

Session de travail I :

Financements durables pour le développement de l'Afrique

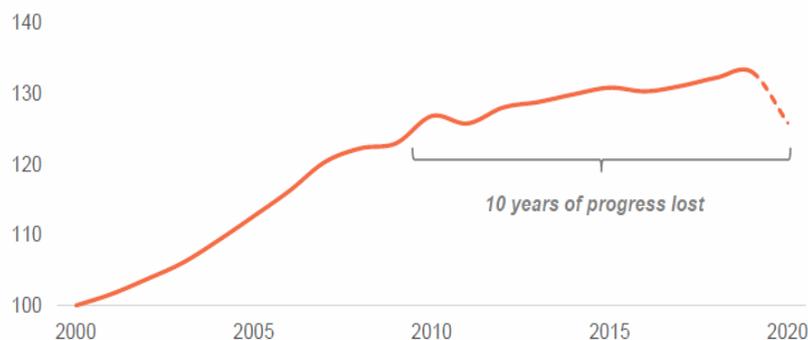
Où en sommes-nous et que nous disent les statistiques ?

La pandémie de Covid-19 a provoqué de graves perturbations du système financier international et eu un impact considérable sur l'économie de tous les pays, avancés, émergents et en développement. Toutes les prévisions de croissance et de solde budgétaire ont été revues à la baisse, avec à la clé des problèmes de liquidité pour nombre de pays. Ces difficultés sont cependant particulièrement prégnantes pour les pays en développement situés notamment en Afrique subsaharienne (ASS), où la Banque mondiale et le FMI estiment qu'avec un recul de 6,7 %, 10 ans de hausse du PIB réel par habitant seront anéantis en 2020. Un accroissement de l'extrême pauvreté est également attendu. La Banque mondiale estime ainsi qu'entre 2019 et 2020, de 40 à 60 millions de personnes tomberont dans l'extrême pauvreté (moins d'1,90 dollar par jour pour vivre) par suite de la pandémie de Covid-19, laquelle est susceptible d'avoir des répercussions à long terme dans une région du monde qui devait déjà faire face, avant la crise, à des besoins importants de financement pour atteindre les Objectifs de développement durable (ODD) à l'horizon 2030.

Les pays d'Afrique subsaharienne sont donc confrontés à deux types de difficultés, exacerbées par la crise : i) un problème de liquidité à court terme pour maintenir le fonctionnement des États et gérer la volatilité des flux de capitaux, l'effondrement des recettes fiscales (manque à gagner estimé à 70 milliards de dollars par le FMI) et la baisse des recettes d'exportation (en particulier pour les exportateurs de matières premières) et des envois de fonds ; et ii) le défi à moyen et long terme de dégâts permanents causés à leur économie qui laisseront des cicatrices potentiellement durables sur le secteur privé (avec des filières particulièrement touchées comme le transport aérien et le tourisme, parmi tant d'autres), et se caractériseront également par un accès limité aux ressources de nature à favoriser les financements pour le développement aux fins d'atteindre les ODD.

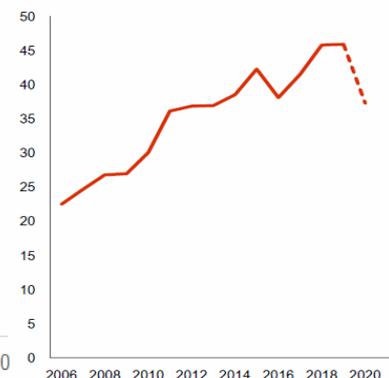
SSA: Real Per capita GDP

(Index: 2000=100)



SSA: Remittances

(US\$ billions)



Source: FMI et Banque mondiale.



Jusqu'à présent, les réponses face à l'urgence se sont concentrées sur le problème de la liquidité à court terme

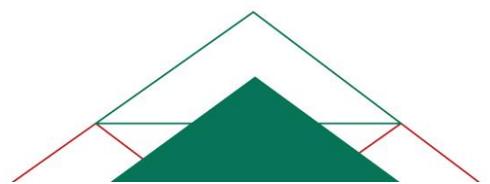
Pour répondre au défi de la liquidité à court terme, la communauté internationale a essentiellement déployé deux mécanismes : les financements d'urgence et la suspension du service de la dette. Le FMI, la Banque mondiale et les banques régionales de développement ont fortement augmenté leurs ressources disponibles pour les programmes d'urgence et ont déjà approuvé un grand nombre de programmes. À titre d'exemple, 90 pays ont sollicité des financements d'urgence auprès du FMI. Au 29 juin 2020, le conseil d'administration du FMI avait déjà validé 72 demandes pour un montant total de 18,2 milliards de DTS (l'équivalent de 24,9 milliards de dollars), dont 31 émanaient de pays d'Afrique subsaharienne à hauteur de 7,5 milliards de DTS (soit 10,2 milliards de dollars). Les banques multilatérales et bilatérales de développement ont fourni une aide budgétaire et accéléré le décaissement de fonds pour des projets, notamment dans le secteur de la santé.

