

## **Rapport sur la stabilité financière dans le monde**

### **Résumé analytique -- Octobre 2008**

*Face à l'aggravation des turbulences sur les marchés financiers mondiaux, des mesures décisives et cohérentes à l'échelle internationale s'imposeront pour rétablir la confiance dans le système financier mondial. L'inaction ouvrirait la porte à une période pendant laquelle l'inversion de l'effet de levier deviendrait de plus en plus désordonnée et coûteuse pour l'économie réelle. En tout état de cause, le rétablissement de l'ordre dans le système sera une tâche difficile, car non seulement l'inversion de l'effet de levier est nécessaire, mais elle est aussi inévitable. C'est dans ces conditions difficiles et en évolution constante que le rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR) considère les événements récents pour proposer des mesures qui pourraient être utiles dans les circonstances actuelles.*

La confiance dans les institutions et les marchés financiers mondiaux a été fortement ébranlée. Les risques d'instabilité systémique sont apparus clairement en septembre avec l'effondrement ou la quasi-faillite de plusieurs grandes institutions. Selon l'édition d'octobre 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les tensions que subit le système financier mondial devraient accentuer le repli de la croissance mondiale et freiner la reprise. De plus, le risque de voir s'intensifier les interactions négatives entre le système financier et le reste de l'économie constitue une menace fondamentale. L'accumulation de pertes, la dépréciation des actifs et l'accentuation du ralentissement économique font planer des doutes graves sur la

viabilité d'une partie croissante du système financier. L'inversion de l'effet de levier décrite dans l'édition d'avril 2008 du GFSR s'est accélérée en devenant plus désordonnée, processus marqué par l'effondrement du prix des actions des institutions financières, la hausse des coûts de financement et de la protection contre les risques de défaillance, et la dépréciation des actifs. Des institutions se sont ainsi retrouvées soudainement en faillite, les marchés étant n'étant plus disposés (ou étant devenus incapables) de leur fournir du capital et des financements ou d'absorber les actifs. Les mesures prises en ordre dispersé pour remédier à l'insuffisance concomitante de liquidités et régler la situation des institutions en difficulté n'ont pas réussi à redonner confiance au marché, car elles faisaient abstraction du caractère généralisé des problèmes sous-jacents. L'inquiétude croissante concernant les risques de contrepartie ont engendré un quasi-blocage des marchés monétaires mondiaux. Le chapitre 1 présente les éléments sur lesquels fonder une approche plus globale, comme celle qu'envisagent actuellement certains pays. Les auteurs évaluent où en est l'inversion de l'effet de levier et jusqu'où elle doit encore aller. Ils proposent aussi un ensemble complet de mesures qui pourraient mettre un terme au processus destructif actuellement à l'œuvre.

Le rétablissement de la stabilité financière s'appuierait maintenant sur un engagement collectif et public des autorités des pays touchés de s'attaquer au problème de façon suivie et cohérente. Les différentes mesures à prendre varieront inévitablement d'un pays à l'autre, mais l'expérience des crises passées nous apprend que cinq principes devraient guider l'élaboration et déterminer la portée des mesures devant mener au rétablissement de la confiance en ces circonstances exceptionnelles. Ces cinq principes sont les suivants :

- 1) adopter des mesures qui soient globales, prises en temps utile et clairement expliquées. Elles doivent répondre aux principales difficultés résultant des tensions induites

par l'inversion de l'effet de levier : *faciliter le financement* en améliorant la disponibilité, le coût et les échéances afin de stabiliser les bilans ; *injecter du capital* pour soutenir les institutions viables qui reposent sur des bases saines mais sont actuellement dans l'impossibilité de fournir suffisamment de crédit ; et *soutenir les actifs en difficulté* en utilisant les bilans du secteur public pour encourager une inversion ordonnée de l'effet de levier. Lorsqu'elles appliquent les règles nouvelles ou existantes, les autorités doivent éviter d'amplifier les effets procycliques. Les objectifs de ces mesures doivent être clairs et leurs modalités transparentes.

