



Crise Covid-19 et sorties de capitaux dans les économies émergentes : des filets de sécurité internationaux efficaces, mais à compléter

La crise de la Covid-19 a provoqué des sorties de capitaux des pays émergents plus importantes qu'en 2008. Au niveau national, pour répondre à cette crise, les pays ont mis en place des politiques contracycliques efficaces et inédites : budgétaire, macroprudentielle, monétaire, avec, souvent pour la première fois, des politiques non conventionnelles d'achats d'actifs. Les interventions de change ont été nombreuses mais temporaires, bien des pays choisissant de laisser flotter leur devise, et les contrôles de capitaux ont été rares. Au niveau international, ce sont principalement les prêts du Fonds monétaire international (FMI) qui ont été mobilisés. Ces réponses ont permis un retour des capitaux sélectifs vers certains pays émergents. Néanmoins, des aides complémentaires sont nécessaires pour restaurer durablement la croissance. L'allocation générale de droits de tirage spéciaux du FMI, fin août 2021, pourrait être l'occasion de mettre en place des mesures plus pérennes à travers leur réallocation.

Rafael CEZAR, Rémy LECAT, Clément MARSILLI, Floriane VAN DEN HOVE
Direction des Politiques européennes et multilatérales

Codes JEL
F3, F4,
G15, O19

Remerciements à Muriel Demottais pour son aide sur les graphiques de l'article.

70 milliards de dollars (USD)

les sorties des fonds investis dans les économies émergentes (hors Chine) en seulement cinq semaines, après l'éclatement de la crise de la Covid-19

10 x

la croissance des ressources disponibles via les filets de sécurité mondiaux depuis 2008, mais essentiellement pour les pays avancés (swaps entre pays avancés et mécanisme européen de stabilité)

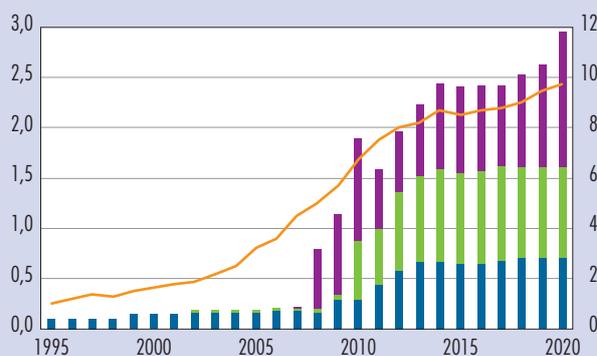
118,1 milliards de dollars (USD)

le montant du soutien financier du Fonds monétaire international (FMI) pour 88 pays approuvé entre mars 2020 et septembre 2021

Évolution du filet de sécurité mondial

(en milliards de droits de tirage spéciaux – DTS)

■ Multilatéral (FMI) ■ Bilatéral (swaps)
■ Régional (accords de financement) — Réserves de change (échelle de droite)



Source : Fonds monétaire international (FMI) ; calculs des auteurs.



La pandémie mondiale a donné lieu à un épisode exceptionnel sur les flux de capitaux, avec des sorties de capitaux des pays émergents plus importantes qu'en 2008. Ces sorties massives sont intervenues alors que de nombreux pays émergents ont renforcé leurs fondamentaux depuis 2008. Un retour rapide des capitaux, quoique différencié selon les pays, a suivi cet épisode, sans pour autant effacer les conséquences de ce choc financier.

Pour répondre à ce choc financier, les filets de sécurité ont été mobilisés à tous les niveaux : nationaux, régionaux, bilatéraux et multilatéraux. Au niveau national, les pays ont réagi en mobilisant politiques budgétaire et monétaire, y compris des programmes non conventionnels inédits d'achats d'actifs, des interventions de change, un assouplissement macroprudentiel temporaire. Contrairement au passé, il y a eu peu de contrôles de capitaux. Les *swaps* de change entre banques centrales, au cœur desquelles se trouvaient la Réserve fédérale (Fed) et l'Eurosystème, ont été activés et ont ainsi permis d'assurer la liquidité en devises, notamment en dollars dans les pays de contrepartie. Cela n'a toutefois touché les pays émergents qu'indirectement (ou à la marge). Les facilités de *repo*, mises en place par la Fed et dans une moindre mesure l'Eurosystème, ont permis à certaines banques centrales non couvertes par le réseau de *swaps* d'accéder à la liquidité en devises. Les accords financiers régionaux ont été très peu mobilisés, mais les banques multilatérales de développement ont en revanche multiplié les accords de financement. Enfin, le Fonds monétaire international (FMI) a déployé l'ensemble de ses instruments, avec un nombre exceptionnel de prêts accordés (118,1 milliards de dollars américains, pour 88 pays au 7 septembre 2021). Ces prêts se sont essentiellement présentés sous la forme de facilités de crédit rapide (en particulier pour les pays en développement), mais également d'instruments de précaution (pour certains pays émergents).

Toutes ces mesures ont permis d'éviter un effondrement général ou le défaut de nombreux pays émergents. Le choc financier a cependant été de grande ampleur (70 milliards de dollars de sortie de capitaux pendant les cinq premières semaines de la crise pour les pays

émergents). Il a également contribué, selon les estimations de la Banque mondiale, à augmenter de 77 millions le nombre de personnes sous le seuil de pauvreté extrême de 2019 à 2020, essentiellement dans les pays pauvres et émergents.

