

# Sous l'égide du G20

## Vers une nouvelle architecture de la finance mondiale ?

---

### André Cartapanis

Professeur à l'Institut d'Études  
Politiques d'Aix-en-Provence

*Après un bref rappel des principaux caractères de la crise financière internationale, cet article examine les recommandations issues des réunions du G20 (Sommet de Washington, 15 novembre 2008 ; Sommet de Londres, 2 avril 2009) dans le domaine de la régulation financière internationale, en se focalisant sur la réorientation macro-prudentielle de la réglementation bancaire et en soulignant les obstacles politiques qui risquent de surgir dans l'édification des règles de nature à fonder une nouvelle architecture de la finance mondiale.*

andre.cartapanis@iep-aix.fr

**Mots-clés :** Crise financière. Réglementation bancaire.  
Architecture des marchés financiers internationaux.

Face à la *grande crise* de la finance mondiale que nous connaissons depuis l'été 2007, le G20 a adopté un *Plan d'action pour la mise en œuvre des Principes de la réforme*, le 15 novembre 2008, qui s'apparente à un programme d'extension et d'approfondissement des réglementations qui s'appliquent aux intermédiaires financiers. Cette *feuille de route* a été complétée à l'occasion de la réunion des ministres des finances et des gouverneurs de banques centrales qui s'est tenue le 14 mars dernier et le Sommet du G20, le 2 avril 2009, à Londres, a officialisé les options retenues à Washington, notamment dans une *Déclaration sur le renforcement du système financier*.

Indépendamment des questions de sortie de crise et de soutien de la demande, traitées parallèlement, l'objectif est de mieux maîtriser les sources d'instabilité financière et d'éviter le déclenchement de nouvelles crises systémiques. Il s'agit d'abord de *promouvoir l'intégrité sur les marchés financiers* (en établissant un lien entre le type de gestion du risque et le mode de rémunération des dirigeants ; en visant une extension des régulations dans les paradis fiscaux ou réglementaires, qualifiés de *uncooperative and non-transparent jurisdictions...*). Il s'agit également d'*approfondir la coopération internationale* (collaboration accrue entre trois niveaux de supervision financière : le *Forum de Stabilité Financière*, en charge de l'établissement des standards, et désormais dénommé *Conseil de la stabilité financière* ; le FMI, responsable de la vérification de la solidité d'ensemble des systèmes financiers nationaux ; les régulateurs nationaux ou régionaux appliquant et faisant respecter les règles ; on prévoit aussi la création de *collèges* de surveillance des plus grands intermédiaires financiers transnationaux). Le G20 se propose également de *renforcer la transparence et la responsabilisation des acteurs* (réforme des normes comptables d'évaluation des actifs ; transparence des actifs hors-bilan et des produits structurés...) et de *réformer les institutions financières internationales* (élargissement du *Conseil de stabilité financière* aux émergents ; meilleure coopération entre le FMI et le *Conseil de stabilité financière* élargi ; redéfinition de la place des différents pays dans la gouvernance du FMI).

Mais il s'agit surtout de *conforter une réglementation solide* sous plusieurs volets : atténuer la procyclicité sur les marchés financiers et limiter les effets de levier ; mieux contrôler les agences de notation ; étendre la supervision bancaire, fondée non plus, seulement, sur l'adéquation des fonds propres en fonction du risque de solvabilité, mais aussi, désormais, en référence au risque de liquidité et à la concentration des risques de contrepartie.

Dans ce cadre, la volonté délibérée d'adopter un *cadre macro-prudentiel* constitue une novation importante. Le but est d'intégrer le risque systémique et la cyclicité macroéconomique dans les objectifs poursuivis par les *policy makers*, notamment en introduisant de nouveaux indicateurs de risque dans les exigences microéconomiques en capitaux propres. Mais quels sont les fondements d'une telle orientation ? Quelles sont les formes opérationnelles que celle-ci impose ? Et

comment le faire ? Les différentes déclarations du G20 ne répondent pas à ces questions et se limitent à l'affirmation de principes d'action ou d'engagements. Or, de telles interrogations sont loin d'être triviales et elles font écho à des débats tout à la fois théoriques et techniques encore inaboutis.

