention des PME, pour l'octroi de prêts aux PME de banques et sociétés de financements.
- Dépôt d'un montant de SAR 6 mds à l'intention des banques et compagnies d'assurance pour permettre aux assureurs (banques et compagnies d'assurance) d'exonérer les PME des coûts de financement du Programme KAFALA afin de réduire les coûts de financement des entités éligibles à ces garanties durant l'exercice 2020 et soutenir l'expansion des financements.

Le gouvernement a convenu de réduire de SAR 50 mds (USD 13,3 mds) le montant des dépenses budgétaires, soit moins de 5 % du total de l'exercice.

Le ministère des Finances a par ailleurs annoncé un soutien de SAR 70 mds (USD 18,6 mds) au secteur privé, en complément des SAR 50 mds annoncés par la banque centrale, SAMA, la semaine dernière. Le dispositif du ministère des Finances prend la forme d'exonérations et de reports de redevances à verser aux pouvoirs publics.

Le taux des prises en pension a été abaissé de 75 pb à 1,00 %.

- **Bahrein**

Le taux des dépôts à une semaine a été abaissé de 75 pb. Le ministère des Finances a annoncé un financement de BHD 4,3 mds (USD 1,4 md, soit 30,1 % du PIB) couvrant essentiellement l'exonération des factures d'électricité et d'eau des particuliers et des entreprises pendant un trimestre à compter d'avril.

- **Egypte**

L'Égypte prolonge son aide aux industries et abaisse les prix des produits énergétiques.

Le gouvernement égyptien a pris le 17 mars 2020 un ensemble de mesures de soutien à l'économie, avec notamment :

- l'instauration d'un prix unique et l'abaissement du prix du gaz naturel pour les industries à 4,5 USD par million de BTU.
- la réduction du prix de l'électricité pour les industries lourdes et moyennes à hauteur de 0,10 EGP, à 1,08 EGP par kWh.
- le gel du prix de l'électricité pour les autres secteurs d'activités à leur niveau actuel pour 3 à 5 ans.
- l'octroi de EGP 1 M aux exportateurs en mars et avril 2020 en remboursement des subventions en retard, plus 10 % à verser en numéraire en juin, le report de la taxe foncière des usines et installations touristiques pour une période de 3 mois.
- l'imposition de plusieurs règles de marché et l'exemption définitive des non-résidents de l'impôt sur les plus-values et la levée de toutes les saisies administratives des actifs des contribuables en échange du versement de 10 % des montants dus et du règlement des litiges avec le fisc. Vous trouverez un commentaire détaillé de ces mesures dans notre Note de stratégie du 18 mars 2020. Coût estimé des mesures à 2 % du PIB.

Le Comité de politique monétaire réuni en comité extraordinaire le 16 mars 2020 a décidé d'abaisser le taux des dépôts au jour le jour, des prêts et des opérations principales à hauteur de 300 pb, à respectivement 9,25 %, 10,25 % et 9,75 %. Le taux d'escompte a été abaissé aussi de 300 pb, à 9,75 %. => baisse du service de dette estimé à 0,1 % du PIB en FY20 (jusqu'à juin 2020) et 0,3 % en FY21 : estimation très aléatoire étant donné la transmission incomplète de la baisse du taux CBE vers le taux des *Tbills*.

Amer a déclaré en outre que la banque centrale prolongeait la maturité de l'ensemble des prêts bancaires d'une durée de six mois. Cette prolongation s'applique de la même façon que l'emprunteur soit une PME, une grande entreprise ou un particulier.

L'Égypte a baissé lundi le taux des dépôts au jour le jour de 300 pb afin d'atténuer le ralentissement économique attendu dans le contexte de la pandémie de Covid-19. Dans les circonstances actuelles, une forte hausse de l'activité de prêt paraît hautement improbable. Toutefois, le gouvernement sera en mesure d'émettre de nouveaux financements à des taux plus bas.

Égypte : un nouveau dispositif de EGP 6 mds (USD 380 M) a été annoncé dimanche pour combattre l'impact économique du Covid-19. Le gouvernement a déjà alloué des fonds de soutien au secteur privé, dont :

- EGP 100 mds de prêts subventionnés à 10 % à l'intention du secteur industriel privé.

- EGP 50 mds apporté par la banque centrale pour soutenir les hôtels affectés.
- Un programme de rachat de la banque centrale de EGP 20 mds pour ralentir la baisse des marchés boursiers. Le principal indice de marché, l'EGX 30, a perdu près de 4 000 points depuis le début de la pandémie.
- Une hausse annuelle des retraites de 14 % à compter de juillet (début de l'exercice budgétaire 2020/2021) ;
- Un montant de EGP 27,6 mds à l'intention de 2,4 millions de foyers.