1 Le choc de la crise sur les pays émergents et les réponses nationales

Des mutations profondes des flux de capitaux depuis 20 ans

Composante de la mondialisation, les flux de capitaux bruts¹ ont augmenté fortement jusqu'à la grande crise financière de 2008. Ils ont ainsi atteint en 2007 un pic de 20% du PIB mondial pour les flux entrants, contre moins de 5% dans la première moitié des années 1990. Puis, ils se sont fortement ajustés (à moins de 10% du PIB mondial) au moment de la grande crise financière. Les pays émergents, au premier rang desquels la Chine, ont été relativement moins affectés par la grande crise financière. Ils attirent une part croissante des flux mondiaux, entre un quart et la moitié depuis 2010, avec un développement des flux intrarégionaux.

En matière de nature des flux, le rôle des intermédiaires financiers non bancaires s'est accru depuis la grande crise financière, avec la baisse du levier des banques dans les pays avancés (Comité sur le système financier global [Committee on the Global Financial System – CGFS], 2021). Parmi ces intermédiaires, on peut noter le développement, en particulier pour les pays émergents, des *Exchange Traded Fund* (ETF), fonds dont les investissements répliquent des indices de marché de référence. Les ETF peuvent entraîner des mouvements massifs et soudains de capitaux, par exemple quand la composition d'un indice évolue, tandis que cette composition fixe tend à protéger les pays des chocs idiosyncratiques tant que son poids reste stable.

Ces évolutions de marché n'ont pour autant pas accru la volatilité des flux de capitaux vers les pays émergents (CGFS, 2021). L'amélioration des caractéristiques structurelles de leur économie est un premier facteur d'explication. Le développement des marchés de capitaux

¹ Les flux de capitaux bruts entrants correspondent au montant des acquisitions diminué des ventes d'actifs domestiques par des non-résidents (par abus de langage, on parle de flux de capitaux « entrants »). Les flux de capitaux sont « nets » si on leur retranche les flux financiers des résidents (flux de capitaux dits « sortants »).



en monnaie locale, qui représentent désormais 35 % du PIB, contre 25 % en 2010 (CGFS, 2021), a également participé à cette résilience des flux de capitaux des pays émergents. Les problématiques d'inadéquation des devises de revenu et de paiement, source d'instabilité financière, ont ainsi été limitées. Néanmoins, les investisseurs sur ces marchés sont principalement des non-résidents, qui ont leurs propres contraintes bilanciales. Ces contraintes peuvent les conduire à réduire leurs expositions sur ces pays émergents et contribuer ainsi à la volatilité de ces marchés. De ce point de vue, des investisseurs résidents auraient des comportements beaucoup plus stables (Hofmann, Shim et Shin, 2020).

Ces évolutions ont conduit à une plus forte discrimination en période de stress financier (facteurs « pull », cf. encadré 1). Ahmed *et al.* (2017) montrent ainsi que depuis la grande crise financière, les investisseurs font moins preuve de comportements moutonniers et tendent à différencier les pays émergents selon leurs fondamentaux. Pendant la crise, ce constat a été partiellement confirmé (cf. partie 2, « Des filets de sécurité internationaux qui ont permis d'amortir le choc de la crise mais qui devront être complétés à terme ») avec des sorties de capitaux touchant tous les émergents lors des premières

semaines de crise, puis leur retour rapide mais discriminant entre pays selon leurs fondamentaux.

En effet, les facteurs mondiaux, tels que l'appétence au risque des investisseurs, le niveau de stress financier, la liquidité au niveau mondial ou le prix des matières premières (facteurs « push », cf. encadré 1), restent les principaux responsables de la volatilité des flux vers les pays émergents (Eller *et al.*, 2020). Ils sont également les principaux déclencheurs d'épisodes extrêmes de fortes entrées ou sorties de capitaux (Eguren-Martin *et al.*, 2020). Ces facteurs jouent un rôle procyclique important dans ces pays, affectant la stabilité financière et l'activité économique (Obstfeld, 2012). L'exemple récent de l'Argentine illustre bien ces risques (Carluccio et Cezar, 2021). Les politiques expansionnistes dans les pays sources ont tendance à assouplir les conditions financières et favorisent, parfois excessivement, les flux entrants (Koepeke, 2019). En revanche, des changements non anticipés de la politique monétaire des pays avancés, notamment aux États-Unis, déclenchent souvent des épisodes de sortie massive de capitaux en cas de resserrement monétaire. L'épisode dit du « *taper tantrum* », en 2013, est l'un des exemples récents les plus importants.

ENCADRÉ 1

Les déterminants des flux de capitaux : les facteurs « push » et « pull »

Les déterminants des flux de capitaux peuvent être distingués entre les facteurs « push » et « pull » (Fratzcher, 2012). Les premiers font référence aux éléments globaux, communs à l'ensemble des pays. Les facteurs *pull* sont idiosyncrasiques et désignent les caractéristiques d'un pays qui attirent les capitaux vers son marché national. À ces deux facteurs, s'ajoutent les tuyaux (« pipes ») qui constituent l'infrastructure à travers laquelle les capitaux circulent, comme les différents types d'intermédiaires financiers et les règles et pratiques qu'ils suivent (Carney, 2019).

Pour déterminer le rôle des facteurs *push* et *pull* dans les flux de capitaux vers les pays émergents, nous estimons l'équation suivante (cf. Comité sur le système financier global, 2021) :

$$K_{iq} = \beta_1 \text{push} + \beta_2 \text{pull} + \omega_y + \omega_i + \varepsilon_{iq}$$

Où K_{iq} sont les flux EPFR¹ entrants au pays i pendant le trimestre q divisé par le PIB. *Push* est une matrice de variables représentant les facteurs communs à l'ensemble des pays. Elle comprend le VIX², qui mesure l'appétence

1 Les données EPFR (Emerging Portfolio Fund Research) fournissent des flux de capitaux calculés à partir des données fines des fonds d'investissement (notamment des organismes de placement collectif en valeurs mobilières – OPCVM et fonds cotés en bourse, *Exchange-Traded Funds* – ETF).