2) chercher à ce que tous les pays mettent en place des mesures cohérentes et concordantes pour stabiliser le système financier mondial afin de maximiser l'impact de ces mesures tout en évitant qu'elles aient des effets négatifs sur les autres pays.

3) garantir une riposte immédiate grâce à la détection rapide des tensions. Cela suppose un degré élevé de coordination à l'intérieur de chaque pays et, dans bien des cas, entre pays, ainsi qu'un dispositif permettant la prise de décisions par des autorités qui peuvent être différentes.

4) veiller à ce que les interventions d'urgence des pouvoirs publics soient temporaires et à ce que les intérêts des contribuables soient protégés. Il importe pour toutes les parties prenantes que les pouvoirs publics soient comptables de leurs actions ; en outre, les conditions du soutien public doivent prévoir une participation privée aux risques induits par une dégradation de la situation et une participation des contribuables aux avantages découlant d'une amélioration de la situation. Les mécanismes d'intervention doivent réduire autant que possible l'aléa moral tout en tenant dûment compte des contraintes de la situation et du besoin évident de soutien public.

5) poursuivre l'objectif à moyen terme d'un système financier plus solide, plus compétitif et plus efficient. La réalisation de cet objectif nécessite à la fois un règlement ordonné de la situation des institutions financières qui ne sont pas viables et le renforcement du cadre international de la stabilité macrofinancière de manière à améliorer la supervision et la réglementation tant au niveau national qu'au niveau mondial, ainsi que des mécanismes visant à garantir le respect effectif de la discipline de marché. Il y a lieu de renforcer les marchés de financement et de titrisation qui jouent un rôle déterminant dans la formation des prix et l'intermédiation du crédit, notamment en réduisant les risques de contrepartie au moyen d'organismes de compensation centralisée.

Outre le respect de ces cinq principes directeurs, des actions concrètes s'imposent pour traiter trois éléments connexes liés à l'inversion de l'effet de levier : l'insuffisance de capital, la dépréciation et la valorisation incertaine des actifs et le dysfonctionnement des marchés de financement. Il est essentiel de casser la spirale d'interactions entre ces trois éléments pour que l'inversion de l'effet de levier s'opère de façon plus ordonnée.

*Capital.* Les auteurs du GFSR estiment que, pour permettre la croissance continue, même à un rythme modéré, du crédit au secteur privé tout en améliorant les ratios de fonds propres des banques, les grandes banques internationales auront besoin d'environ 675 milliards de dollars EU de capital au cours des quelques années à venir. Plusieurs mesures pourraient être envisagées :

- Comme de nombreuses institutions financières ont aujourd'hui beaucoup plus de mal à mobiliser des capitaux privés, les autorités devront peut-être injecter des capitaux dans les institutions viables. Cela pourra se faire de diverses manières, mais il est préférable d'adopter une structure qui offre une marge de

gain aux contribuables et incite les actionnaires — existants et nouveaux — à apporter de nouveaux fonds.

- Bien que cela soit délicat d'un point de vue politique, la résolution ordonnée des banques non viables démontrerait qu'il existe une détermination à promouvoir un système bancaire compétitif et bien capitalisé.

*Actifs.* À mesure que les bilans du secteur privé se délesteront d'actifs pour réduire le levier financier, l'utilisation des bilans du secteur public peut aider à éviter de brader des actifs sinistrés au risque de diminuer les fonds propres des banques.

- Les pays dont les banques ont de gros engagements dans des actifs titrisés ou en difficultés pourraient envisager des mécanismes permettant à l'État de racheter des actifs ou de leur fournir un financement à long terme. Cela devrait donner plus de certitude quant à la santé des bilans. La création d'une structure de gestion des actifs donne au processus un cadre de clarté légale et de responsabilisation.
- Un degré plus poussé d'appréciation dans l'application des règles d'évaluation à la valeur de marché pourrait éviter une accélération des besoins de fonds propres en diminuant la tendance à valoriser les actifs comme s'ils devaient être bradés. Cette capacité d'appréciation devrait aller de pair avec une supervision rapprochée et un niveau d'information approprié afin d'éviter de saper la confiance dans les bilans des institutions existantes.