Le *Plan d'action* du 15 novembre 2008 et la *Déclaration* du 2 avril 2009 traitent également de l'organisation de la régulation financière et des compétences respectives des institutions internationales (*Conseil de Stabilité financière*, FMI) et des États (banques centrales, Trésors publics) dans la prévention et la gestion des crises. Se dirige-t-on alors vers une nouvelle architecture financière internationale de nature à juguler, désormais, les sources d'instabilité financière et à rendre beaucoup plus improbable, dans l'avenir, le déclenchement d'une crise systémique ? Ou bien, les pays du G20 vont-ils se contenter de faux-semblants, comme on l'a vu dans le passé, notamment après la crise asiatique, lorsqu'il s'agissait, déjà, de reconstruire l'*architecture financière internationale* (B. Eichengreen, 2008 ; A. Cartapanis, 2001) ?

Tels sont les points qu'aborde cet article.

## 1. Le contexte : au-delà des crédits hypothécaires *subprime*, une crise systémique...

La crise qui s'est déclenchée au cours de l'été 2007 présente de multiples facettes. Elle est évidemment liée aux conséquences macroéconomiques, parmi les pays les plus développés, de la vague de mondialisation qui a déferlé depuis une vingtaine d'années environ : déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment de la part des salaires, pressions accrues sur les niveaux de salaires des non-qualifiés, déséquilibres durables de balances des paiements courants pour certains pays, création excessive de liquidités... Aux États-Unis, les inégalités de revenus et l'appauvrissement relatif des salariés ont été compensés par un accès facilité au crédit (cartes bancaires, découverts, crédits hypothécaires) qu'alimentait, en amont des circuits financiers domestiques, une liquidité internationale particulièrement abondante, et que favorisaient des politiques monétaires excessivement accommodantes, surtout entre 2001 et l'été 2004. Pour nombre d'économies, aux États-Unis, au Royaume-Uni ou en Espagne, cette facilité d'endettement a largement soutenu les investissements immobiliers et la consommation des ménages, ce qui a contrebalancé le ralentissement des gains de productivité qui affaiblissait le potentiel de croissance, mais aussi le recul des parts de marchés dans le domaine du commerce international. Mais cette dynamique macro-financière s'est interrompue brutalement avec la crise immobilière aux États-Unis, donnant naissance à une crise d'illiquidité, puis d'insolvabilité bancaire, conduisant à des absorptions, des disparitions ou des nationalisations partielles parmi les banques, et surtout, depuis la fin 2008, à une dépression généralisée.

La crise répond aussi à des facteurs microéconomiques, à l'échelle des intermédiaires financiers et des marchés. D'abord, à cause de nombreuses innovations financières à risque. L'adoption du *Financial Services Modernization Act*, en novembre 1999, marque l'abandon du *Glass Steagall Act*, mis en place en 1933, et qui établissait une frontière étanche entre les banques de dépôts, accordant des crédits, et les banques d'investissement, intervenant sur les marchés d'actifs. Sa suppression a contribué à la titrisation des crédits et à la redistribution en chaîne des risques au moyen de nouveaux supports structurés, les CDO notamment, ou en recourant aux dérivés de crédits de type CDS. C'est ce qui a favorisé l'extension d'un nouveau modèle d'intermédiation bancaire de type *originate and distribute*. S'y ajoutent tout un ensemble de novations dans l'architecture de la finance des années 2000 : des crédits *subprime* en très forte croissance aux États-Unis et une titrisation des crédits hypothécaires conduisant à une croissance accélérée de ces produits hybrides, complexes et opaques que sont les ABS, les MBS, les CDO et surtout les CDS; des bilans bancaires excessivement risqués, compte tenu des activités de *prime brokerage* menées avec les *Hedge Funds*, ou des placements en CDO ou sur CDS ; de nouvelles normes comptables IFRS qui évaluent les actifs selon la *fair value* et créent des effets déstabilisants dans les bilans bancaires; des intermédiaires financiers non-bancaires, les compagnies d'assurance, les *Hedge Funds*, les fonds de pension, tout autant engagés dans des prises de risques déraisonnables...