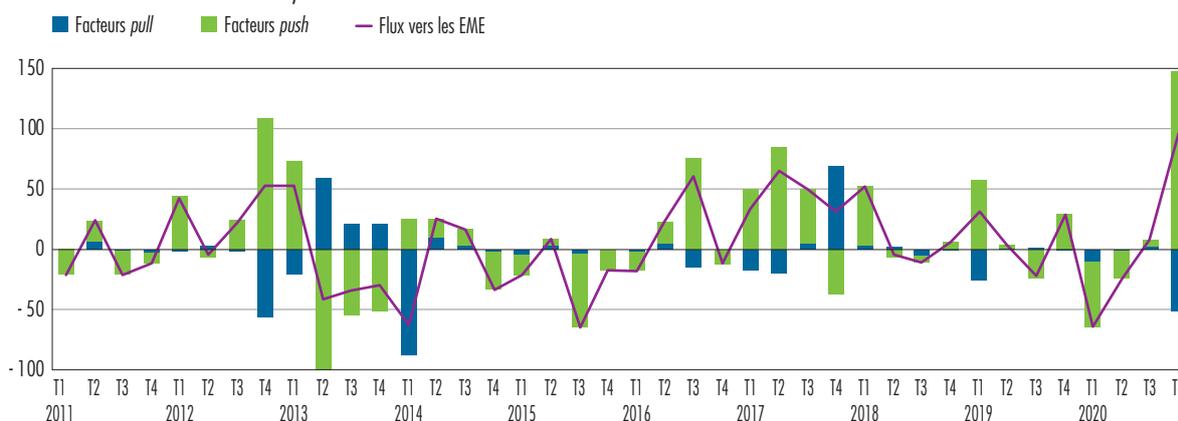
2 *Volatility Index*, indicateur de volatilité du marché financier américain.



des investisseurs au risque, le prix des matières premières, le taux d'intérêt américain et le cycle économique mondial. *Pull* mesure l'ensemble des facteurs nationaux aussi rapportés au PIB, plus précisément le niveau de réserves externes, le solde commercial, le déficit et la dette publics et le taux de croissance économique. ω_y et ω_i sont respectivement les effets fixes temps (facteur *push*) et pays (*pull*). Les estimations portent sur un échantillon composé de trente-trois pays émergents et en développement entre 2011 et 2020. Les résidus sont attribués à parts égales aux deux facteurs *push* et *pull*.

Les facteurs « *push* » et « *pull* » dans les flux EPFR vers les pays émergents

(en milliards de dollars américains)



Note : EME, économie de marché émergente.

Source : Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) ; calculs des auteurs.

Au cours de la dernière décennie, les facteurs *push* ont été les principaux déterminants des flux de portefeuille vers les pays émergents pendant les épisodes crise ou de *sudden stop*, tels que le *taper tantrum* de 2013 ou le choc chinois de 2015 (cf. graphique)³. Ces facteurs expliquent également les sorties massives de capitaux en mars et avril 2020 pendant la crise de la Covid et le retour des capitaux à partir du second semestre 2020. L'aspect *push* alimente également les flux pendant les périodes d'expansion, lorsque la liquidité internationale est abondante (2012, début 2013 ou encore 2016, début 2018).

Les facteurs *pull* sont particulièrement importants pendant les périodes de stress, où les investisseurs internationaux sont plus sélectifs (Ahmed *et al.*, 2017). Les pays les plus vulnérables sont ainsi davantage pénalisés, contrairement aux pays disposant de meilleurs fondamentaux macroéconomiques. En 2013, ces facteurs ont ainsi été prépondérants tout au long de l'épisode du *taper tantrum*.

Concernant les « *pipes* », le développement des intermédiaires financiers non bancaires a eu un impact significatif sur les déterminants des flux de capitaux. En particulier, les stratégies de gestion passive, qui s'appuient sur la réplcation d'indices, peuvent donner lieu à des ajustements brutaux et non corrélés avec les fondamentaux, ni avec les facteurs *push* (cf. Lalanne et Peresa, 2019, pour le cas de l'inclusion de la Chine dans les indices de référence).

³ L'importance de chaque facteur dépend du type de flux. Contrairement aux flux de portefeuille, les facteurs *pull* sont les plus influents pour les investissements directs étrangers, notamment la croissance de la productivité (De Vita et Kyaw, 2008).



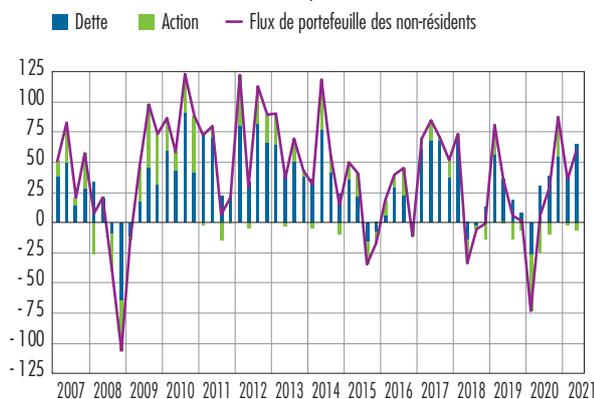
Crise de la Covid : un choc exogène d'ampleur exceptionnelle

Les décisions de confinement et de distanciation prises afin de limiter la diffusion rapide de l'épidémie de la Covid début 2020 ont fait basculer l'économie mondiale dans une ère inédite : l'arrêt net de la consommation et de la production de biens et de services de secteurs entiers de l'économie. Cette situation a rapidement mis en évidence les fragilités des pays émergents.