Le mécanisme de l'allègement du service de la dette a également été utilisé pour réduire les pénuries de liquidités dans les pays les plus pauvres, qui se situent pour l'essentiel en Afrique. Les pays membres du G20 et du Club de Paris, ainsi que certains pays créanciers du Golfe (Émirats arabes unis et Koweït), ont annoncé le 15 avril 2020 la mise en place d'une initiative de suspension du service de la dette (ISSD), qui aura cours jusqu'à la fin de l'année 2020. L'ISSD préserve la valeur actualisée nette des dettes concernées par le biais de leur refinancement ou de leur rééchelonnement sur une brève période (4 ans, dont 1 an de délai de grâce). Dans son deuxième mois d'application, cette initiative historique a fait l'objet de 41 demandes au total, dont 26 émanant de pays d'Afrique. Cette initiative a vocation à bénéficier à soixante-treize pays éligibles, qui sont les États membres de l'Association internationale de développement et les pays les moins avancés, au sens des Nations unies, dont 38 se situent en Afrique. L'ISSD est en cours de déploiement, à un rythme soutenu, par les créanciers publics bilatéraux. Les créanciers privés ont été incités à prendre part à l'Initiative, dans des conditions comparables et sur la base du volontariat. Le dépôt d'une demande d'ISSD auprès de créanciers publics bilatéraux n'oblige pas les pays bénéficiaires à faire la même demande auprès de créanciers privés. La participation de créanciers multilatéraux à l'Initiative est aussi à l'étude. Quelque 27 pays bénéficient également de dons pour honorer le remboursement à l'échéance et le versement des intérêts au FMI grâce au fonds fiduciaire d'assistance et de riposte aux catastrophes.

Quelles voies suivre à présent ?

Pour répondre aux difficultés à moyen et long terme des économies d'ASS, il paraît nécessaire d'agir sur plusieurs fronts.

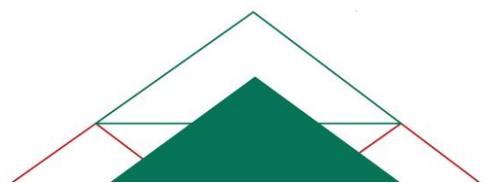
Premièrement, suivre la mise en œuvre de l'ISSD et évaluer la nécessité d'un traitement supplémentaire de la dette : il conviendra d'évaluer les effets immédiats de l'ISSD et d'en envisager les éventuelles prochaines étapes. Une



analyse actualisée des besoins de liquidité est attendue du FMI et de la Banque mondiale à l'automne. Cette analyse aidera à étayer la décision des créanciers quant à la prolongation de l'ISSD au-delà de 2020 afin de faire face à une situation persistante de pénurie de liquidités. Par ailleurs, l'ISSD laissera plus de temps au FMI et à la Banque mondiale pour actualiser leur analyse de la soutenabilité de la dette pour les pays bénéficiaires de l'ISSD, en y intégrant l'ensemble des engagements financiers du secteur public de ces pays tels que publiés. L'analyse montrera dans quelle mesure un soutien au-delà de l'ISSD serait souhaitable. Certains pays pourraient ne pas avoir besoin d'un traitement supplémentaire de la dette en dehors de l'ISSD, surtout si celle-ci se voit prolongée. D'autres pays pourraient en revanche avoir besoin d'une aide au financement de leur dette plus étendue, telle qu'un rééchelonnement, neutre pour la VAN. Toutefois, il pourrait y avoir un nombre substantiel de pays pour lesquels la dette ne pourra redevenir soutenable qu'après un traitement en profondeur du stock de dette. Pour cette troisième catégorie de pays, la restructuration de la dette, qu'elle soit détenue par des créanciers publics ou privés, serait nécessaire et devrait être entreprise au cas par cas, selon une démarche multilatérale, qui inclue un cadre macroéconomique solide à moyen terme et une conditionnalité appropriée. Le G20 continuera de promouvoir l'ISSD et les initiatives de transparence en matière de dette, telles que l'amélioration de la communication des données sur la dette, l'exercice de rapprochement des dettes entre FMI et Banque mondiale et le cadre de suivi budgétaire réalisé par le FMI et la Banque mondiale.