Mais comment analyser cette crise sur le plan théorique ? Elle s'apparente à la fois à une *crise financière classique* et à une *grande crise systémique*.

Une *crise classique*, tout d'abord, au cœur des interactions bien connues entre cycle du crédit et prix des actifs (Borio, Furfine, Lowe, 2001). On peut en effet distinguer, dans la ligne de Thornton, de Juglar, de Wicksell, de Keynes, de Minsky, plusieurs phases dans la dynamique de l'instabilité financière. Une *phase euphorique* d'abord : vague d'optimisme des banques et des investisseurs ; boom du crédit et surendettement ; sous-estimation généralisée du risque ; incitations liées à la rentabilité bancaire et aux rémunérations élevées des responsables ; sursur réactions et bulles sur les marchés d'actifs... Puis un *ajustement* brutal, de caractère endogène ou bien lié à un choc exogène (choc de taux d'intérêt, par exemple), provoquant un retournement des anticipations, des difficultés de remboursement, une prise de conscience du risque excessif... Enfin, une *phase neurasthénique* : inversion des tendances sur les marchés d'actifs, défauts de remboursements chez les emprunteurs, dégradation des bilans bancaires, chute des prix d'actifs, crise d'illiquidité bancaire et défiance collective, faillites bancaires, *credit crunch* et diffusion du choc vers l'économie réelle... Cette périodisation *classique* de l'instabilité financière s'applique parfaitement au scénario de la crise des crédits *subprime* qui se déclenche au cours de l'été 2007 mais dont la gestation remonte au début de la décennie 2000.

C'est aussi une *grande crise systémique*. D'abord, à cause de la sous-estimation généralisée du risque systémique adossé à la titrisation du crédit et à la croissance réellement explosive des positions sur dérivés de crédit (3 000 milliards de CDO

adossés à des crédits *subprime* avant l'été 2007, 60 000 milliards de notional de CDS, à la mi-2008). Également, en raison de la taille déraisonnable des prises de positions à découvert et des effets de levier, liés à l'excès généralisé de liquidités et au niveau historiquement bas des taux d'intérêt réels. Surtout, parce que se sont combinés tout un ensemble de processus déséquilibrants à partir du moment où la défiance gagnait les marchés : rôle procyclique des nouvelles règles comptables IFRS, de type *fair value* ; impact là encore procyclique des normes prudentielles au sein des banques. D'où la sévérité du *deleveraging* et des effets de contagion dans la phase de correction. La crise actuelle est ainsi l'archétype d'une *crise systémique* dont elle a combiné tous les éléments constitutifs : l'incertitude irréfragable sur les prix d'équilibre de certains actifs ; l'aveuglement au désastre et la myopie des institutions financières, pourtant perçues comme l'exemple même de la rationalité et de l'omniscience ; le mimétisme fondé sur des *benchmarks* de rendements ou de stratégies ; la fuite contagieuse devant la liquidité dès que la défiance s'installe ; la procyclicité ; la prise en compte insuffisante, du côté des investisseurs et des superviseurs, des externalités d'un système financier, et en particulier du fait que la valeur d'un actif ou la solidité d'une institution ne dépendent pas seulement de leurs caractéristiques propres, mais d'un enchevêtrement d'interdépendances stratégiques croisées et dynamiques (Aglietta, 1998 ; Orléan, 2009) ; enfin, l'exigence absolue de l'entrée en scène du prêteur en dernier ressort pour assurer un minimum de coordination et de confiance et colmater les brèches, sans pouvoir éviter le *deleveraging* à vaste échelle et la récession.

Telle est la situation qu'ont dû affronter, dans l'urgence, les gouvernements et les banques centrales du monde occidental pour éviter l'effondrement pur et simple du système financier international. La globalisation financière n'était pas si profonde dans les années trente et c'est donc à une configuration historiquement sans précédent que le G20 a tenté de répondre.