Les investisseurs internationaux ont retiré rapidement leurs positions sur les segments les plus risqués, afin de limiter leurs pertes effectives ou anticipées. Les pays émergents et en développement ont été ainsi les premiers touchés par une fuite des capitaux sans précédent (comportement dit de « *flight-to-quality* » ou « *flight-to-safety* », cf. graphique 1). En cinq semaines, les fonds d'investissement ont retiré ainsi plus de 70 milliards de dollars de ces économies. Les marchés obligataires, généralement plus résilients et moins volatiles que les marchés actions, ont été particulièrement affectés et représentaient environ 75 % des retraits des fonds d'investissement spécialisés, selon Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

G1 Flux brut de portefeuille des non-résidents (engagements) dans les économies émergentes (hors Chine)

(en milliards de dollars américains)



Source : Fonds monétaire international (FMI) – base *International Financial Statistics* (IFS) sur un panel de 31 pays émergents.

Les investisseurs se sont reportés vers les instruments très liquides sur les marchés monétaires américains. Les flux bruts vers les titres d'État de très court terme ont ainsi atteint plus de 800 milliards de dollars au mois de mars. Les marchés actions des pays émergents sont restés sous tension (désinvestissements étrangers, volatilité) jusqu'à mai 2020. Ils n'ont retrouvé une stabilité relative qu'à partir de juin. À la même période, les devises émergentes se sont dépréciées de près de 15 % en moyenne vis-à-vis du dollar, tandis que le coût du financement externe en dollar a atteint des sommets.

Des réponses nationales d'envergure

Du fait de la nature exogène du choc, les pays émergents partageaient une situation relativement similaire lors des premières semaines de la crise. Toutefois, des effets de discrimination sont apparus rapidement à l'égard des économies présentant des vulnérabilités externes établies (dette en devise, réserves de change insuffisantes, faible crédibilité des institutions, etc.), mais également en fonction des vagues épidémiques souvent régionales.

À crise exceptionnelle, remède exceptionnel. Des plans budgétaires et fiscaux massifs de soutien aux entreprises et, dans une moindre mesure, aux ménages, ont été entrepris dans la plupart des pays émergents. En parallèle, les autorités monétaires nationales ont offert un relais puissant, mettant en place une politique contracyclique inédite (92 % des cinquante banques centrales émergentes ont baissé leurs taux directeurs), intervenant sur le marché des changes (58 %), ajustant leurs ratios macroprudentiels (52 %) et instaurant parfois des programmes d'achats d'actifs ambitieux (34 %). Ces mesures, exceptionnelles pour de nombreux pays émergents, et souvent inédites, ont permis d'apaiser les marchés. Elles ont également pu limiter, voire endiguer, les pressions sur leurs *spreads* de taux² lorsque la mise en œuvre de ces décisions apparaissait crédible pour les acteurs de marché.

Actuellement, la vue institutionnelle³ du FMI et la mise en place de son approche intégrée des politiques

² Les institutions monétaires ayant entrepris des programmes d'achats ont plutôt eu un effet notable sur les taux longs qui tend à s'accroître avec la crédibilité de l'institution, et la clarté des annonces de mise en œuvre (Fratto *et al.*, 2021).

³ La vue institutionnelle du FMI, adoptée en 2012, offre un cadre macroéconomique pour la gestion et la libéralisation des flux de capitaux (Cabrilac *et al.*, 2020).



économiques incluant la gestion des flux de capitaux (*Integrated Policy Framework* – IPF ; cf. FMI, 2020) sont en cours de révision. Dans ce contexte, l'utilisation marginale⁴ des mesures de contrôle des capitaux en 2020 est intéressante à noter. Malgré le repli sans précédent des flux financiers aux mois de mars et avril 2020, les économies émergentes ont eu tendance à assouplir certaines restrictions pour soutenir les flux entrants.

Les interventions de change ont été massives au plus fort de la crise, en mars et avril 2020, mais assez limitées dans les mois qui ont suivi. À l'exception de certains cas (la Turquie en particulier, mais également l'Indonésie), les autorités ont décidé de laisser leur devise absorber les chocs financiers, signifiant ainsi une moindre peur du flottement.

Toutefois, il apparaît *ex-post* qu'en dépit de ces mesures monétaires exceptionnelles, les politiques expansionnistes sont toujours aussi nécessaires. Toutefois, leur mise en œuvre est contrainte dans les pays émergents. Ainsi, d'après le FMI (FMI, 2021b), le soutien budgétaire du printemps 2020 au printemps 2021 (dépenses publiques, garanties et prêts) s'est élevé à seulement 1,9% du PIB dans les économies en développement, à 6,7% dans les économies émergentes, et à 27,8% dans les économies avancées.

2 Le rôle des filets de sécurité mondiaux dans la crise

Le filet de sécurité mondial s'est renforcé, principalement au bénéfice des pays avancés

Face aux risques de crises économique et financière liés à des chocs globaux, un filet de sécurité financière international – ou GFSN (*global financial safety net*)⁵ – s'est progressivement constitué. Jusqu'à la grande crise financière de 2008, les ressources du FMI (quotes-parts

et ressources empruntées) représentaient 80% du GFSN, faisant du Fonds le maillon central du GFSN. Aujourd'hui, ces ressources représentent moins de 25% du GFSN. Le FMI offre certes une couverture quasi universelle, qui rend l'institution incontournable en particulier pour les économies émergentes et en développement. Toutefois, cette évolution du GFSN témoigne de l'intégration de nouvelles ressources mobilisables en cas de crise financière dans les pays avancés. Ces dernières sont constituées de compléments liés notamment à la crise de la dette souveraine en Europe, comme des accords financiers régionaux et réseaux d'échange de devises, sous la forme de lignes de *swap* permanentes et de *repos*.