*Financement.* Les institutions financières qui font appel à un financement de gros, notamment sur les marchés internationaux, se heurtent à des risques considérables et croissants de refinancement. Les banques centrales ont donc entrepris d'étudier les moyens

d'accorder des financements à terme afin de répondre aux besoins de ces institutions. Les mesures décrites plus haut, destinées à renforcer les fonds propres et à étayer la valorisation des actifs, ainsi que celles qui ont déjà été engagées pour injecter des liquidités devraient offrir aux marchés une assise essentielle pour leur permettre de fonctionner correctement et pour rétablir la confiance. La poursuite du travail destiné à réduire les risques de contrepartie, y compris l'adoption de structures centralisées de compensation et de règlement, aidera également dans cette perspective. Cela dit, il ressort de l'expérience des crises passées que dans certaines circonstances des mesures additionnelles peuvent devenir nécessaires. Dans ces circonstances véritablement exceptionnelles :

- La garantie des dépôts des comptes de détail pourrait aller au-delà des limites normales. Cependant, l'augmentation des plafonds de garantie des dépôts ou, si la situation se détériore davantage, le recours à une garantie universelle ne devrait servir qu'à titre temporaire, comme mesure d'urgence qui, pour être optimale, doit être menée de façon coordonnée au plan international..
- Les garanties pourraient couvrir à titre temporaire les dettes privilégiées ou subordonnées. Dans l'idéal, ces types de garanties devraient prévoir certains coûts pour les institutions couvertes, comme par exemple des frais d'utilisation, ainsi que plusieurs critères, notamment d'aptitude.

Ces mesures représentent une approche globale, mais certains des détails ont déjà été mis en place dans divers pays. Il est d'ailleurs encourageant que d'autres les envisagent également. Autres signes encourageants : la détermination des autorités à agir résolument ; les considérables ajustements à l'œuvre dans les bilans ; et la disposition à revoir le cadre réglementaire mondial. Cela ouvre des perspectives en vue d'un meilleur alignement à moyen

terme des réglementations et des incitations dans divers pays. Pour l'heure, l'objectif principal reste celui de contenir les forces perturbatrices existantes.

## **Chapitre 1**

C'est dans ce contexte que le chapitre 1 du GFSR évalue l'étendue des nouvelles pertes qui menacent les institutions mondiales. Il mesure le niveau d'inversion nécessaire de l'effet de levier dans le système financier, estime la quantité d'actifs à céder et calcule le montant de capital à mobiliser. Il ressort de cette analyse que des ressources publiques seront nécessaires pour garantir le retour à la stabilité financière et une inversion plus ordonnée de l'effet de levier en évitant une grave pénurie de crédit. Le risque le plus important reste celui de l'intensification des interactions négatives entre le système financier et l'économie réelle.

Comme les États-Unis restent l'épicentre de la crise financière, le chapitre 1 examine plus en détail les perspectives économiques de ce pays. La contraction continue du marché immobilier américain ainsi que la généralisation du ralentissement économique contribuent à une nouvelle dégradation du crédit : les impayés sur les emprunts hypothécaires de premier ordre et sur les prêts immobiliers commerciaux ainsi que sur les prêts aux entreprises et à la consommation se multiplient. Étant donné que le taux des défauts de paiement n'a pas encore atteint son point culminant et compte tenu de l'aggravation récente des difficultés sur les marchés, il faut s'attendre à ce que les pertes déclarées sur les prêts et les actifs titrisés des États-Unis continuent d'augmenter, pour atteindre environ 1.400 milliards de dollars, c'est-à-dire considérablement plus que l'estimation mentionnée dans l'édition d'avril 2008 du GFSR. À mesure que le ralentissement économique s'étendra, les institutions financières subiront de

plus en plus de pertes sur les actifs non américains également. Dans certains pays européens aussi, ces difficultés sont accentuées par le repli du marché immobilier local.

