

RESUME

A. Conclusions

Conseils bilatéraux

Le FMI a le mérite d'avoir actualisé au cours des dix dernières années le cadre guidant ses conseils bilatéraux sur la gestion des flux de capitaux volatils. Depuis la crise financière mondiale, les pays émergents et les pays en développement demeurent exposés à de fortes hausses et à de brusques retournements des flux de capitaux, y compris très récemment du fait de la pandémie de COVID-19. La position de l'institution sur la libéralisation et la gestion des flux de capitaux (ci-après « position de l'institution ») qui a été approuvée en 2012 a été une avancée majeure dans la formalisation d'une approche cohérente pour guider les conseils dispensés par le FMI concernant les conditions dans lesquelles des mesures de gestion des flux de capitaux peuvent s'avérer efficaces dans le contexte d'un cadre stratégique plus large pour réfléchir à la libéralisation du compte de capital et aux difficultés inhérentes à la gestion de la volatilité des flux de capitaux. Parallèlement, le FMI a élaboré un cadre pour guider ses conseils sur les mesures macroprudentielles afin de donner des conseils de pointe sur l'efficacité de divers autres outils à utiliser pour faire face à des flux de capitaux volatils et plus généralement pour préserver la stabilité financière. Ensemble, ces deux cadres — avec l'analyse continue du FMI sur l'efficacité des interventions sur le marché des changes, l'évolution de l'outil du FMI pour l'évaluation du solde extérieur, un nouvel indicateur pour évaluer l'adéquation des réserves et une nouvelle décision sur la surveillance intégrée — ont donné aux services du FMI une base plus solide pour mener un dialogue structuré avec les autorités nationales sur les politiques les plus adaptées à la gestion des flux de capitaux.

De manière générale, l'aide bilatérale apportée par le FMI en matière de flux de capitaux a suivi plutôt fidèlement la position de l'institution et les autres cadres stratégiques. Des efforts considérables ont été déployés pour que les conseils dispensés soient cohérents, adaptés aux situations nationales et impartiaux quel que soit le pays. Le FMI a adapté son assistance technique afin d'aider les pays à mieux comprendre et mettre en œuvre les conseils donnés conformément à la position de l'institution. Les nombreuses études de cas réalisées pour les besoins de la présente évaluation constatent que, conformément à la position institutionnelle, les pays ont généralement combiné un ensemble de mesures au lieu d'utiliser des mesures de gestion des flux de capitaux pour reporter les ajustements des politiques économiques qui s'imposaient. Les représentants de nombreux pays ont reconnu que le FMI s'était ouvert à l'utilisation des mesures de gestion des flux de capitaux en tant qu'outils de gestion des fortes augmentations des entrées de capitaux et qu'il se montrait plus prudent dans sa promotion de la libéralisation du compte de capital. Les conseils des services du FMI sur la gestion des sorties de capitaux perturbatrices en situation de crise ou de quasi-crise ont été jugés pragmatiques et efficaces, en particulier dans le contexte des programmes appuyés par le FMI.

Confrontés à un brusque retournement des flux de capitaux lors de la crise de la COVID-19, les pays émergents et les pays en développement ont généralement suivi une approche pluridimensionnelle conforme à la position de l'institution et ont pu résister à de fortes tensions externes. Les pays ont fourni un vigoureux soutien budgétaire et monétaire tout en laissant les taux de change absorber l'ajustement externe, en limitant les interventions sur le marché des changes ou le recours à des mesures de gestion des flux de capitaux. La plupart des pays émergents et des pays en développement ont pu résister aux brusques sorties de capitaux enregistrées en mars-avril 2020 et tirer parti de la récente amélioration des conditions, même si les perspectives demeurent très incertaines.

En dépit de ces réussites, les expériences nationales et les recherches récentes, dont les récents travaux du FMI portant sur un cadre stratégique intégré, ont soulevé plusieurs questions relatives aux conseils du FMI en matière de gestion des flux de capitaux volatils :