- Les accords de financement régionaux (AFR) se sont développés depuis 2008. Ces accords conclus entre groupes de pays, souvent dans la même région, permettent de regrouper des ressources à effet de levier pour financer un pays en crise. Ils sont de natures très variées, comme en témoignent les différences entre le Fonds monétaire arabe, le fonds de réserve d'urgence des BRICS⁶, l'initiative de Chiang Mai, le Fonds eurasiatique de stabilisation et de développement, le mécanisme européen de stabilité ou encore le Fonds de réserve latino-américain. Dans la pratique, les AFR ont été activés à la marge : les accords européens ne l'ont pas été, tandis que l'activation des autres accords est restée limitée (environ 2 milliards de dollars).
- La crise de 2008 a conduit au développement de solutions plus flexibles que les interventions institutionnelles, telles que les accords de *swap* bilatéraux. Ces accords permettent aux banques centrales des pays développés d'échanger des devises entre elles afin d'alléger les pressions sur la liquidité en devises et de réduire de possibles effets de contagion. Ils ont été très largement utilisés pendant les deux crises de 2008 et de 2020 et se sont révélés des instruments à la fois efficaces et réactifs. Contrairement à l'offre

⁴ Seul le nombre de nouvelles réglementations sur les investissements directs étrangers a significativement augmenté durant la crise. Celles-ci ont été généralement mises en place à des fins de sécurité nationale, en particulier dans les pays avancés.

⁵ Le filet de sécurité financière internationale (ou GFSN) est un ensemble d'institutions et de mécanismes apportant un soutien financier qui permet de prévenir et d'atténuer les effets des crises économiques et financières. Il inclut plusieurs outils, dont les réserves de change à la disposition des autorités nationales et d'autres outils nécessitant des accords bilatéraux ou multilatéraux, principalement les lignes de *swap* entre banques centrales, les accords financiers régionaux et les ressources du FMI.

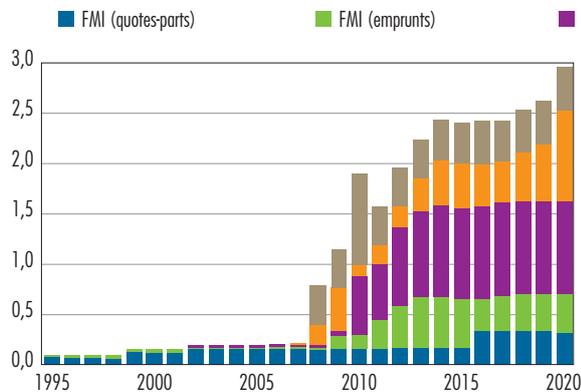
⁶ Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud.



G2 Filet de sécurité financière mondial

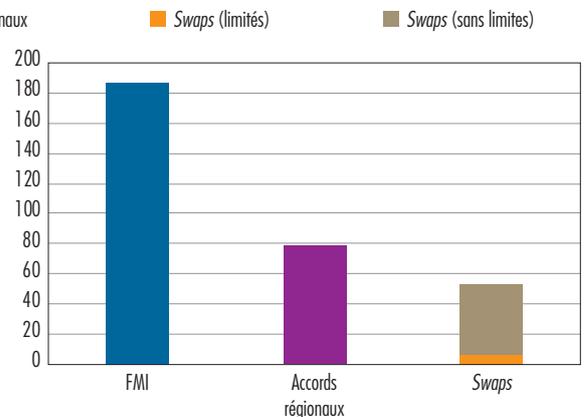
a) Évolution du *global financial safety net* (GFSN)

(en milliards de droits de tirage spéciaux – DTS)



b) Couverture géographique

(en nombre de pays)



Note : Les montants des *swaps* illimités sont estimés en fonction du tirage maximum passé de ces lignes.

Source : Fonds monétaire international (FMI) ; calculs des auteurs.

du FMI, ils ne couvrent néanmoins qu'un nombre limité de pays, en général avancés et émetteurs de devises internationales. Par ailleurs, leur mise en application reste à la discrétion des banques centrales et doit correspondre à leur mandat domestique. La Banque centrale européenne (BCE), conjointement avec la Banque du Canada, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque nationale suisse et la Réserve fédérale, a ainsi établi un réseau de lignes de *swap* temporaires, devenues illimitées en montant (2008), puis permanents (2013). Pendant la crise, ce réseau a été complété pour couvrir certains pays émergents par des dispositifs de *repos* (cf. *supra*). La Chine a également multiplié les accords de *swap* depuis 2009. Ceux-ci couvrent plus de trente pays pour une limite totale de plus de 500 milliards de dollars. Cependant, ces lignes peuvent servir d'autres objectifs, tels que la promotion du commerce et des investissements et elles semblent avoir été peu activées.

Par le biais de ces instruments, la taille des ressources externes disponibles via le GFSN a été multipliée par dix, à près de 3 000 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS), en dix ans. Néanmoins, seule une faible partie de ces ressources sont accessibles aux pays émergents. Ainsi, en parallèle, le stock de réserves internationales, qui demeure la première ligne de défense pour ces économies, a plus que doublé depuis 2008 (10 000 milliards de DTS à fin 2020).