Les institutions financières avaient cherché à mobiliser des capitaux pour consolider leurs bilans et, dans un premier temps, elles y sont parvenues, mais les possibilités de nouvelles émissions sont maintenant plus limitées et plus coûteuses, à cause du manque de confiance dans la viabilité foncière de ces institutions. C'est la raison pour laquelle il est indiqué au chapitre 1 que l'inversion de l'effet de levier va s'opérer sur de multiples niveaux dans le secteur bancaire : cessions d'actifs, ralentissement de l'acquisition de nouveaux actifs et modification radicale des modèles de fonctionnement des banques puisqu'un grand nombre des sources de revenu passées ont presque disparu. Un processus similaire de réduction de la volatilité est en cours dans de nombreuses entités non bancaires, tels que les fonds spéculatifs, où les possibilités de financement sur marge et de recours au marché privé des mises en pension pour constituer des positions à levier ont été fortement réduites. Les tensions qui sévissent sur les marchés de financement ont fait augmenter les rachats de fonds de placement du marché monétaire et accru les risques de refinancement pour les entreprises qui empruntent. La portée considérable des événements qui se déroulent en ce moment est illustrée par le fait que, en l'espace d'une semaine, de grandes banques d'affaires ont disparu du paysage financier américain. Nul ne peut prédire avec certitude quelles seront les conséquences à long terme de cette crise, mais il est probable que les secteurs financiers vont se consolider, que les entreprises devront imaginer de nouveaux modes de fonctionnement et qu'elles auront moins recours au levier financier dans l'avenir envisageable.

L'incertitude qui entoure actuellement la valorisation d'actifs considérés naguère à faible risque complique l'appréciation de ce qui constitue un niveau adéquat de fonds propres.

Le chapitre 1 relève que la plupart des opérateurs, agences de notation et organes de réglementation s'accordent à reconnaître que les volants de capitaux régulateurs devront être plus élevés qu'on ne le pensait auparavant. En outre, ils devraient s'appuyer sur une analyse prospective des risques plutôt que sur l'application mécanique de ratios réglementaires. Si la mise en place de ratios de fonds propres définitivement plus élevés est prescrite, elle devrait être progressive pour ne pas amplifier le repli conjoncturel en cours. Elle ralentira le rétablissement de conditions de crédit normales, mais le processus devrait être engagé d'ici à la fin de l'année 2009 pour que les institutions financières soient mieux à même d'accompagner la reprise.

Dans un premier temps, les pays émergents ont globalement assez bien résisté aux turbulences financières mondiales, mais dernièrement ils connaissent des tensions croissantes. Les financements sont devenus plus coûteux et plus difficiles à obtenir et les marchés d'actions ont connu de fortes corrections, même s'il est vrai qu'ils avaient atteint des niveaux élevés. Les sorties de capitaux se sont intensifiées, ce qui a entraîné un resserrement des liquidités au niveau international et, parfois, au niveau national. Les emprunteurs et les institutions financières des pays émergents vont être confrontés à un environnement macroéconomique plus éprouvant. Les décideurs se trouvent eux aussi face à une tâche difficile en raison du ralentissement de la croissance mondiale et des tensions inflationnistes intérieures dont l'effet décalé continue à se faire sentir, et ce alors que la confiance s'effrite et que les capitaux refluent sur ces marchés. Il existe un risque important que cette conjonction de circonstances accélère le passage à une phase descendante du cycle du crédit intérieur dans certains pays émergents.

En se fondant sur l'analyse développée dans le chapitre et sur les conclusions des GFSR précédents, les auteurs du chapitre 1 présentent aussi de façon plus détaillée les implications de la crise pour les pouvoirs publics. Bien que l'on se soit concentré avant tout sur ce que devait faire le secteur public, les institutions financières du secteur privé continuent d'avoir un rôle essentiel à jouer dans le recensement et la correction des défaillances afin de redonner une assise solide à l'intermédiation financière. Les principaux éléments, qui devront être renforcés par le soutien des autorités de réglementation et de contrôle, sont les suivants :