Deuxièmement, protéger et rétablir l'accès des pays au marché : un autre facteur important pour la prospérité future des pays de l'ASS sera de protéger l'accès au marché voire de rétablir cet accès, selon la situation antérieure des pays. Pour les pays d'Afrique qui bénéficiaient d'un accès aux marchés internationaux de la dette avant la crise, les IFI peuvent aider à protéger ou rétablir l'accès au marché en contribuant à bâtir un cadre macroéconomique solide, qui repose sur des politiques économiques saines. En outre, les BMD pourraient proposer des instruments temporaires de rehaussement de crédit, tels que des garanties partielles sur les dettes souveraines, afin de renforcer la confiance des investisseurs et d'ancrer les taux des obligations à un niveau soutenable. Ces instruments pourraient être utilisés pendant une période limitée, par exemple jusqu'à la fin de l'année 2021. D'autres instruments, tels que les véhicules *ad hoc* (SPV), pourraient jouer un rôle dans le rétablissement de la confiance des investisseurs et l'inversion des flux sortants de capitaux. Par ailleurs, le contexte d'affaiblissement durable des positions extérieures de nombre de pays plaide largement en faveur d'une accélération du développement des marchés intérieurs de capitaux, en particulier pour les marchés nationaux d'obligations souveraines. Les IFI ont un rôle à jouer pour aider les pays à mettre en place le bon éventail de politiques dans le secteur financier, de nature à favoriser l'approfondissement du marché financier, le développement d'un marché secondaire et d'une base d'investisseurs nationaux et, à plus long terme, d'améliorer la liquidité des marchés des changes.

Troisièmement, renforcer les financements pour le développement et les fonds provenant du secteur privé : dans un contexte post-crise où les ressources budgétaires disponibles des pays donateurs se raréfient, un objectif essentiel dans l'optique d'un renforcement des financements pour le développement doit être de développer, plus encore que ce qui a été envisagé jusqu'alors, la contribution du



secteur privé au financement du développement de l'Afrique. Dans un environnement post-crise, l'aversion pour le risque tend à augmenter, de sorte que les financements privés peuvent se tarir. Pour contrer cette volatilité des flux de financement du secteur privé, les BMD pourraient axer certaines de leurs interventions sur la sécurisation (*de-risking*) des investissements en provenance du secteur privé, en proposant des cofinancements et des instruments de rehaussement de crédit ou en jouant le rôle de catalyseur de l'investissement privé. Renforcer l'environnement des affaires dans les pays d'ASS, notamment en termes de stabilité et de clarté des conditions mises en place pour l'investissement et la fiscalité, sera également essentiel pour attirer les bailleurs de fonds privés. Des efforts en matière d'assistance technique seront utiles à cet égard, tout comme le développement de financements de projet innovants et de partenariats public-privé.

Quatrièmement, apporter un soutien aux PME : enfin et surtout, le soutien au secteur privé africain lui-même, et en particulier à ses PME, sera un élément-clé du développement et de la prospérité des économies d'ASS. Après des années de développement, la crise actuelle, avec son lot de confinements et d'effondrement des flux commerciaux, a fragilisé de nombreuses PME, dont la quasi-totalité appartient ou est exploitée par des nationaux. Tout comme les pays d'Afrique eux-mêmes, les PME africaines sont confrontées à un problème de viabilité à long terme et de liquidités. Un moyen de les soutenir pourrait être par exemple d'apporter de la liquidité en les refinançant ou en garantissant de nouveaux emprunts contractés auprès de banques privées ou de banques publiques de développement. Sur le long terme, le soutien reposerait sur des plans nationaux de relance ou des aides sectorielles abondées par des donateurs multilatéraux ou bilatéraux.