- **Utilisation préventive des mesures de gestion des flux de capitaux.** Il est arrivé que les principes directeurs de la position de l'institution invitant à ne pas utiliser les mesures de gestion des flux de capitaux de façon préventive et à les imposer tout au plus temporairement en cas d'afflux de capitaux ou de situation de crise ou de quasi-crise se heurtent à un considérable rejet de la part des autorités nationales. Ces principes directeurs semblent également aller à l'encontre des constats de récentes recherches indiquant que dans certaines situations, il peut être profitable d'insérer des mesures portant sur le compte de capital dans le cadre de stabilité financière et que dans certaines conditions, les limites à la libéralisation du compte de capital peuvent accroître utilement la portée des mesures traditionnelles de stabilisation, comme la politique monétaire. En outre, les acteurs des marchés financiers et les agences de notation semblent de plus en plus disposés à reconnaître que des mesures portant sur le compte de capital bien conçues peuvent contribuer à contenir les risques d'instabilité dans certaines situations.
- **Distinction entre mesures de gestion des flux de capitaux/mesures macroprudentielles et mesures macroprudentielles.** Les efforts pour établir une distinction subtile entre des mesures très proches classées comme mesures de gestion des flux de capitaux/mesures macroprudentielles et comme mesures macroprudentielles ont suscité des désaccords récurrents. Des autorités s'opposent à ce que le FMI classifie comme mesures de gestion des flux de capitaux ou mesures de gestion des flux de capitaux/mesures macroprudentielles les mesures qu'elles ont appliquées pour atteindre les objectifs de stabilité financière parce qu'elles craignent une « stigmatisation », mais aussi en raison des principes directeurs de la position de l'institution qui restreignent l'utilisation des mesures classées comme mesures de gestion des flux de capitaux ou mesures de gestion des flux de capitaux/mesures macroprudentielles et indiquent notamment que ces mesures (contrairement aux mesures macroprudentielles) ne doivent pas être utilisées à titre préventif.

- **Rôle des interventions sur le marché des changes.** Il semble en outre que les interventions sur le marché des changes jouent un plus grand rôle que celui que leur reconnaissent parfois les conseils du FMI. Les expériences nationales et les recherches récentes semblent indiquer que la flexibilité du taux de change peut apporter moins de bénéfices de stabilisation par le biais de la balance commerciale qu'on ne le croyait précédemment et que les fluctuations du taux de change peuvent parfois amplifier un choc face à des flux volatils.
- **Gestion des sorties de capitaux perturbatrices.** Les autorités de certains pays ont estimé que dans le cadre de la surveillance qu'il exerce, le FMI aurait pu donner des conseils plus souples sur l'utilisation des mesures portant sur le compte de capital hors d'un contexte de « crise ou de crise imminente ». Lorsque les pays sont confrontés à de graves tensions externes avec une marge de manœuvre réduite, il semblerait plus fructueux d'accorder plus d'attention aux réflexions originales sur les possibles mesures à prendre bien avant que la situation ne se mue en crise ou en crise imminente.
- **Rôle des objectifs sociaux et politiques.** Les conseils du FMI en matière de flux de capitaux ont peiné à reconnaître que dans certaines circonstances, il peut être utile de limiter les entrées de capitaux de non-résidents pour atteindre les objectifs sociaux et politiques des pays, par exemple lorsque ces entrées de capitaux ont des conséquences sur l'accessibilité économique des logements.

L'application de la position de l'institution pose également des difficultés d'ordre plus technique :

- **Dépendance à l'égard des indicateurs.** Les conseils des services du FMI relatifs à l'utilisation des mesures de gestion des flux de capitaux et aux interventions sur le marché des changes s'appuient sur d'autres indicateurs, notamment le taux de change et l'adéquation des réserves de change, auxquels les autorités ne souscrivent pas totalement. Bien que le FMI ait récemment actualisé ses méthodes d'évaluation, les représentants des pays continuent de remettre en cause les résultats dans leur situation nationale particulière.
- **Quantification des seuils.** Les services du FMI, lorsqu'ils appliquent la position de l'institution pour conseiller sur certaines mesures de gestion des flux de capitaux, apprécient si une mesure vise à limiter les flux de capitaux et se basent sur des définitions subjectives de l'« augmentation des flux de capitaux », de la « pertinence macroéconomique » et de la situation de « crise ou quasi-crise ». Cette appréciation leur permet de tenir compte de la situation nationale, mais elle a aussi fait naître de fortes divergences d'opinion avec les autorités.