- *Maintien d'un processus ordonné d'inversion de l'effet de levier.* Dans un premier temps, les institutions financières devraient s'attacher à renforcer leurs bilans—de préférence en attirant de nouveaux capitaux plutôt qu'en vendant des actifs ; ensuite, elles devraient veiller à disposer de sources de financement adéquates compte tenu de leur modèle de fonctionnement.
- *Renforcement des systèmes de gestion des risques.* Dans le cadre de l'amélioration générale de la gestion des risques, les sociétés devraient veiller à ce que les rémunérations soient davantage à la mesure des rendements corrigés des risques, en suivant des pratiques plus robustes de gestion des risques et en donnant une plus large place aux considérations de long terme dans la structure des rémunérations.
- *Amélioration des techniques de valorisation et de la communication d'informations.* L'application des nouvelles directives du Forum de stabilité financière en matière d'information ainsi que la valorisation fréquente des actifs et la communication d'informations en temps opportun réduiront

l'incertitude et constituent des mesures importantes qui permettront de faire circuler davantage d'informations sur la santé des contreparties.

- *Élaboration de meilleurs mécanismes de compensation et de règlement pour les opérations hors cote.* Le secteur privé devrait continuer d'œuvrer à la mise en place rapide de mécanismes de compensation et de règlement pour diminuer les risques de contrepartie, en particulier pour le marché des swaps sur risque de défaut, où il est urgent de remédier aux problèmes de règlement. Un niveau de fonds propres plus élevé pour couvrir les risques de contrepartie serait utile à cet égard et est envisagé par plusieurs autorités de réglementation.

## **Chapitre 2**

La conjonction de risques de liquidité et de solvabilité a engendré une période marquée par des écarts prononcés de taux d'intérêt à court terme et par une baisse sensible des volumes de transactions, les marchés de financement étant restés tendus pendant une durée exceptionnelle. Le chapitre 2 examine l'incapacité des marchés de financement à jouer leur rôle de distribution des liquidités entre les banques et les quasi-banques ainsi que les conséquences sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire par les taux d'intérêt.

Tout d'abord, les auteurs notent que les modes de fixation des taux à court terme, notamment pour le London Interbank Offer Rate (LIBOR) et l'Euribor, restent opérationnels, mais que des améliorations seraient souhaitables puisque, selon les estimations, le LIBOR sous-tend actuellement environ 400 billions de dollars de contrats sur dérivés financiers. Bien

que, pour l'essentiel, l'analyse qu'ils développent dans ce chapitre soit antérieure à la dernière forte hausse du LIBOR, leurs recommandations restent fondamentalement inchangées.

Cherchant l'explication aux écarts prononcés entre le LIBOR et le taux du marché des swaps de taux d'intérêt à un jour (*overnight index swap* – OIS), ils confirment que les craintes de défaillance en sont devenues le facteur déterminant pour les transactions en dollars à partir du début de 2008. En outre, les écarts entre l'Euribor et l'OIS et le LIBOR et l'OIS pour les transactions en livres sterling sont à imputer aux écarts de taux des swaps de devises, ce qui signifie que les tensions sur les liquidités en dollars sont en train de se propager à ces autres monnaies.

Les auteurs examinent aussi dans quelle mesure la crise a influé sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire par les taux d'intérêt, à la lumière de trois tendances lourdes : l'expansion des activités des quasi-banques, le recours plus marqué aux marchés des financements de montants élevés et le rôle croissant des titres à court terme dans les financements au détriment des dépôts de nature stable. Bien que ces tendances aient en général donné plus de stabilité au mécanisme de transmission par les taux d'intérêt, au cours de l'année écoulée, la relation souple entre le taux directeur et les taux prêteurs qui s'était établie s'est profondément modifiée, en particulier pour les États-Unis. Depuis le milieu de l'année 2007 jusqu'à juin 2008, la fiabilité des prévisions concernant les taux prêteurs s'est dégradée tant pour les États-Unis que pour la zone euro, mais de façon plus prononcée pour les États-Unis.