Des filets de sécurité internationaux qui ont permis d'amortir le choc de la crise mais qui devront être complétés à terme

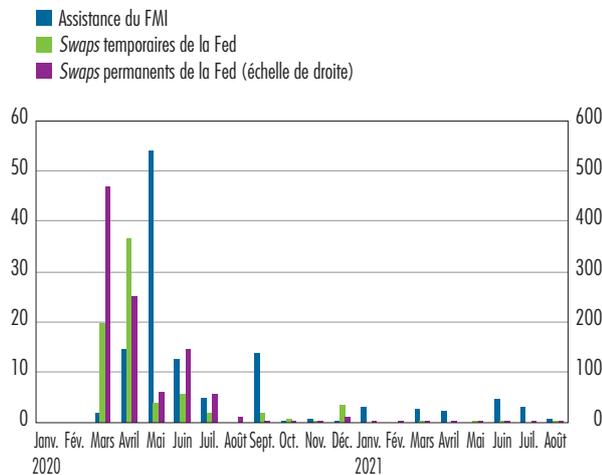
Face aux limites des réponses nationales dans certains pays émergents et en développement, le GFSN, essentiellement à travers le FMI, a apporté une réponse financière rapide et d'envergure. Celle-ci a contribué à stabiliser rapidement les marchés financiers et à contenir la crise économique. Toutefois, du fait probablement de la nature de la crise Covid, exogène et partagée, toutes les composantes du GFSN n'ont pas été sollicitées. En dépit de leur renforcement progressif durant la décennie 2010, les accords de financement régionaux n'ont pas, ou extrêmement peu, été mobilisés en 2020.

Les pays faisant face à des besoins financiers immédiats, sans accès raisonnables aux marchés, se sont tournés vers le FMI. Celui-ci a multiplié les accords de prêts sans ou à faible conditionnalité, principalement par des facilités d'urgence et de précaution (cf. graphique 3). Ainsi, entre mars 2020 et septembre 2021, 118,1 milliards de dollars de soutien financier ont été approuvés pour 88 pays via l'augmentation de l'accès à des accords de financement existants ou de nouveaux accords. Pendant les premiers mois de la crise, les pays ont massivement recouru aux deux instruments de financement d'urgence du Fonds, avant que leur rythme d'octroi ne ralentisse considérablement à compter de juillet 2020. Jusqu'à cette date, 69 pays avaient eu recours à l'instrument de



G3 Mobilisation de différentes composantes du filet de sécurité mondial durant la crise sanitaire de la Covid

(en milliards de dollars américains)



Sources : Fonds monétaire international (FMI), Réserve fédérale de New York (NY Fed) ; calculs des auteurs.

financement rapide⁷, contre trois demandes par an en moyenne sur la période 2019-2020. De mars à décembre 2020, 83 pays avaient bénéficié de financements d'urgence. Les limites d'accès annuelles et cumulatives de ces facilités ont été augmentées de 50 à 100%, et de 100 à 150% des quotes-parts en avril 2020 jusqu'à fin 2021. Cependant, face à la persistance et à la sévérité de la pandémie, les limites ont été rapidement atteintes. En effet, ces instruments se sont révélés insuffisants pour répondre aux besoins de nombreux pays qui ont dû solliciter d'autres instruments de financement du FMI. Dans cette perspective, les limites d'accès annuelles aux ressources du Fonds ont été augmentées. Fait novateur, les accords sur des facilités dites de « précaution » ayant pour objet de prévenir les crises se sont multipliés et ont obtenu de bons résultats pour les pays d'Amérique latine. De plus, un nouvel instrument de précaution a été créé (cf. annexe).

Le FMI a également fourni un soutien inédit aux pays à faible revenu en doublant son encours de crédit et en

offrant un allègement de la dette via son Fonds fiduciaire d'assistance et de riposte aux catastrophes (Fonds CCRT – *Catastrophe Containment and Relief Trust*). Ces initiatives ont été complétées par la mise en place de l'initiative du G20 de suspension du service de la dette des pays les plus pauvres, à compter de mai 2020⁸.

Toutefois, au regard des montants déployés, les banques centrales des pays avancés ont joué un rôle crucial, en procédant à des injections monétaires massives dès mars 2020. La réactivation et la montée en puissance des lignes de swap ont apporté un soutien à la liquidité des marchés internationaux. Elles ont permis d'assouplir significativement les conditions financières de l'ensemble de l'économie mondiale. Dans de rares cas (Brésil, Mexique, Bulgarie et Croatie notamment), les marchés émergents ont bénéficié directement de la mise en place, exceptionnelle et discrétionnaire, des swaps de la Réserve fédérale⁹ et de la BCE. Un nombre plus important, et inédit, de pays émergents ont en revanche pu mobiliser des facilités de repo extraordinaires, mises en place par ces mêmes institutions. Les lignes de refinancement ont en effet été multipliées et de nouvelles ont été créées au printemps : la facilité de repo FIMA (*Foreign and International Monetary Authorities*) de la Réserve fédérale ou la facilité de repo de l'Eurosystème pour les banques centrales (EUREP – *Eurosystem repo facility for central banks*). Les nouvelles lignes ont bénéficié de montants étendus et à des conditions modifiées (éligibilité du collatéral, taux de *backstop*, durée des accords, etc.).

Les marchés émergents, largement dépendants du dollar, ou de l'euro en Europe émergente, ont bénéficié de ces mesures. Ils ont ainsi connu, dès début avril 2020, d'importantes entrées de capitaux en devises investis en instruments de dette. Cet afflux de capitaux a partiellement compensé les retraits en monnaie locale et a permis de corriger progressivement les pertes dans la plupart des économies à partir de l'été 2020. Les réserves

⁷ Parmi ces instruments « rapides », les RFI (*rapid financing instrument*) étaient financés par le compte de ressources générales, et les facilités de crédit rapide RCF (*rapid credit facility*) par les ressources du Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance.