## 2. La réponse apportée à la crise : les options politiques du G20 et la régulation financière internationale

Le *Plan d'action du G20* adopté le 15 novembre 2008 et la *Déclaration sur le renforcement du système financier* du 2 avril 2009 n'ont aucune portée juridique ou réglementaire immédiate, contrairement, par exemple, aux accords de *Bretton Woods* de juillet 1944. Le G20 a surtout dégagé un accord politique quant aux principes d'une meilleure régulation des marchés financiers. Au-delà des nombreuses incertitudes techniques afférentes à la traduction opérationnelle des options envisagées, et sur lesquelles on va revenir plus en détail, des interrogations plus politiques se posent, s'agissant du champ d'application de certaines règles ou des délégations de compétences dont pourraient bénéficier les divers acteurs concernés : régulateurs nationaux, banques centrales, Trésors publics, FMI, *Conseil de Stabilité Financière*... De toute évidence, il ne s'agit ni d'un nouveau *Bretton Woods*, ni d'une *refondation du capitalisme*, mais d'un plan d'extension et

d'approfondissement des réglementations qui s'appliquent aux intermédiaires financiers. On décèle cependant des inflexions majeures si l'on compare ce texte à la *Déclaration* du G7 de Cologne, en 1999, qui préfigurait l'agenda de ce que l'on appelait déjà, à l'époque, au FMI, la *nouvelle architecture financière internationale*, afin de répondre à la crise asiatique (Cartapanis, Herland, 2002). Le texte de 1999 mettait en avant l'exigence d'une plus grande transparence de l'information, faisait principalement appel aux codes de conduite et privilégiait, par-là même, le recours à l'autorégulation et aux disciplines de marchés. À l'inverse, le *Plan d'action* et la *Déclaration* du G20 font implicitement référence à une lecture keynésienne de la crise, voire aux schémas d'analyse de H. Minsky (1982), ce qui apparaît dans le changement de lexique : excès des effets de levier ; procyclicité de la finance ; conséquences contre-productives des règles comptables *Mark-To-Market* et des réglementations prudentielles ; sous-estimation généralisée du risque ; sous-estimation des interdépendances systémiques ; nécessité d'un contrôle accru de certaines innovations comme les marchés de dérivés, notamment des dérivés adossés au risque de crédit comme les CDS... S'agissant des méthodes envisagées, on note que le durcissement et l'extension des réglementations sont beaucoup plus souvent mobilisés que ne le sont les disciplines de marchés.

On doit considérer qu'il y a là des lignes de force réellement pertinentes au regard des mécanismes de la crise actuelle, que l'on se réfère à la volonté d'étendre le périmètre de la supervision (paradis fiscaux, *Hedge Funds*...) mais également au souci d'enrichir la nature des règles en intégrant les questions de liquidité, de procyclicité ou de risque systémique. Mais dans le même temps, on ne saurait sous-estimer les problèmes qui se poseront dès qu'il s'agira de traduire dans des règles opérationnelles tous ces principes.

### 3. Des interrogations techniques quant à la traduction opérationnelle de certains principes de la nouvelle régulation financière

Tout d'abord, comment réformer les normes comptables *Mark-To-Market* ? Une première attitude consisterait à décider le retour à la méthode des cours historiques. Mais cette voie a été écartée par le G20. Malgré ses défauts en temps de crise, la comptabilité selon la *fair value* est jugée préférable, ne serait-ce qu'en souvenir de certains accidents systémiques liés à l'opacité des comptes, avec les cas LTCM ou *Enron*. Une autre solution pourrait consister en une modulation, selon le contexte, du mode de comptabilisation de la valeur des actifs, au cours historique ou en fonction des derniers prix observés, et donc suivant que l'on se trouve dans un contexte de *stress* ou dans une *situation normale*. Mais quelle est l'institution, nationale ou multilatérale, qui pourra légitimement décréter que l'on est dans l'un ou l'autre de ces deux *états de la nature* sur les marchés ?