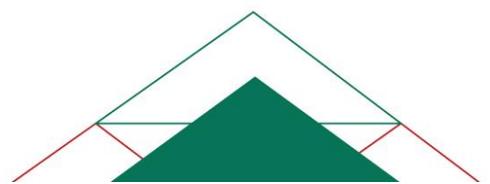
Session de travail II :

Mesures à prendre pour faire face à la situation actuelle et favoriser la reprise des flux de capitaux vers les économies émergentes

Où en sommes-nous et que nous disent les statistiques ?

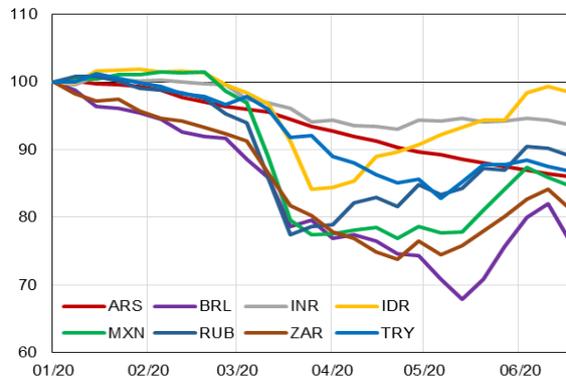
La crise sanitaire mondiale a eu de multiples répercussions négatives dans les pays émergents et en développement. Tandis que l'épidémie de Covid-19 se transformait en pandémie mondiale et que l'aversion au risque grimpait en flèche, les économies émergentes et en développement subissaient une multitude de chocs. Le cours du pétrole et de certaines autres matières premières s'est effondré, tandis que les conditions financières mondiales se sont notablement durcies, avec en particulier une raréfaction de l'accès aux financements en dollars. Dans ce contexte, les économies émergentes ont connu un arrêt soudain et une inversion des flux de capitaux, la monnaie des principales économies émergentes s'est considérablement dépréciée et les écarts de taux des obligations souveraines (*spread*) ont connu des tensions.

Ce qui semble distinguer cette crise des autres, c'est l'ampleur exceptionnelle et la rapidité des sorties de capitaux. Selon les estimations de l'Institute of International Finance (IIF), plus de 80 milliards d'USD ont été rapatriés des pays émergents au cours du seul mois de mars et la baisse totale des investissements de portefeuille dépasserait les 100 milliards d'USD sur la période allant de février à début juin. Les fuites de capitaux des économies émergentes liées à la Covid-19 ont donc été plus prononcées que lors d'épisodes semblables de l'histoire récente, comme la crise financière mondiale de 2008, le *Taper Tantrum* de 2013 ou la période de turbulence qu'a connue la bourse chinoise en 2015-2016, et ont eu des effets variables sur les économies émergentes, touchant plus lourdement les pays exportateurs de pétrole, les pays très endettés et les pays pré-émergents. S'agissant des investissements directs étrangers, une forte baisse des flux entrants est également attendue, conséquence à la fois de l'incidence des confinements sur l'économie réelle et de la baisse des bénéfices réinvestis, laquelle découle de la chute des bénéfices et de la mise à l'arrêt des nouveaux projets par les entreprises durant la crise.

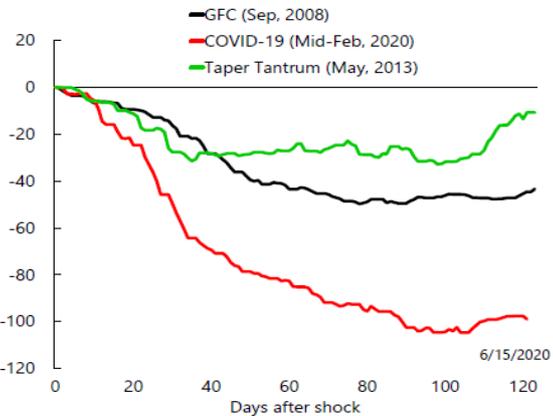


Graphique 1. Choc sur les taux de change et sorties de capitaux liés à la Covid-19.

A. Taux de change des EME (1^{er} janvier = 100)



B. Investissements de portefeuille (en milliards de dollars)



Source: Refinitiv, Institute of International Finance, FMI

Des premiers signes de stabilisation apparaissent et le sentiment général des marchés s'est amélioré.