Le chapitre recommande les actions suivantes :

- *Amélioration de l'infrastructure des marchés de financement.* Plus précisément, pour le calcul du LIBOR, la constitution d'un échantillon plus

vaste de banques et de cotations, comprenant aussi les financements à terme non garantis de sources non bancaires, ainsi que la publication de données de volume agrégées, renforceraient la confiance des opérateurs dans ces taux de référence.

- *Une plus grande attention de la part des autorités aux risques de crédit et de liquidité.* Étant donné que l'ampleur des écarts interbancaires est principalement tributaire des risques de difficultés bancaires (risque de crédit et risque de liquidité), il est peu probable que l'accès de plus en plus facile aux liquidités mises à disposition en urgence par les banques centrales permette d'atténuer les tensions que continue de subir le financement interbancaire. Les autorités publiques devront continuer à faire face aux risques de contrepartie, puisque les institutions privées peinent de plus en plus à le faire.
- *Un soutien indirect limité aux marchés monétaires.* Les facilités de prêt des banques centrales visant à rétablir le bon fonctionnement des marchés interbancaires comme courroie de transmission de la politique monétaire doivent être conçues avec soin. Elles doivent fournir aux acteurs du marché des incitations à commencer de négocier entre eux et, ainsi, permettre un désengagement ordonné des banques centrales une fois que les tensions extrêmes se seront relâchées. Les modifications que la Banque centrale européenne apportera à sa politique en matière de garantie à partir de l'année prochaine constitue un pas dans cette direction.
- *Encouragement de la coopération et de la communication entre banques centrales.* L'expérience récente a mis en lumière l'importance que revêt

l'existence de marchés de swaps de devises qui fonctionnent bien, en plus des marchés monétaires locaux. En particulier, la dernière crise de liquidité en date a été contrée par l'action concertée de grandes banques centrales visant à répondre aux besoins de financement en devises. Les banques centrales peuvent réduire les incertitudes en rendant publiques régulièrement leurs actions et les raisons qui les sous-tendent. Elles y contribueraient aussi en continuant à harmoniser leurs procédures opérationnelles.

### **Chapitre 3**

Depuis le début de la crise, le rôle de la comptabilité à la juste valeur fait l'objet d'une attention particulière. Le chapitre 3 examine le rôle procyclique que l'application de cette méthode comptable a pu jouer dans l'évolution et le résultat du cycle de crédit actuel.

En utilisant des données comptables réelles de cinq types représentatifs d'institutions financières, ce chapitre simule les effets bilantiels de plusieurs chocs calqués sur les événements récents. Cette analyse confirme que, en fonction des types d'actifs et de passifs qui figurent au bilan, ces chocs amplifient les fluctuations cycliques des valorisations. Les simulations sont aussi utilisées pour examiner les ajustements qui pourraient être apportés à ces méthodes comptables ; il en ressort que les ajustements permettent, comme on pouvait s'y attendre, de lisser les variations cycliques, mais que, dès lors, les valorisations attribuées ne reflètent pas des valeurs justes. Il n'est pas inutile de rappeler cependant que dans certains cas, par exemple lorsque les marchés sont hautement illiquides ou en période de suractivité ou d'extrêmes difficultés, la comptabilité à la juste valeur peut aussi produire des valorisations

sans rapport avec les paramètres fondamentaux à long terme, les flux de trésorerie ou les risques considérés.

De manière générale, les auteurs concluent que la comptabilité à la juste valeur reste valable, mais qu'il faut l'affiner davantage pour atténuer les effets exagérés de certaines techniques de valorisation. L'une des principales difficultés consistera à enrichir le cadre de la comptabilité à la juste valeur de manière qu'elle contribue à l'amélioration de la discipline de marché et à la stabilité financière. Il conviendrait de concilier les diverses méthodes (comptables, prudentielles et de gestion des risques) utilisées pour valoriser les actifs de manière que, ensemble, elles contribuent à la stabilisation du système financier. Il est important de savoir que, dans chaque méthode, des ajustements seront nécessaires pour garantir une certaine cohérence.