• Émirats Arabes Unis (EAU)

Plan de relance des EAU :

- AED 100 mds (USD 27 mds, soit environ 7 % du PIB) ;
- AED 50 mds de prêts garantis à taux zéro pour toutes les banques basées dans les EAU.
- Libération d'un matelas de AED 50 mds de fonds propres réglementaires pour renforcer la capacité de prêt des banques.
- Moratoire de six mois pour les banques locales sur les remboursements de capital et d'intérêt des prêts existants aux entreprises et particuliers touchés par l'impact du Covid-19.
- Toutes les banques pourront utiliser jusqu'à 60 % du matelas de fonds propres réglementaires et celles considérées par la banque centrale comme revêtant une importance systémique pourront utiliser jusqu'à 100 % de leur matelas supplémentaire pour importance systémique.
- Pour faciliter l'accès aux financements, la banque centrale des EAU a abaissé le montant de fonds propres réglementaires que les banques doivent détenir sur leurs prêts aux PME de 15 % à 25 %.
- Conditions plus favorables sur les prêts hypothécaires consentis aux primo-accédants, le ratio LTV applicable pour l'accession à la propriété a été relevé de 5 %.
- Les banques pourront augmenter leur exposition aux prêts immobiliers. Dans son communiqué de presse, la banque centrale des EAU déclare : « *lorsque l'exposition atteint 20 % du portefeuille de prêts des banques (en % des actifs pondérés), les banques seront autorisées à porter ce pourcentage à 30 %, mais devront détenir davantage de fonds propres réglementaires.* »
- Baisse des frais bancaires facturés aux petites entreprises.

Le taux des certificats de dépôt à une semaine a été abaissé de 75 pb, le taux des prises en pension a été laissé inchangé, à 1,50 %.

Le gouvernement a approuvé un nouveau dispositif de AED 16 mds (USD 4,3 mds) en soutien des PME et pour accélérer les travaux d'infrastructure, portant à AED 126 mds (environ 8,7 % du PIB) le montant mobilisé pour combattre l'impact du Covid-19 sur l'économie.

Suite aux directives de la banque centrale, les banques locales vont rééchelonner ou reporter les remboursements de prêts, diminuer le montant des échéances et abaisser les frais pour six secteurs prioritaires : l'aéronautique, l'hébergement, la santé, la distribution, l'événementiel, les biens de consommation et l'éducation. Ces mesures seront mises en œuvre dans un premier temps pour une durée de 3 mois à compter du 1^{er} avril et jusqu'au 30 juin.

• Israël

La Banque d'Israël va racheter des emprunts d'État à hauteur de NIS 50 mds, afin de faciliter les conditions de crédit et de soutenir l'activité économique.

Le Premier ministre, Monsieur Benjamin Netanyahu, a déclaré que le gouvernement allait renforcer le dispositif pour aider le pays à faire face à la pandémie à hauteur de NIS 6 mds, portant le montant total à NIS 10 mds (NIS 2,8 mds). Sur ce montant, NIS 8 mds serviront à bonifier les prêts aux entreprises. Et NIS 1 md sera affecté au renforcement du système de santé et notamment à l'augmentation des stocks de médicaments et à la préparation des hôpitaux à recevoir davantage de patients. Enfin, le dernier milliard servira à financer des besoins comme les forces de police.

Le gouvernement s'est déjà engagé à fournir aux banques une ligne de crédit de NIS 4 mds pour financer les prêts aux entreprises en rupture de liquidités avec des garanties du gouvernement.

• Koweït

Le Koweït a adopté un projet de loi augmentant le budget des ministères de KWD 500 M (USD 1,6 md, soit 1,2 % du PIB estimé) pour l'exercice 2020/21 en prévoyance du surcroît de dépenses occasionné par la pandémie de Covid-19.

Le taux d'escompte a été abaissé de 100 pb, à 1,50 %.

• Qatar

Le taux des prises en pension a été abaissé de 50 pb, à 1,00 %.

Le 15/03 : Qatar's Supreme Committee for Crisis Management (SCCM) a annoncé un plan de relance de USD 23 mds (12% du PIB) qui comprend notamment l'exonération des droits de douanes pour tous produits médicaux et alimentaires sur les six prochains mois, ainsi qu'un allègement des loyers pour les entreprises.

• Oman

La banque centrale a annoncé qu'elle se préparait à injecter OMR 8,0 md (USD 20,8 mds) dans le système bancaire pour renforcer la liquidité. Elle a en outre demandé aux banques de diminuer les frais facturés, d'ajuster les ratios de fonds de

propres et de crédits et d'autoriser un moratoire sur les prêts pouvant aller jusqu'à 6 mois, pour les PME en particulier. Les banques locales ont aussi été incitées à faciliter les prêts aux secteurs affectés par le Covid-19 comme la santé, les voyages et le tourisme.

Le ministère des Finances a diminué le budget des administrations de 5 % en 2020.

- **Algérie**

La banque centrale d'Algérie a baissé son taux de 25 pb à 3,25% ainsi que le taux de réserve obligatoire de 10 à 8%.

Le 23/03 : objectif de réduction de 30% des dépenses de fonctionnement pour 2020.

- **Maroc**

Le 12/03 : création d'un comité de surveillance dépendant ministère de l'Economie et des Finances et création d'une enveloppe de 10 milliards de dirhams (8% du PIB) consacrés à la fois « à la protection de la santé du citoyen et au soutien de l'économie nationale » ; baisse du taux directeur de la banque centrale du Maroc de 25 pb à 2%.