Ensuite, comment prendre en compte le risque de liquidité dans les exigences prudentielles ? La disparition de la liquidité, sur les marchés interbancaires ou sur certains segments de dérivés de crédits adossés aux prêts hypothécaires américains, a

joué un rôle clé pendant la crise, surtout à l'automne 2008. La liquidité, et son corollaire naturel qu'est l'illiquidité, sur un marché ou s'agissant du bilan d'un intermédiaire, est évidemment un concept fondamental lorsque l'on s'intéresse au risque d'instabilité financière. Mais il est très difficile de définir ce risque de liquidité, et, plus encore, de le mesurer à des fins opérationnelles (IMF, 2009e) : ce n'est pas une caractéristique intrinsèque mais une externalité qui ne se manifeste qu'en période de crise de confiance. Et quelles conséquences en tirer du point de vue des politiques de gestion des crises, lorsque l'on sait que la liquidité peut très vite s'évaporer en réponse à une perte abrupte de confiance que rien ne permet de prévoir *ex ante* ? En accordant alors des garanties illimitées ou en rachetant des actifs dénués à ce moment de tout prix de marché (ou l'a vu dans le cas de certains produits financiers *toxiques* comme les CDO), les banques centrales ou les gouvernements ne risquent-ils pas de jouer un rôle totalement inédit, non pas de prêteur en dernier ressort, non pas d'investisseur en dernier ressort, mais de teneur de prix en dernier ressort (Pollin, 2008) ? Mais ne pas le faire peut conduire à la crise systémique, et l'exemple du défaut de Lehman Brothers et de ses conséquences est dans toutes les mémoires. Qu'il s'agisse de mieux intégrer le risque de liquidité dans les dispositifs prudentiels, ou d'élargir le champ d'application des politiques de sauvetage d'urgence, par exemple en s'occupant désormais des *Hedge Funds*, sur quelles bases et comment évaluer ce risque de liquidité dont les conséquences systémiques sont d'autant plus grandes dans des contextes où il n'y a plus de prix de marché ?

On le voit, la transposition de certains principes retenus par le G20 en règles opérationnelles est loin d'être acquise. Mais au-delà des normes comptables et du risque de liquidité, l'innovation la plus fondamentale pourrait concerner la réorientation macro-prudentielle de la réglementation des banques. Il s'agit d'intégrer le risque de cyclicité macroéconomique et les fragilités de l'ensemble du système financier dans les exigences microéconomiques en capitaux propres.

#### 4. À l'origine d'une réorientation macro-prudentielle de la réglementation des banques, la procyclicité du crédit

Le thème de la procyclicité des comportements bancaires et de la montée endogène des risques est ancien. Il suffit de relire Thornton, le premier théoricien de l'*overbanking*, ou de se référer au processus cumulatif de Wicksell : lorsque l'état de confiance s'étend et que les taux d'intérêt restent inférieurs aux taux de profit espérés, le crédit alimente la croissance sans que les banques puissent toujours évaluer correctement la solvabilité des emprunteurs. L'emballage du crédit encourage à l'excès la spéculation, puis la hausse des prix, aujourd'hui remplacée par l'inflation des prix d'actifs, ce qui alimente à nouveau le processus cumulatif. Car le risque financier (risque de non-recouvrement des créances bancaires, risque d'effondrement des prix d'actifs) se trouve sous-estimé pendant les phases de *boom* et d'euphorie, ce dont témoignent, parmi les banques, la faiblesse des *spreads*, la

croissance excessive des encours, l'inflation artificielle des collatéraux, la réduction des provisions. À l'inverse, ce risque se trouve surestimé dans les phases de ralentissement ou de retournement de l'activité économique. C'est en ce sens que les systèmes financiers peuvent engendrer, tout à la fois, des effets procycliques sur la production et une accentuation de l'instabilité financière, occasionnant quelquefois une prolongation des phases d'expansion mais aussi une augmentation de la sévérité et de la durée des retournements.