Ces difficultés ont suscité des préoccupations relatives à la valeur ajoutée et à l'influence des conseils du FMI relatifs à la gestion de la volatilité des flux de capitaux. Dans certains cas au

moins, les représentants des pays estiment que les conseils du FMI concernant les mesures de gestion des flux de capitaux et les interventions sur le marché des changes sont trop restrictifs au regard de la situation nationale. En outre, de profonds désaccords sur la classification d'une mesure ont amputé le temps consacré au dialogue et donné une impression de partialité. Lorsqu'ils ont découragé le recours aux mesures de gestion des flux de capitaux ou aux interventions sur le marché des changes, les services du FMI ont eu des difficultés à recommander des mesures de substitution précises ou à présenter des données convaincantes démontrant que les mesures de substitution seraient plus efficaces et généreraient moins de distorsions que les mesures dont ils préconisent la suppression progressive. De nombreux dirigeants estiment que tout en étant généralement raisonnables, les conseils du FMI sur la gestion des flux de capitaux peuvent être trop génériques et ils apprécieraient des données plus précises sur la meilleure utilisation possible de différents instruments de politique économique dans une situation donnée.

En ce qui concerne les conseils du FMI relatifs à la libéralisation du compte de capital à plus long terme, l'évaluation montre que les autorités nationales souscrivent généralement au cadre séquentiel de la position de l'institution et apprécient les conseils donnés par le FMI dans de nombreuses situations, mais aussi que dans certains cas, elles ont considéré que les conseils du FMI n'accordaient pas suffisamment d'attention aux implications plus générales de la libéralisation du compte de capital. Les représentants des pays ont particulièrement apprécié les conseils plus détaillés relevant de l'assistance technique. La plupart des autorités se félicitent de la prudence dont le FMI fait montre dans les pays qui ne réunissent pas encore les conditions pour recueillir les bénéfices nets de la libéralisation du compte de capital. Certaines d'entre elles craignent toutefois que la position de l'institution puisse parfois dissuader de prendre des mesures de libéralisation, car un retour sur ces mesures déclencherait un examen plus attentif des services du FMI. En outre, dans certains cas, les dirigeants et les experts ont jugé que le FMI était trop prudent quant aux conditions nécessaires pour l'ouverture du compte de capital et qu'il n'accordait pas une attention suffisante aux avantages collatéraux qu'elle apporte du point de vue du développement du marché et des institutions et à la robustesse du cadre de politique macroéconomique. Cela dit, dans un cas important, le FMI n'a peut-être pas mis en garde avec suffisamment de force sur la nécessité de consolider le cadre de politique macroéconomique à la suite d'une ouverture très rapide du compte de capital. Un autre aspect qui pourrait recevoir davantage d'attention est celui des effets sociaux et redistributifs de la libéralisation du compte de capital et des moyens d'en atténuer les conséquences défavorables.

Questions multilatérales

Le FMI a fait de considérables efforts pour adapter sa surveillance multilatérale de manière à répondre aux préoccupations concernant les effets de contagion et la volatilité des flux de capitaux. La décision de 2012 sur la surveillance intégrée a entraîné une forte expansion de la couverture des effets de contagion des politiques économiques d'un pays dans les rapports au titre de l'article IV pour les grands pays avancés et émergents et dans les grands rapports sur la surveillance multilatérale. Le FMI a également prêté attention aux effets que peuvent avoir les

structures réglementaires des pays sources sur l'ampleur et la volatilité des flux de capitaux vers les pays destinataires. Les effets de contagion des mesures de gestion des flux de capitaux ont également été analysés mais ils semblent moins tenaces ou avoir moins d'importance systémique.

Néanmoins, des préoccupations persistent quant à l'efficacité de ces travaux. Bien que la décision sur la surveillance intégrée ait développé l'analyse des effets de contagion dans les consultations au titre de l'article IV dans les pays sources, les conseils du FMI ont eu très peu d'effets. Les pays bénéficiaires nets d'entrées de capitaux demeurent convaincus que le FMI pourrait faire davantage pour encourager des politiques macroéconomiques plus équilibrées, moins tributaires de conditions monétaires extrêmement favorables. Et il faudra être vigilant lorsqu'il sera mis fin aux politiques monétaires extraordinairement accommodantes actuellement en vigueur dans les pays avancés afin d'éviter le type de tensions observé après la crise financière mondiale. Le FMI pourrait aussi redoubler d'efforts pour travailler avec des partenaires en vue de renforcer la surveillance réglementaire financière hors du système bancaire, notamment accorder plus d'attention aux questions systémiques dans la réglementation des marchés de valeurs mobilières qui pourraient réduire les risques de flux de capitaux volatils — un argument conforté par l'extrême volatilité des flux d'investissement de portefeuille de non-résidents pendant la crise de la COVID-19.