Le 18/03 : ouverture d'un fonds spécial pour la gestion de la pandémie financé par des dons qui peuvent être déposés sur un compte bancaire à la Bank Al-Maghrib de Rabat.

Afrique :

- **Afrique du Sud**

19/03 : La banque centrale a abaissé son taux directeur (repo) de 100 bp à 5,25% le 19 mars et introduit quelques mesures pour assurer la liquidité sur le marché.

- **Angola**

Aucune mesure liée à la pandémie de Covid-19 n'a encore été adoptée. Toutefois le prochain comité de politique monétaire devrait avoir lieu le 27 mars et certaines mesures sont attendues.

- **Kenya**

La banque centrale du Kenya a pris un ensemble de mesures d'urgence en prévoyance du ralentissement de la croissance attendu dans le contexte de la pandémie. Ces mesures comprennent :

- la possibilité d'un report des échéances de prêts personnels jusqu'à 12 mois, la priorité étant donnée aux emprunteurs ayant contracté des prêts à partir du 1er mars 2020 ;
- la restructuration des emprunts des entreprises ;
- la gratuité des transactions électroniques pour limiter l'emploi des espèces pour des raisons d'hygiène jusqu'à la fin du mois de juin. Malgré les tensions sur les taux de change et l'inflation, le prochain comité de politique monétaire programmé pour lundi pourrait décider un abaissement du taux directeur pour la troisième fois de suite, à l'instar des autres banques centrales qui ont adopté une politique accommodante afin d'atténuer les

effets de la pandémie sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

- **Mozambique**

En réponse au risque macroéconomique croissant lié à l'impact de la pandémie, la banque centrale a décidé d'augmenter la liquidité intérieure en abaissant les obligations de réserves nationales et de réserves de change des banques commerciales. À compter du 7 avril, le ratio des réserves obligatoires pour les engagements en devise nationale est abaissé à 11,5 % et celui des réserves pour les engagements en devises à 34,5 %.

- **Nigeria**

La banque centrale du Nigeria a diffusé une circulaire le 16 mars comportant six mesures à adopter par le secteur bancaire afin de contrôler les effets économiques de la pandémie de COVID-19 et en particulier d'assurer la stabilité du secteur financier.

Ces mesures comprennent un moratoire d'un an sur les remboursements de capital de toutes les opérations d'intervention de la banque centrale, une baisse des taux d'intérêt de 9 % à 5 % par an sur tous les prêts de la banque centrale, la création d'une ligne de crédit à hauteur de NGN 50 mds (USD 136 mds) pour les particuliers et les PME, des crédits de soutien au secteur de la santé, des incitations réglementaires aux banques pour envisager des rééchelonnements temporaires des crédits et le renforcement de la politique de la banque centrale pour le ratio prêts/dépôts des banques.

Le cours officiel de la monnaie a été dévalué de 15%.

- **Namibie**

À l'instar de la banque centrale d'Afrique du Sud, qui a abaissé la semaine dernière son taux directeur de 100 pb, un comité spécial de politique monétaire de la banque centrale de Namibie a abaissé aujourd'hui 23 mars le taux directeur de 100 pb afin d'amortir l'impact sur l'économie namibienne de la crise économique mondiale rampante induite par la pandémie de COVID-19.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com

Dernière mise à jour le 27/03/2020

Recherche Economique Groupe

William De Vijlder Chef économiste	+33 1 55 77 47 31	william.devijlder@bnpparibas.com
ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES		
Jean-Luc Proutat Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni	+33 1 58 16 73 32	jeanluc.proutat@bnpparibas.com
Hélène Baudchon France – Marché du travail	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Louis Boisset Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon	+33 1 57 43 02 91	louis.boisset@bnpparibas.com
Frédérique Cerisier Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal	+33 1 43 16 95 52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Raymond Van Der Putten Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme	+33 1 42 98 53 99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Statistiques	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE		
Laurent Quignon Responsable	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Laure Baquero	+ 33 1 43 16 95 50	laure.baquero@bnpparibas.com
Céline Choulet	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Thomas Humblot	+ 33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS		
François Faure Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine Peltier Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Stéphane Alby Afrique francophone	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Turquie, Ukraine, Europe Centrale	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Sara Confalonieri Afrique lusophone et anglophone	+33 1 42 98 43 86	sara.confalonieri@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
Salim Hammad Amérique latine	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Johanna Melka Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
CONTACT MEDIA		
Michel Bernardini	+33 1 42 98 05 71	michel.bernardini@bnpparibas.com



NOS PUBLICATIONS

**CONJONCTURE**

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

**EMERGING**

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

**PERSPECTIVES**

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

**ECOFASH**

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

**ECOWEEK**

L'actualité économique de la semaine et plus...

**ECOTV**

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

**ECOTV WEEK**

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires au présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'emploi ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la loi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen : Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association of Japan. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques de BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : grou.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre

Rédacteur en chef : William De Vijlder

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT <http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN <https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/> OU TWITTER https://twitter.com/EtudesEco_BNPP