Au cœur d'une telle dynamique figure l'évaluation très imparfaite du risque global. Les institutions financières, comme les agences de notation, sont en effet beaucoup plus à même d'estimer le risque relatif des différentes catégories de titres, quoique de façon très imparfaite, qu'elles ne sont capables d'évaluer le risque systématique adossé à l'évolution globale du cycle des affaires. Au plan microéconomique, cela s'explique par un ensemble de biais cognitifs comme la myopie face au désastre, la sous-estimation des risques de chocs massifs à probabilité très faible mais non nulle, la surestimation de la mémoire accordée aux événements les plus récents. On est alors ramené aux facteurs constitutifs du risque systémique et à la succession de vagues d'optimisme ou de pessimisme excessif. Dans la phase haute du cycle, le crédit s'étend, les prix des actifs et des collatéraux bancaires s'envolent et la confiance se trouve légitimée par une rentabilité financière élevée. Du coup, les provisions pour risques n'augmentent pas, voire se réduisent, alors même que c'est au cours de cette phase que les comportements les plus risqués se multiplient et que le risque global s'accroît, porté par les asymétries d'information. C'est un scénario dont la pertinence a été maintes fois attestée sur le plan empirique : les crises bancaires ou les crises boursières apparaissent au terme de périodes de forte croissance domestique ou de *boom* du crédit (Rogoff, Kaminsky, 2009). Lorsque des inflexions se manifestent, au niveau des prix d'actifs mobiliers ou immobiliers, quand les débiteurs dévoilent leur fragilité, alors une défiance excessive peut intervenir et déclencher la panique, phase dans laquelle vont se combiner et s'autoalimenter les crises de liquidité et de solvabilité. Du coup, les exigences en fonds propres ont tendance à s'accroître en phase de ralentissement de l'activité et de hausse des taux d'intérêt directeurs, alors même que les capitaux propres deviennent plus coûteux. C'est en ce sens qu'il y a procyclicité. D'où l'intérêt d'une orientation macro-prudentielle de la politique de stabilité financière, de nature à prévenir de tels enchaînements tout en intégrant les interdépendances systémiques qui caractérisent les systèmes financiers.

## 5. Les principes d'une prévention macro-prudentielle des risques systémiques

La théorie économique standard du risque appréhende celui-ci sur un plan microéconomique, en postulant sa séparabilité et en justifiant sa gestion au moyen de la diversification des créances ou des engagements. Mais les dispositifs de prévention de l'instabilité financière concernent des économies qui ne sont pas

composées d'une juxtaposition de risques individuels mais d'une combinaison et d'un enchevêtrement d'externalités et d'interdépendances. Du coup, le risque de défaut d'une institution financière dépend non seulement de l'agrégation des risques microéconomiques qu'elle endosse, mais également du cycle macroéconomique et de la confiance systémique. Si elle vise la prévention de l'ensemble des risques associés aux activités financières, la réglementation prudentielle doit donc répondre à deux objectifs distincts : assurer la sécurité des institutions financières individuelles et, par là, des systèmes bancaires, afin de protéger les déposants ou les investisseurs en présence d'accidents individuels ; stabiliser le système monétaire et financier dans sa dimension globale, voire sur un plan macroéconomique, et, donc, contenir le risque systémique (Borio, 2003). Ces deux volets recouvrent étroitement les deux types de chocs susceptibles de mettre en difficultés les institutions financières : les chocs idiosyncrasiques et les chocs systématiques. Or, les ratios de solvabilité ou d'adéquation des fonds propres des banques répondent pour l'essentiel à la première fonction et ne sont pas en mesure de limiter les processus procycliques et déstabilisants (Artus, 2008, 2009).

Au sens propre, la finalité d'une approche macro-prudentielle est de limiter le risque de détresse financière impliquant des pertes significatives en termes d'*output* réel pour l'économie tout entière (Borio, 2006). Celle d'une approche micro-prudentielle est de limiter le risque de détresse financière pour des institutions individuelles, indépendamment de leur impact sur le reste de l'économie. Vis-à-vis des politiques usuelles, le changement de perspective qu'impose le macro-prudentiel est donc très net et dépasse largement la technique de supervision ou de réglementation financière : le risque qu'il s'agit de réduire est de caractère endogène et dynamique, se traduisant par des situations de stress ou de crise, non seulement parmi les institutions financières mais aussi à l'échelle macroéconomique. L'ambition est bien de contenir le risque systémique en limitant les forces procycliques et les sources de fragilité financière.