Il faut poursuivre et intensifier les efforts pour renforcer la cohérence entre la position de l'institution et d'autres cadres multilatéraux. Des avancées vers une plus grande cohérence entre la position de l'institution du FMI et le *Code de la libération des opérations invisibles courantes* de l'OCDE ont été réalisées grâce aux efforts de ces deux institutions ; il faudra les poursuivre. Tout en reconnaissant que les deux cadres diffèrent par nature, les services du FMI et ceux de l'OCDE ont travaillé en étroite coopération pour éliminer les tensions éventuelles, tandis que le code de l'OCDE révisé accorde plus de flexibilité dans le traitement des mesures basées sur les devises aux fins de la stabilité financière. Il sera en outre nécessaire d'éliminer les éventuelles tensions entre la position de l'institution et le cadre de Bâle III, notamment dans le traitement des accords de réciprocité et la réglementation sur la liquidité, des mesures classées comme mesures de gestion des flux de capitaux/mesures macroprudentielles dans la PI. D'autre part, d'autres travaux sont nécessaires pour concrétiser les aspirations de la position de l'institution à une plus grande cohérence entre les approches du FMI et celle des accords internationaux sur le commerce et l'investissement sur les questions relatives au compte de capital.

Surveillance, recherche et analyse

Le FMI a fait d'importantes contributions à la surveillance et à l'analyse des flux de capitaux et du contrôle des mouvements de capitaux ainsi qu'à la recherche dans ce domaine. Les recherches de pointe conduites par les services du FMI ont joué un rôle important dans la conception de la position de l'institution en 2012. Les conséquences de l'évolution des structures de marché et de la réglementation sur les flux de capitaux font l'objet d'une attention continue depuis dix ans. Travaillant en tandem avec le Conseil de stabilité financière, le FMI s'est efforcé de combler les lacunes dans les données afin d'améliorer le suivi des entrées de capitaux et d'élaborer

de meilleures grilles pour la surveillance des expositions de financement des établissements bancaires d'importance systémique mondiale. Avec le Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change, le FMI est resté une source de premier plan des données de base nécessaires au suivi de l'utilisation que font les pays des mesures portant sur le compte de capital.

Cependant, l'absence de programme de travail à moyen terme et l'insuffisance des ressources ont entravé la contribution des services du FMI dans ce domaine. L'attention portée par le FMI à l'analyse des flux de capitaux a été fluctuante et a souvent résulté d'initiatives individuelles au lieu de s'inscrire dans un programme de travail sur ces questions à l'échelle du FMI. Le Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change est géré depuis longtemps par une très petite équipe. En raison de l'insuffisance des ressources, la tâche consistant à utiliser les données du Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change pour résumer et analyser les restrictions aux mouvements de capitaux sous forme d'indices a été en grande partie laissée à des chercheurs extérieurs au lieu de répondre aux besoins propres du FMI. Les contraintes budgétaires empêchent aussi les services du FMI de souscrire aux bases de données commerciales nécessaires pour le suivi et l'analyse à haute fréquence des flux de capitaux et on observe un manque d'accès à certaines données pour des raisons de confidentialité.

Les travaux conduits tout dernièrement par le FMI afin d'élaborer un cadre stratégique intégré pour la gestion des chocs externes apportent d'ores et déjà des informations utiles pour éclairer les conseils qu'il dispense. Bien que ces travaux soient encore en cours, leurs résultats préliminaires permettent de tirer quelques leçons relatives à l'éventail des circonstances dans lesquelles les mesures de gestion des flux de capitaux peuvent être utiles ; ces leçons rejoignent les préoccupations soulevées plus haut découlant des expériences nationales et des recherches externes. Lorsque les travaux sur un cadre stratégique intégré seront achevés, il faudra refléter leurs conclusions dans les conseils du FMI tout en veillant à incorporer des considérations plus générales telles que les implications pour le développement du marché, qui ne s'intègrent pas aisément dans le cadre conceptuel à court terme du cadre stratégique intégré.