Les recommandations sont les suivantes :

- *Compléter sélectivement les informations servant de base à la valorisation.*

Les valorisations comptables elles-mêmes doivent être complétées par des informations supplémentaires, telles que la variation attendue des valorisations sur la base de la juste valeur, les techniques de modélisation et les hypothèses retenues, de manière que l'utilisateur puisse apprécier convenablement les risques de l'institution.

- *Relever le volant de capital de précaution et les provisions.* Le relèvement des volants de capital et l'utilisation de provisions prospectives contribueraient à se prémunir contre la phase descendante du cycle. Si l'on souhaite que la protection soit complète pendant toute la phase descendante du cycle, les simulations indiquent qu'il conviendrait alors de constituer un volant de capital

supérieur d'environ 30 à 40 % aux niveaux ordinaires en période faste pour amortir les chocs les plus graves.

- *Divulguer des informations ciblées sur les risques.* Les sociétés pourraient envisager de fournir des informations plus ciblées en fonction des besoins des différents utilisateurs. Des rapports courts à intervalles plus rapprochés seraient peut-être préférables à des rapports longs et moins fréquents, en fonction du public visé.

## **Chapitre 4**

Les pays émergents n'ont pas été frappés de plein fouet par la crise, mais il ne faudrait pas pour autant sous-estimer leur vulnérabilité aux effets d'entraînement. Le chapitre 4 examine les marchés d'actions de ces pays pour déterminer dans quelle mesure les facteurs externes/mondiaux et les facteurs intérieurs/fondamentaux y influent sur les valorisations. Les auteurs confirment que, comme les paramètres fondamentaux intérieurs, les facteurs mondiaux jouent un rôle important dans l'évolution des prix des actions dans ces pays. En se fondant sur divers indicateurs de corrélation, les auteurs constatent aussi que les possibilités de contagion aux marchés d'actions des pays émergents se sont accrues, ce qui semblerait indiquer que les vecteurs de transmission des mouvements de prix des actions se multiplient. Cela peut à son tour influencer sur la consommation et l'investissement dans les pays émergents, même si les liens macro-financiers de ce type sont jugés peu importants et ont tendance à ne faire sentir leurs effets que progressivement. Cela signifie néanmoins que les décideurs

doivent poursuivre durablement leurs efforts pour accroître la résistance des marchés financiers locaux.

Plus précisément, les mesures habituelles de nature à accroître à moyen terme la résistance des marchés sont bien connues et consistent essentiellement à :

- *Élargir et diversifier la base d'investisseurs.* Encourager la diversification des investisseurs, en incluant notamment les investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension et les compagnies d'assurances, qui ont en général des horizons d'investissement à long terme.
- *Faciliter le processus de détermination du prix.* Supprimer les obstacles à la détermination du prix en évitant de retarder artificiellement la révélation du prix ou de limiter les mouvements de prix.
- *Soutenir le développement des infrastructures.* Adopter des règles légales, réglementaires et prudentielles qui soient conformes aux meilleures pratiques internationales.
- *Veiller à ce que les bourses de valeurs soient bien gérées.* Un environnement caractérisé par un système d'échange solide et des infrastructures propices à la négociation d'actions et de nouveaux instruments financiers pourrait aussi aider à développer les marchés de capitaux, étant entendu que les améliorations et les innovations doivent être correctement articulées.

\* \* \*

Plusieurs des enseignements tirés de la crise ont d'ores et déjà donné lieu à des actions de la part des pouvoirs publics et bien d'autres encore devront être formulés et évalués avant d'engendrer des actions concrètes. Le FMI a pris pleinement part au débat sur différents aspects de la crise, dont certains sont évoqués dans cette édition du GFSR. Les recommandations contenues dans l'édition d'avril 2008 du rapport ne sont pas toutes reprises ici mais elles demeurent valables. Le FMI continuera de coopérer avec le Forum de stabilité financière, de suivre l'évolution de la situation et d'apporter son concours aux pays membres par le biais de la surveillance bilatérale, notamment avec le Programme d'évaluation du secteur financier, ainsi qu'en leur fournissant une assistance technique pour les aider à assainir leurs systèmes financiers et à les rendre plus résistants aux risques qui pèsent sur le secteur financier mondial.