Depuis le plus fort des turbulences sur les marchés financiers au mois de mars, la plupart des monnaies des économies émergentes ont commencé à sortir de l'ornière, les écarts de taux se sont resserrés et les conditions de financement internationales se sont considérablement assouplies. Des données à haute fréquence semblent même indiquer une stabilisation des sorties de capitaux des économies émergentes au mois de mai. Chaque fois que possible, les pays émergents ont utilisé la flexibilité de leur taux de change comme première ligne de défense, sont intervenus sur les marchés des changes et ont apporté de la liquidité. Toutefois, le recours à des mesures de gestion des flux de capitaux, en particulier des flux sortants, a été très limité jusqu'à présent. L'amélioration du sentiment des marchés résulte en grande partie des mesures sans précédent prises par les banques centrales (telles que la conclusion de nouveaux contrats d'échange (*swaps*) par la Réserve fédérale américaine, une baisse généralisée des taux directeurs ou des politiques monétaires non conventionnelles dans les pays émergents), des vastes plans de relance budgétaires et financiers et des premiers signes de recul de la pandémie dans certaines régions. Les institutions financières internationales ont réagi rapidement à la crise au moyen d'un dispositif de financement d'urgence sans précédent. L'aide financière présentée par le Groupe de la Banque mondiale et les autres banques multilatérales de développement s'est élevée à un total de plus de 300 milliards de dollars de financement pour les pays émergents et à faible revenu. Cela comprend (i) des programmes d'investissement ciblés dans le secteur de la santé en coordination avec des institutions spécialisées telles que l'OMME, (ii) un soutien aux plus pauvres à travers des filets de sécurité et des programmes de transferts monétaires, (iii) un soutien budgétaire d'urgence aux pays touchés, notamment par des appuis budgétaires généraux ou sectoriels conformes aux programmes du FMI, (iv) l'appui au secteur privé, y compris les entreprises et les institutions financières, notamment par le biais de programmes de financement du commerce, de liquidité et de fonds de roulement.

Néanmoins, les risques restent importants et les vulnérabilités préexistantes pourraient se matérialiser en raison de la pandémie de Covid-19.

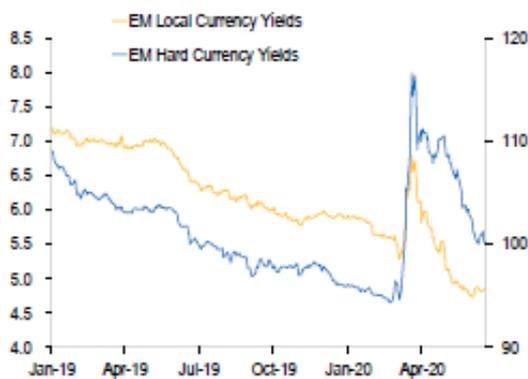
Les économies



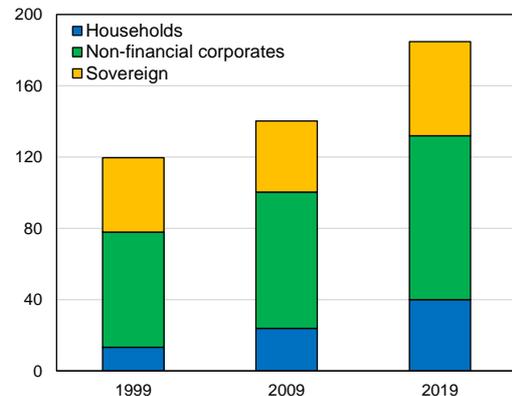
émergentes ont désormais moins de marge de manœuvre budgétaire, monétaire et extérieure qu'avant la crise, et sont donc moins à même d'absorber les chocs à venir. Par exemple, une deuxième vague épidémique ou une contraction plus longue que prévu de l'activité économique pourraient provoquer de nouveaux épisodes de volatilité et conduire à une réappréciation du risque sur les marchés financiers, ce qui aurait de nombreuses conséquences néfastes sur les économies émergentes et en développement, notamment un durcissement des conditions financières qui pourrait exacerber le choc de croissance, déjà sans précédent. De plus, le fort endettement des entreprises et des ménages, qui atteignait déjà des niveaux record avant l'épidémie, pourrait entraîner des défauts de paiement et des faillites en cas de reprise molle et compromettre ainsi la solidité globale des systèmes bancaires, tandis que de nouvelles baisses des notations pourraient accentuer les sorties de capitaux.