B. Leçons

Tout en reconnaissant que la position de l'institution est un grand progrès et que des efforts considérables ont été depuis apportés à sa mise en œuvre, les préoccupations exprimées dans le cadre de la présente évaluation laissent à penser que l'approche du FMI en matière de conseils sur les questions relatives au compte de capital doit être actualisée à la lumière de l'expérience des pays, des données empiriques et des avancées conceptuelles. Pour pouvoir dispenser des conseils pointus et convaincants sur les flux de capitaux, le FMI doit être prêt à apprendre et à s'adapter en continu, comme cela a été admis lorsque la position de l'institution elle-même a été approuvée. La pertinence de cette remarque est confortée par le risque évident que de nombreux PEPD soient confrontés à de graves épisodes de volatilité des flux de capitaux au cours du processus difficile et très incertain de la reprise après la pandémie ainsi que par les éclairages apportés par les travaux en cours du FMI sur un cadre stratégique

intégré, qui semble offrir une base intellectuelle bien adaptée pour l'actualisation que nous avons en tête.

Cette actualisation n'impose pas une refonte complète de la position de l'institution. Les principes généraux énoncés dans le résumé de la position de l'institution restent valables — notamment le postulat général que les flux de capitaux peuvent apporter d'importants bénéfices aux pays et que les mesures de gestion des flux de capitaux, bien qu'utiles dans certaines circonstances, ne doivent pas se substituer à un ajustement macroéconomique justifié. Ils remportent toujours l'adhésion générale des membres et seraient conservés. Il s'agirait principalement d'envisager un élargissement clairement défini des circonstances dans lesquelles les mesures de gestion des flux de capitaux s'inscriraient utilement dans l'éventail des instruments de politique économique, en particulier lorsque leur utilisation préventive et à plus long terme pourrait être justifiée.

Une modification de la conception de la position de l'institution tendant à reconnaître que les mesures de gestion des flux de capitaux peuvent trouver leur place dans un ensemble de circonstances un peu plus large favoriserait un dialogue plus riche avec les autorités. Un assouplissement des modalités d'utilisation appropriées des mesures relatives au compte de capital réduirait l'attention portée aux problèmes de classification, ce qui laisserait davantage de temps pour le dialogue. Et une plus grande place serait aussi laissée à l'examen de l'adaptation optimale de l'éventail des mesures à la situation politique et sociale d'un pays et à des conseils plus détaillés.

Une ferme surveillance à l'intérieur d'un cadre structuré continuerait d'assurer une protection contre la crainte justifiée qu'une approche plus flexible risque de favoriser une culture du « tout est permis ». Tout en reconnaissant l'importance de cette préoccupation, nous ne pensons pas qu'elle justifie de ne pas modifier un cadre qui n'est plus d'actualité et qui n'offre pas une base cohérente pour les conseils du FMI. En vertu de la position de l'institution modifiée, la surveillance du FMI serait encore chargée de conseiller sur la gestion des préoccupations relatives à la volatilité des flux de capitaux, sur la base d'une évaluation prudente des coûts et des avantages d'autres instruments pour la réalisation de buts précis. Les services du FMI auraient toujours la tâche d'évaluer si les conditions dans lesquelles les mesures de gestion des flux de capitaux peuvent être utiles sont réunies et de mettre en garde les autorités lorsque des mesures concernant le compte de capital risquent d'être sans effet, de générer des distorsions ou d'avoir d'autres répercussions défavorables. Le FMI doit continuer de lutter fermement contre les mesures portant sur le compte de capital qui peuvent être inefficaces ou générer des distorsions pour les pays eux-mêmes, peuvent avoir des effets de contagion négatifs pour d'autres pays ou pourraient viser à déprimer la valeur des monnaies.

En ce qui concerne plus précisément la crainte que les mesures portant sur le compte de capital ou les interventions sur le marché des changes soient utilisées pour déprimer la valeur des monnaies, l'appréciation de ce risque resterait obligatoire au cours de l'évaluation externe réalisée dans le cadre de la surveillance au titre de l'article IV et dans le

rapport sur le secteur extérieur. Une plus grande attention pourrait être apportée à l'examen de la structure globale des restrictions aux mouvements de capitaux en tant que source potentielle de distorsion des politiques économiques. La crainte que les mesures de gestion des flux de capitaux puissent être utilisées pour manipuler les taux de change ne semble pas avoir fait l'objet de tests empiriques rigoureux au FMI (ou ailleurs). Un tel exercice nécessiterait de nouvelles recherches afin que l'évaluation du solde extérieur réalisée par le FMI analyse plus finement le lien entre les mesures portant sur le compte de capital et les soldes extérieurs pour justifier la conclusion que certaines mesures ont effectivement des conséquences significatives sur les flux de capitaux et le taux de change.