⁸ Cette initiative soutenue par l'ensemble des pays du G20 a permis à 73 pays de solliciter une suspension temporaire des paiements dus au titre du service de la dette contractée auprès de leurs créanciers bilatéraux publics jusqu'à la fin de l'année 2021 (Cf. <https://www.banquemondiales.org/fr/topic/debt/brief/covid-19-debt-service-suspension-initiative>). La mise en place du Cadre commun de gestion de la dette (*Common Framework*) devrait s'inscrire dans la continuité de cette initiative.

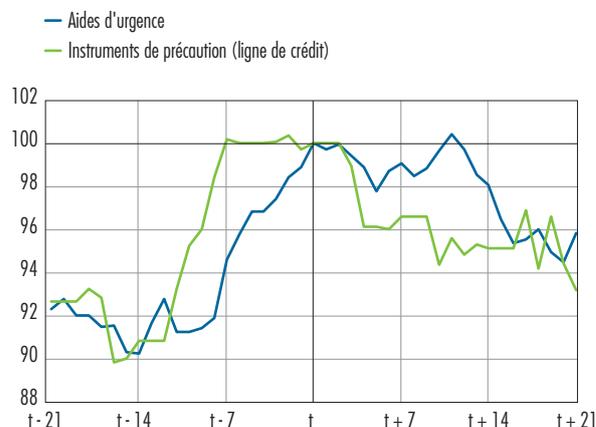
⁹ Une littérature récente a permis de mettre en évidence les effets significatifs de la mise en place des lignes de swap pour le Brésil et le Mexique (cf. FMI, 2021a et Aizenman *et al.*, 2021).



de change se sont peu à peu reconstituées, et les *spreads* des pays ayant sollicité le soutien du FMI se sont améliorés (cf. graphique 4). Néanmoins, au-delà de l'amortissement du choc initial, les effets réels de la crise ont conduit à un recul important du PIB et, dans certains pays, à une forte augmentation de la pauvreté. Les marges de manœuvre limitées de nombreux pays pourraient contraindre le soutien budgétaire et monétaire nécessaire à la reprise, déjà perturbée par l'accès inégal des populations à la vaccination, et peser sur la croissance pendant encore des années. L'allocation générale de DTS (d'un montant équivalent à 650 milliards de dollars), mise en œuvre en août 2021, permet un renforcement des réserves internationales. Cependant, elle devra faire l'objet d'une coordination multilatérale pour sa réallocation aux pays qui en ont le plus besoin, notamment pour le financement d'une économie plus durable.

G4 Évolution des *spreads* de taux des pays ayant mobilisé une aide financière d'urgence auprès du FMI durant la crise

(Base $t = 100$)



Note : Base $t = 100$, date à laquelle le FMI a donné son accord sur la mise en place de l'instrument.

Sources : Fonds monétaire international (FMI), *spread* ICE (Intercontinental Exchange) Bank of America ; calculs des auteurs.



Bibliographie

Ahmed (S.), Coulibaly (B.) et Zlate (A.) (2017)

« International financial spillovers to emerging market economies : how important are economic fundamentals? », *Journal of International Money and Finance*, vol. 76, p. 133-152.

Aizenman (J.) et Pasricha (G. K.) (2010)

« Selective swap arrangements and the global financial crisis : analysis and interpretation », *International Review of Economics & Finance*, vol. 19, n° 3, p. 353-365, juin.

Cabrillac (B.), Marsilli (C.) et Rivaud (S.) (2020)

« De la libéralisation à la gestion des flux de capitaux internationaux », *Revue d'économie financière*, n° 137, Association d'économie financière, p. 269-298.

Carluccio (J.) et Cezar (R.) (2021)

« La crise de la dette argentine et ses racines », *Revue d'économie financière*, n° 141, p. 209-224.

Carney (M.) (2019)

« Pull, push, pipes : sustainable capital flows for a new world order », discours à l'Institute of International Finance Spring Membership Meeting, Tokyo, juin.

Comité sur le système financier global (Committee on the Global Financial System – CGFS) (2021)

« Changing patterns of capital flows », *CGFS papers*, n° 66, Banque des règlements internationaux.

De Vita (G.) et Kyaw (K. S.) (2008)

« Determinants of capital flows to developing countries : a structural VAR analysis », *Journal of Economic Studies*.

Eguren-Martin (F.), O'Neill (C.), Sokol (A.) et von dem Berge (L.) (2020)

« Capital flows-at-risk : push, pull and the role of policy », *Staff Working Papers*, n° 881, Banque d'Angleterre.

Eller (M.), Huber (F.) et Schuberth (H.) (2020)

« How important are global factors for understanding the dynamics of international capital flows? », *Journal of International Money and Finance*, vol. 109, numéro C.

Fonds monétaire international – FMI (2020)

« Toward an integrated policy framework », *Policy Papers*, n° 46, octobre.

FMI (2021a)

« Changement de braquet : répercussions des politiques monétaires pendant la reprise post-pandémie », *Perspectives de l'économie mondiale*, chapitre 4, p. 87-107, avril.

FMI (2021b)

« Adapter les ripostes budgétaires », *Moniteur des finances publiques*, chapitre 1 (résumé en français, chapitre disponible en anglais), avril.

Fratto (C.), Harnoys-Vannier (B.), Mircheva (B.), de Padua (D.) et Poirson (H.) (2021)

« Unconventional monetary policies in emerging markets and frontier countries », *IMF Working Papers*, n° 14, Fonds monétaire international.

Fratzscher (M.) (2012)

« Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis », *Journal of International Economics*, vol. 88, n° 2, p. 341-356, novembre.

Hofmann (B.), Shim (I.) et Shin (H. S.) (2020)

« Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic », *BIS Bulletins*, n° 5, Banque des règlements internationaux, avril.