Mais une régulation macro-prudentielle, de nature à mieux maîtriser la procyclicité du crédit, ne saurait se résumer à l'approfondissement des ratios prudentiels et à leur périmètre. Selon l'expression d'A. Crockett (2000), il s'agit de *marier* les dimensions macroéconomique et macro-prudentielle de l'objectif de stabilité financière, ce qui revient à intégrer explicitement la question de la stabilité financière parmi les objectifs poursuivis par l'ensemble des autorités en charge de l'action publique dans les domaines monétaires et financiers. Cela recouvre donc, outre les superviseurs et la réglementation bancaire, les banques centrales et la politique monétaire (IMF, 2009d), et c'est ce qui conduit à envisager un enrichissement de la fonction de réaction des banques centrales, en intégrant désormais de façon explicite les prix d'actifs, et plus précisément les bulles sur prix d'actifs, voire les niveaux d'endettement des ménages ou des entreprises, dans leurs objectifs. Mais le G20 ne prend pas position à ce sujet, laissant sans doute aux banques centrales et aux États le soin de faire évoluer leurs stratégies monétaires en

tirant tous les enseignements de la crise actuelle, et en réexaminant le bilan de l'action d'A. Greenspan à la tête de la Fed.

Si l'on se limite au volet réglementaire, on doit reconnaître que *Bâle II*, tout comme *Bâle I* auparavant, répond très imparfaitement à cette ambition, ce qui justifie certaines novations au sein des dispositifs de réglementation et de supervision prudentielle.

## 6. Quelles inflexions apporter dans la politique d'adéquation des fonds propres des banques ?

Plutôt que de recourir à des dispositifs discrétionnaires, comme cela pourrait être le cas au moyen d'un *Pilier 2 enrichi* au sein de *Bâle II*, beaucoup considèrent (Goodhart, 2004 ; Kodres, Narain, 2009) que l'ampleur de telles réformes exige l'adoption de nouvelles règles explicites, qualifiées d'*amortisseurs non-discrétionnaires* (IMF, 2009b), en créant des sortes de stabilisateurs automatiques des ressources bancaires et de l'émission de crédits, notamment afin de permettre aux superviseurs de résister aux pressions des entreprises ou des gouvernements face aux craintes suscitées par un ralentissement de la croissance des crédits. Cela peut s'opérer de diverses manières.

Sur un premier plan, on peut tenter d'introduire la dynamique macroéconomique dans la quantification du risque de crédit en considérant que l'évolution prévisible du cycle des affaires, mais également celle des prix d'actifs, en présence d'une bulle par exemple, rétroagiront nécessairement sur la qualité des créances, ce que les méthodes usuelles négligent. Une formule possible consisterait à intégrer dans la mesure du risque de crédit certains indicateurs d'alerte macro-prudentiels (Evans, Leone, Gill, Hilbers, 2000) dont on sait empiriquement qu'ils préfigurent la montée des vulnérabilités et des probabilités de détresse future (déviations cumulées vis-à-vis du *trend*, soit pour le ratio crédits privés/PIB, soit encore pour les prix de certains actifs, les biens immobiliers par exemple). Le tableau, ci-dessous, donne un aperçu de ces indicateurs, utilisés jusqu'ici, pour l'essentiel, dans la surveillance des systèmes financiers et, non pas, dans la définition des exigences prudentielles.

Sur un second plan, on peut viser le renforcement des provisions minimales pour risques dans les périodes de haute conjoncture, alors même que les institutions financières ont tendance à les alléger et que les agences de notation, de la même manière, s'avèrent peu sensibles à la cyclicité de l'activité tant que celle-ci reste soutenue. À l'inverse, il conviendrait d'en autoriser la diminution, dans une certaine limite, lors des phases de ralentissement. Il s'agirait donc de limiter les effets d'emballement et, surtout, de renforcer les capacités futures de résilience lorsque les conditions globales d'activité se détériorent. On peut ainsi envisager un provisionnement dynamique en reliant les normes prudentielles aux variations, et non pas au niveau, des créances ou des prix d'actifs. Dans un autre registre, des

modulations pourraient intervenir quant aux exigences en fonds propres imposées à certaines institutions bancaires dont la taille ou la place dans les relations interbancaires engendrent une responsabilité toute particulière dans la propagation systémique d'un choc. Elles pourraient donc être assujetties à des normes plus rigoureuses en capitaux propres, en fonction de leur contribution marginale au risque systémique, ce qui est une façon de compenser l'aléa de moralité associé à un statut de *too big to fail*.