C. Recommandations

Notre principale recommandation est qu'il est temps d'actualiser l'approche du FMI dans le domaine de la volatilité du compte de capital. Cet exercice impliquerait de revoir la position de l'institution à la lumière des expériences et des recherches récentes. Deux autres recommandations complètent cette première recommandation : i) maintenir un programme de travail à moyen terme solide et bien doté en ressources sur la surveillance et les recherches sur les questions liées au compte de capital et ii) renforcer la coopération avec les partenaires multilatéraux sur les questions relatives aux flux de capitaux. Ces recommandations se conforteraient mutuellement pour accroître la valeur ajoutée et l'intérêt des conseils du FMI en matière de flux de capitaux.

Recommandation n° 1 : revoir la position de l'institution à la lumière des expériences et des recherches récentes.

Une approche actualisée offrirait la base d'un dialogue plus fructueux avec les autorités nationales et accroîtrait la valeur ajoutée et l'efficacité des conseils du FMI. Cette revue devrait tirer les leçons du programme de travail sur un cadre stratégique intégré ainsi que de cette évaluation et s'intégrer dans la révision de la position de l'institution prévue pour 2021. Il conviendrait en particulier de réfléchir soigneusement aux modifications suivantes de la position de l'institution :

- *Permettre une utilisation préventive et plus durable des mesures relatives aux flux de capitaux dans certaines circonstances.* Certaines des conditions soigneusement délimitées posées par la position de l'institution à l'utilisation des mesures relatives aux flux de capitaux — en particulier l'injonction forte contre l'utilisation préventive et prolongée des mesures de gestion des flux de capitaux hormis en cas de brusque hausse des entrées de capitaux ou de crise ou de quasi-crise pour les sorties de capitaux — ne semblent pas justifiées à la lumière des travaux théoriques récents et de l'absence de base empirique solide. Trois modifications sembleraient particulièrement pertinentes :
 - *Réduire la distinction rigide opérée dans la position de l'institution entre les mesures macroprudentielles et les mesures de gestion des flux de capitaux/mesures macroprudentielles.* Autoriser l'utilisation préventive des mesures de gestion des flux

de capitaux/mesures macroprudentielles supprimerait la distinction rigide actuellement opérée dans la position de l'institution entre différentes mesures visant la stabilité financière et inciterait à accorder moins d'attention dans le dialogue aux questions de classification au profit d'une discussion sur les outils qui seraient les plus efficaces pour la réalisation des objectifs de stabilité financière.

- *Reconnaître que les mesures portant sur le compte de capital peuvent utilement contribuer à la gestion des questions sociales comme le prix des logements.* La position de l'institution pourrait être en particulier modifiée pour autoriser des restrictions préventives et durables liées au logement sur les investissements de non-résidents, sous réserve d'une évaluation montrant que ces mesures contribuent à alléger les pressions sur le prix des logements et qu'il n'y a pas d'autres moyens plus efficaces pour atteindre cet objectif. Cette modification serait cohérente avec les orientations standards figurant dans les Statuts au titre desquelles le FMI doit tenir compte de la situation économique et politique d'un pays.
- *Reconnaître que les mesures touchant au compte de capital peuvent utilement élargir la marge de manœuvre macroéconomique, surtout pour gérer les sorties de capitaux perturbatrices.* La position de l'institution pourrait être en particulier modifiée pour autoriser l'intégration des mesures de gestion des flux de capitaux dans un ensemble plus large de mesures visant à surmonter de graves tensions dans un contexte de marge de manœuvre réduite et à éviter une situation de « crise ou de quasi-crise ». Les conseils devraient évaluer les possibles gains à court terme apportés par la stabilisation des flux et l'accroissement de la marge de manœuvre pour assouplir la politique intérieure par rapport aux coûts à long terme liés au développement du marché et à la confiance des investisseurs.
- *Considérer les implications pour la distribution du revenu dans le cadre de la stratégie de libéralisation du compte de capital à l'intérieur de la position de l'institution.* Bien que les orientations de l'article IV des Statuts sur la libéralisation des flux de capitaux semblent demeurer globalement valables, il serait utile de reconnaître explicitement que la libéralisation du compte de capital a des implications pour la distribution du revenu et de donner des orientations sur les moyens d'atténuer les conséquences négatives lorsque celles-ci sont une source de préoccupation pour les autorités.
- *Repenser la notion de mesures de gestion des flux de capitaux.* La définition actuelle d'une mesure de gestion des flux de capitaux combine la forme et la fonction de la mesure à l'évaluation de son objectif (« limiter les flux de capitaux »). Cette approche de la classification a été source de confusions et de désaccords et a suscité des préoccupations relatives à l'impartialité car à forme et fonction égales, une mesure peut être classée mesures de gestion des flux de capitaux ou non dans différents pays et à différents moments dans un même pays. Bien que ce ne soit pas indispensable pour les modifications suggérées ci-dessus, il semblerait intéressant d'envisager une notion de