Graphique 2. Le sentiment des marchés envers les économies émergentes s'est amélioré, mais les risques persistent

A. Écarts de taux de la dette souveraine des EMEs



B. Dette des EME (% du PIB)



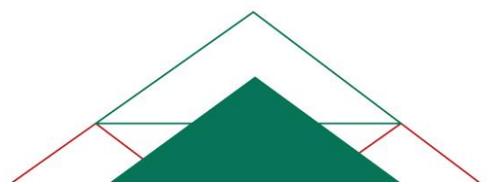
Source :

Refinitiv, MMECI, Institute of International Finance, Mise à jour du rapport sur la stabilité financière dans le monde publié par le FMI.

Quelles voies suivre à présent ?

S'assurer que les outils dont disposent les institutions financières internationales sont adaptés à la nouvelle phase de la crise et que ces institutions sont bien coordonnées entre elles et avec les autres acteurs devrait progressivement devenir la priorité.

Les instruments de financement d'urgence du FMI ont été rapidement déployés et continueront de l'être ces prochains mois. Le conseil d'administration du FMI se prononcera dans les semaines à venir sur une éventuelle hausse temporaire des plafonds d'accès à ses ressources. Toutefois, au cours des prochains mois, comme les pays auront vraisemblablement besoin de conclure de nouveaux accords plus complets et de plus longue durée avec le FMI, celui-ci devrait mener une réflexion sur les outils, les politiques et les niveaux de financement les plus adéquats à mettre en place. Cette réflexion devrait avoir pour optique de préparer au mieux les pays à la prochaine phase de la crise et de les aider à bâtir des structures macroéconomiques résilientes. L'accélération de la réflexion en cours sur les DTS serait un complément utile à cette stratégie.



Ces derniers mois, le FMI a aussi ouvert l'usage de ses lignes de crédit de précaution à de nouveaux pays, notamment latino-américains, et a créé un nouvel instrument, la ligne de liquidité à court terme, pour aider les pays disposant de fondamentaux solides à surmonter les chocs extérieurs. Le développement de ce type d'instruments est également destiné à éviter les stigmatisations qui pourraient accentuer les sorties de capitaux des économies émergentes et en développement. Ces prochains mois, il sera très utile d'évaluer l'appétit pour ces instruments et de déterminer s'ils sont bien adaptés à la situation de chaque pays.

Ces éléments font partie de la panoplie d'outils mise en place par la communauté internationale pour contrer les pénuries de liquidités. Cette boîte à outils comprend également l'Initiative de suspension du service de la dette du G20 en faveur des pays les plus fragiles, ainsi que les autres composantes du filet de sécurité financière mondial, tels que les accords de financement régionaux et les contrats d'échange (*swap*) et de mise en pension de titres (*repo*) entre banques centrales. Il est essentiel de s'assurer de la bonne coordination et de la complémentarité des différentes composantes de ce dispositif mondial de sécurité financière.

Les économies émergentes disposent de plusieurs options pour atténuer les effets de la volatilité des flux de capitaux en cas de deuxième vague épidémique. Chaque fois que possible, les économies émergentes devraient exploiter la flexibilité de leurs taux de change : les banques centrales devraient se tenir prêtes à intervenir sur les marchés des changes pour redresser les conditions de marché lorsque les réserves sont suffisantes. Le maintien des mesures d'apport de liquidités et l'allègement temporaire des exigences de coussins macroprudentiels, en particulier celles liées à la monnaie, pourraient contribuer à limiter les faillites et le risque de liquidité sur le marché des changes, lesquels accentueraient la crise économique. Le « guidage prospectif » (*forward guidance*) et les politiques monétaires non conventionnelles, telles que les programmes d'achat d'actifs, pourraient aider à préserver le bon fonctionnement des marchés en période de tension, tandis que l'accès à des couches supplémentaires du filet de sécurité financière mondial, dans les cas pertinents, pourrait offrir aux économies émergentes la possibilité d'obtenir des financements auprès de plus nombreuses sources. Des mesures de gestion des flux de capitaux pourraient aussi être envisagées, sous réserve qu'elles soient transparentes et temporaires, pour éviter une trop grande volatilité et des sorties de capitaux excessives, qui accroîtraient les risques liés à la crise. Enfin, les économies émergentes pourraient solliciter des financements extérieurs, notamment auprès du FMI et des banques multilatérales de développement, pour planifier un ajustement plus graduel à la crise.