Iancu (A.), Kim (S.) et Miksjuk (A.) (2021)

« The global financial safety net during the Covid-19 crisis : an interim stock-take », *Special Series on Covid-19*, Fonds monétaire international, septembre.

Koepke (R.) (2019)

« What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature », *Journal of Economic Surveys*, vol. 33, n° 2, p. 516-540, avril.

Lalanne (F.) et Peresa (I.) (2019)

« Repondérer la Chine dans les indices de référence : quelles implications? », *Bloc-notes Eco*, n° 140, Banque de France.

[Consulter le billet](#)

Obstfeld (M.) (2012)

« Financial flows, financial crises, and global imbalances », *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n° 3, p. 469-480.



Annexe

L'efficacité du *global financial safety net* (GFSN) en Amérique latine pendant la crise de la Covid-19

L'exemple des lignes de précaution du FMI, un effet signal important couplé au soutien de la Fed

Contrairement aux crises précédentes, les programmes du Fonds monétaire international (FMI) ont joué un rôle limité pendant la crise de la Covid-19. Cela s'explique par la nature du choc sanitaire, ne justifiant pas d'ajustements politiques pour faire face aux déséquilibres macroéconomiques, et la disponibilité d'autres sources de financement, telles que les flux de capitaux privés et le soutien budgétaire public.

La crise de la Covid-19 a engendré un recours accru aux instruments de précaution du FMI et l'ouverture d'une nouvelle ligne de précaution de court terme. Ces mesures ont avant tout eu un effet de signal important pour les marchés, alors que ces instruments avaient été peu exploités jusqu'alors¹. Le FMI concentre traditionnellement son action sur la résolution des crises. Toutefois, il dispose aussi de deux outils efficaces pour les prévenir ou les atténuer, et ainsi conforter la confiance des marchés en temps de risque : la ligne de crédit modulable (LCM) et la ligne de précaution et de liquidité (LPL). Cette dernière est conçue pour répondre aux besoins de liquidité des pays membres dont l'économie est foncièrement solide, mais exposée à quelques facteurs de vulnérabilité les empêchant d'avoir recours à la LCM. Entre mars 2020 et juin 2021, quatre pays latino-américains ont donc bénéficié d'accords pour des facilités de précaution du FMI pour un montant de 54,6 milliards de dollars. Ainsi, trois nouveaux accords ont été conclus pour le Chili (LCM), le Panama (LPL) et le Pérou (LCM), tandis que l'accord pour la Colombie (LCM) a été renouvelé et augmenté². Sur l'ensemble de ces lignes de crédit, le fait que seule la Colombie ait fait usage de 4 milliards de dollars illustre bien qu'il s'agit d'instruments de précaution.

Par ailleurs, le FMI a créé une nouvelle ligne de liquidité à court terme (LLCT) dans le cadre de la riposte à la crise de la Covid-19. L'objectif est de constituer un filet de liquidité sur une durée de douze mois et d'éviter les risques d'effet de contagion sur d'autres pays. Utilisée à titre de précaution et à montant d'accès égal, cette facilité est moins onéreuse que la LCM et bénéficie des mêmes critères d'admissibilité. Dans le cas des pays latino-américains bénéficiant d'une LCM, la transition vers une LLCT actuellement envisagée comme outil post-LCM ou en combinaison avec la LCM, permettrait de renforcer le GFSN post-Covid pour ces pays. En effet, la LLCT est conçue de telle sorte qu'elle présente des « caractéristiques innovantes » qui permettent de réduire la stigmatisation associée aux financements du Fonds. Par exemple, un signataire unique (la banque centrale) suffit plutôt qu'une double signature (banque centrale et ministre des Finances). À fin juin 2021, le soutien financier apporté par le FMI à l'Amérique latine via ses instruments d'urgence et de précaution représente 87,2 milliards de dollars depuis mars 2020, soit quatre fois plus que celui apporté à l'Afrique subsaharienne (20 milliards de dollars).

En parallèle, la Réserve fédérale a mis en place des lignes de *swap* en mars 2020, avec quatorze pays, dont deux pays émergents latino-américains : le Brésil et le Mexique. Ces lignes ont permis d'assouplir, dès leur introduction, et de manière significative, les conditions de financement de ces économies, alors même qu'elles n'ont, par la suite, pas ou peu été utilisées³. Ce signal visible envoyé au marché a été mis en évidence par le FMI dans ses *Perspectives économiques mondiales* d'avril 2021 (cf. chapitre 4).

1 Seuls quatre pays avaient bénéficié des instruments de précaution, créés au début de la décennie 2010 : la Pologne, le Mexique, et, avec un seuil d'accès plus limité, le Maroc et la Macédoine du Nord.

2 L'accès à ces facilités s'élevait à 1000% de la quote-part pour le Chili, 500% pour le Panama, 600% pour le Pérou et a été maintenu à 417% de la quote-part pour la Colombie.

3 Le Mexique a tiré 6 milliards de dollars sur sa ligne de *swap* (sur les 60 à sa disposition) et le Brésil n'en a pas fait usage.



Le retrait de ces outils du GFSN a eu lieu le 31 décembre 2021 pour les lignes de *swap* de la Fed, après plusieurs prolongements, et au deuxième trimestre 2022 pour les lignes FMI, sauf extension. Il constitue un véritable risque pour les conditions de

financement de la région latino-américaine, où les accords régionaux demeurent financièrement limités, alors qu'ils sont un élément essentiel du filet de sécurité en Asie par exemple (via le mécanisme Chiang Mai notamment).

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Caroline Corcy

Directeur de la publication

Gilles Vayssset

Réalisation

Studio Création
Direction de la Communication

Rédaction en chef

Céline Mistretta-Belna

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