mesure portant sur le compte de capital uniquement basée sur la forme et la fonction, et non sur son objectif, conformément à l'approche solidement établie du Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change.

Recommandation n° 2 : renforcer la surveillance, l'analyse et les recherches sur les questions liées au compte de capital dans le cadre d'un programme de travail prolongé à l'échelle du FMI.

Un programme de travail à moyen terme convenu à l'échelle du FMI aiderait à assurer une couverture durable des questions essentielles relatives au compte de capital, à maintenir le FMI à l'avant-garde de l'analyse des flux de capitaux et à s'assurer que la position de l'institution et le cadre macroprudentiel reposent sur de solides bases empiriques. En s'appuyant sur les travaux en cours sur le cadre stratégique intégré, les priorités pourraient être : de poursuivre les recherches sur les coûts et avantages — y compris les possibles effets de contagion transfrontaliers et l'impact collatéral sur l'évolution du marché — des mesures relatives au compte de capital et des mesures macroprudentielles, entre autres pour tirer les leçons de l'expérience acquise lors de la crise de la COVID-19 ; d'accroître les ressources allouées au Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change, notamment pour que le FMI élabore ses propres indices d'ouverture des marchés de capitaux ; et de conduire de nouvelles recherches pour approfondir la couverture des questions de compte de capital dans les méthodologies d'évaluation du solde extérieur et de l'adéquation des réserves.

Recommandation n° 3 : renforcer la coopération multilatérale sur les questions touchant aux flux de capitaux.

Plus précisément, le FMI devrait :

- Poursuivre ses efforts pour travailler en cohérence avec l'OCDE sur les questions relatives au compte de capital, y compris en envisageant un accord de coopération avec l'OCDE.
- Poursuivre les échanges avec le Conseil de stabilité financière (CSF) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), en particulier pour promouvoir une réglementation visant les préoccupations systémiques liées aux flux transfrontaliers suscitées par les marchés des valeurs mobilières.
- Travailler avec le CSF et la Banque des règlements internationaux afin de renforcer la surveillance et la coordination des politiques macroprudentielles et des politiques en matière de compte de capital, notamment sur les effets de contagion transfrontaliers éventuels.
- Éliminer les tensions éventuelles entre la position de l'institution et le dispositif de Bâle III.

- Lancer une nouvelle initiative pour promouvoir un traitement conforme aux règles du FMI des questions relatives au compte de capital dans les traités internationaux sur le commerce et l'investissement.

Implications pour les ressources

Une mise en œuvre complète de ces recommandations pourrait nécessiter une modeste augmentation des effectifs nets affectés aux travaux portant sur les flux de capitaux.

L'achèvement des recherches sur le cadre stratégique intégré et la révision de la position de l'institution sont déjà intégrés au programme de travail du FMI ; par conséquent, la mise en œuvre de la recommandation n° 1 tendant à revoir la position de l'institution ne devrait pas nécessiter d'importantes ressources supplémentaires. La mise en œuvre d'une position de l'institution actualisée pour donner des conseils plus détaillés et accorder plus d'attention à l'évaluation des coûts et avantages d'autres mesures pourrait nécessiter des ressources supplémentaires, mais celles-ci pourraient être financées par les ressources économisées du fait que les services du FMI passeraient moins de temps à régler les questions de classification. D'autres ressources pourraient être nécessaires pour poursuivre les travaux de recherche et les travaux sur les données relatives aux flux de capitaux au-delà du cadre stratégique intégré conformément à la recommandation n° 2 et pour renforcer la coopération multilatérale sur les questions touchant aux flux de capitaux comme le suggère la recommandation n° 3.