Faciliter les envois de fonds. La contraction des grandes économies a considérablement réduit les envois de fonds vers les marchés émergents et les économies en développement. Ces flux sont une source importante de financements étrangers et un complément majeur aux revenus des ménages dans beaucoup de pays à faible revenu. Le G20 souhaite résoudre les difficultés liées aux dispositifs de paiement transfrontalier en tenant compte des besoins des expéditeurs et des destinataires des fonds ainsi que des aspects réglementaires et technologiques.



Session de travail III :

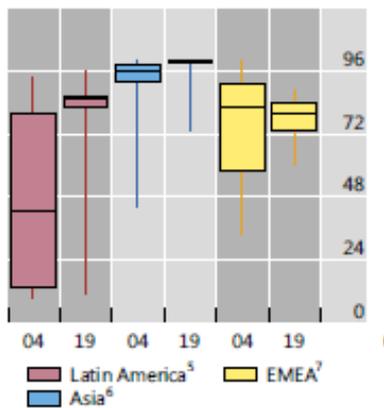
Renforcer la résilience et développer des sources de financement plus soutenables pour l'avenir

Où en sommes-nous et que nous disent les statistiques ?

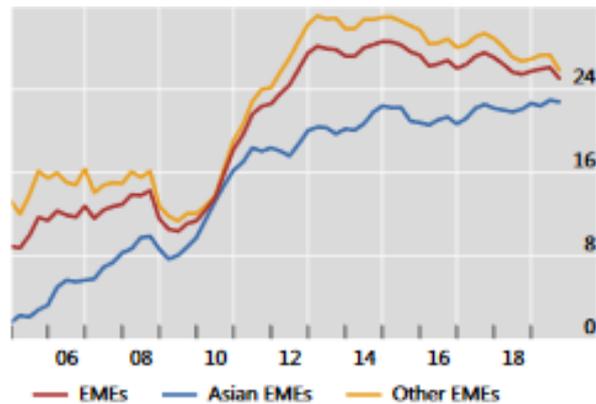
Les économies émergentes ont dans une large mesure éliminé le risque que l'asymétrie de devises faisait peser sur leur dette souveraine. Dans les années 90, l'émission de titres de dette en devises (généralement en dollars) et l'asymétrie de devises qui en a résulté ont provoqué des crises financières et de la dette dans les économies émergentes. Ces dernières ont donc émis de plus en plus d'obligations souveraines en monnaie nationale, une tendance qui s'est accélérée ces dix dernières années alors que les actifs des économies émergentes libellés en monnaie nationale rencontraient une demande de plus en plus forte des investisseurs internationaux, du fait notamment de l'accélération de la recherche de rendement dans un contexte de politiques monétaires accommodantes dans les pays avancés. Aujourd'hui, les obligations souveraines en monnaie nationale représentent la majorité des obligations souveraines émises dans les économies émergentes, un quart de ces actifs étant détenus par des investisseurs non-résidents.

Graphique 1. Emprunt en devises et obligations souveraines des économies émergentes émises en monnaie nationale détenues par des investisseurs étrangers

A. Dette libellée en devises (% au total de la dette)



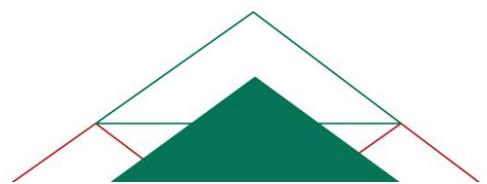
B. Obligations souveraines détenues par des investisseurs étrangers (% du total de la dette)



Note : Sur le diagramme A, les boîtes à moustache représentent la médiane et l'intervalle interquartile en 2004 et 2019.

Source : Banque des règlements internationaux, Institute of International Finance.

Toutefois, le risque de change n'a pas disparu et les économies émergentes demeurent exposées au risque de déclenchement d'une boucle de rétroaction pro-cyclique entre les taux de change, les écarts de rendement des obligations et les sorties de capitaux. En premier lieu, une part importante des obligations de



sociétés dans les économies émergentes restent libellées en devises. Sur le marché des obligations souveraines, où les émissions en monnaie nationale se taillent désormais la part du lion, les vulnérabilités sont liées à la présence importante d'investisseurs non-résidents combinée à l'absence de couverture de ces investisseurs contre les risques de fluctuation du cours des monnaies des économies émergentes. Dans la pratique, cela signifie que les dépréciations du taux de change d'une monnaie d'une économie émergente amplifient les pertes des investisseurs lorsque ces dernières sont évaluées en devises. Ceci peut potentiellement entraîner une réappréciation du risque sur les marchés financiers (avec, par exemple, une augmentation des *spreads*) et, au bout du compte, des sorties de capitaux, qui, dans la mesure où elles tendent à s'intensifier en période de tension, peuvent générer une situation dans laquelle dépréciation monétaire et durcissement des conditions de financement s'alimentent mutuellement.

Quelles voies suivre à présent ?

La poursuite du développement des marchés obligataires en monnaie nationale, y compris pour les obligations de sociétés, et la constitution d'un socle plus important d'investisseurs nationaux pourraient permettre aux économies émergentes de réduire la volatilité des flux de capitaux. Du fait du nombre réduit d'investisseurs nationaux dans les économies émergentes, le développement des marchés obligataires en monnaie nationale s'est davantage appuyé sur des investisseurs non-résidents. Toutefois, comme l'a souligné une étude de la BRI³ sur le choc financier provoqué par la COVID-19, une participation plus importante d'investisseurs étrangers sur les marchés obligataires en monnaie nationale tend à s'accompagner de variations plus importantes des écarts de rendement des obligations. Renforcer la mobilisation du revenu national, en élargissant le socle d'investisseurs institutionnels nationaux, et attirer des sources plus stables de financement, tels que des investissements directs étrangers (IDE), peut contribuer à rendre les économies émergentes moins dépendantes de sources de financement plus volatiles, comme les flux de portefeuille par exemple. Cet effort est l'une des priorités de la présidence saoudienne du G20. Parallèlement, le développement de marchés financiers plus importants, comme les marchés des produits dérivés et les marchés des pensions livrées (*repo*), notamment pour les opérations de change et les maturités plus longues, pourrait permettre aux investisseurs de se couvrir plus facilement contre les fluctuations monétaires et contribuer à une plus grande liquidité des marchés financiers des économies émergentes, et donc à limiter la volatilité des prix des actifs. D'autres instruments, tels que les obligations souveraines indexées sur le PIB ou sur l'inflation, pourraient être envisagés pour protéger les économies émergentes contre les mouvements de capitaux en temps de crise.

L'expérience montre que, pour accroître le potentiel de développement des marchés des capitaux, les pays doivent remplir des conditions minimales préalables allant au-delà de la création d'une base d'investisseurs institutionnels locaux et comprenant, entre autres, un environnement macroéconomique sain,

³ BRI Bulletin N° 5 « *Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic* », Avril 2020.



des institutions solides et un niveau minimal de développement du secteur financier. En outre, la mise en œuvre de la réforme nécessite une approche globale qui aborde un éventail de domaines interdépendants (par exemple, les marchés monétaires, la réglementation, le développement de la courbe des taux, les infrastructures de marché), tout en reliant les activités de conseil et en aval pour la mobilisation effective des investissements. Après des années d'expérience sur le terrain dans les pays, cette approche globale a été adoptée par le Groupe de la Banque mondiale dans le cadre de son programme conjoint sur les marchés des capitaux (J-CAP), réunissant la Banque mondiale et la SFI sur la conception et la mise en œuvre des réformes des marchés des capitaux.

Des cadres d'action solides et les enceintes multilatérales ont également un rôle à jouer. Comme l'ont montré les crises passées, les réserves de devises peuvent aider les banques centrales à limiter les dépréciations monétaires excessives et à prévenir des sorties de capitaux importantes, tandis que des anticipations d'inflation solidement ancrées peuvent contribuer à limiter les effets d'une dépréciation des taux de change sur l'inflation. Un recours plus marqué à une politique macroprudentielle dans les économies émergentes pourrait également contribuer à renforcer la résilience du système financier face à la volatilité des flux de capitaux. Les travaux en cours du FMI sur le cadre d'action intégré (*Integrated Policy Framework*), qui vise à exploiter les complémentarités des politiques monétaires et des politiques de change, ainsi que des mesures macroprudentielles et des mesures de gestion des flux de capitaux, pourraient se révéler utiles pour orienter la politique des économies émergentes. Conjointement avec la Vision institutionnelle du FMI sur les flux de capitaux, le Code de libération des mouvements de capitaux de l'OCDE récemment révisé, accord multilatéral destiné à favoriser des mouvements de capitaux ouverts et ordonnés, sert de plateforme d'échange de bonnes pratiques en la matière, notamment sur les façons d'éviter les effets de contagion et une fragmentation inutile des marchés qui pourraient compromettre la reprise économique.