En théorie, répétons-le, rien ne s'oppose à ce que *Bâle II* puisse répondre à ces principes en augmentant les exigences en fonds propres au moment d'un *boom* et en les réduisant en phase de ralentissement ou de récession. Dans le cadre du *Pilier I*, cela pourrait être rendu possible par le caractère évolutif de l'appréciation des risques de crédit. Mais cela supposerait que les procédures d'évaluation internes ou externes respectent la logique macro-prudentielle et retiennent un horizon de prévision suffisamment long pour intégrer les phases de retournement, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. Telle est la finalité du *Pilier II*, justement, que de procéder à l'examen prudentiel des méthodes d'évaluation interne des banques. Mais à l'heure actuelle, les méthodes d'évaluation de la qualité des portefeuilles de créances vont dans un sens inverse : le risque de crédit calculé diminue en période d'expansion et augmente pendant les phases conjoncturelles à la baisse.

La Banque d'Angleterre (2008) propose également d'introduire un nouveau ratio rendant compte du niveau de levier des intermédiaires, de type *total des actifs bancaires* sur *montant des capitaux propres*, afin de limiter l'exposition des banques à un renversement du cycle.

Toutes ces options sont encore à un stade exploratoire malgré les travaux de la BRI ou de l'ancien *Forum de Stabilité Financière*, notamment sous l'impulsion de C. Borio (2006 ; 2008 ; Borio, Zhu, 2008), de W. White (2006, 2008), d'A. Crockett (2000), mais aussi avec les analyses de C. Goodhart (2001, 2008) et de la Banque d'Angleterre (2008), de M. Aglietta (2009), ou encore avec le dernier rapport publié à l'initiative du CEPR et de l'ISMB de Genève, en janvier dernier (Brunnermeier, Crockett, Goodhart, Persaud, Shin, 2009). Notons également la toute récente *traversée de l'Atlantique* de ce type d'approche avec la publication de plusieurs notes du *staff* du FMI à destination du G20 (2009a, 2009b, 2009c, 2009d ; Carvajal *et al.*, 2009) et, surtout, avec la simulation de certaines situations de *stress* en fonction des interdépendances croisées reliant les grandes banques internationales, dans le tout dernier *Global Financial Stability Report* du FMI (2009e). Mais on est loin de pouvoir disposer d'un corpus théorique suffisant, et, surtout, de simulations empiriques robustes et étendues qui permettent d'infléchir dans un sens macro-prudentiel la réglementation bancaire, dès la fin 2009, comme le préconise la *Déclaration* de Londres.

Au-delà des interrogations techniques, et même théoriques, on vient de le voir, certaines questions plus *politiques* n'ont nullement été réglées par le G20.

**Tableau : Indicateurs macro-prudentiels**

Indicateurs microprudentiels agrégés	Indicateurs macroéconomiques	
<p><b>Niveau de fonds propres</b> Coefficients de fonds propres globaux Distribution de fréquences des coefficients de fonds propres</p> <p><b>Qualité des actifs</b> <i>Institutions de crédit</i> Concentration sectorielle du crédit Prêts libellés en devises Créances improductives et provisions Prêts à des entités du secteur public Profit de risque des actifs Prêts liés Coefficients d'endettement</p> <p><i>Emprunteurs</i> Ratio des dépenses Rentabilité des entreprises Autres indicateurs de la situation des entreprises Endettement des ménages</p> <p><b>Qualité de la gestion</b> Ratio des dépenses Bénéfices par employé Augmentation du nombre d'institutions financières</p> <p><b>Bénéfices et rentabilité</b> Rendement des actifs Rendement du capital Rapport revenu/dépenses Indicateurs de la rentabilité structurelle</p>	<p><b>Liquidité</b> Crédit de la banque centrale aux institutions financières Dépôts en proportion des agrégats monétaires Segmentation des taux interbancaires Ratios prêts/dépôts Structure des échéances des actifs et des passifs Mesures de la liquidité du marché secondaire</p> <p><b>Sensibilité au risque de marché</b> Risque de change Risque de taux d'intérêt Risque de prix des actions Risque de prix des produits de base</p> <p><b>Indicateurs fondés sur le marché</b> Prix du marché des instruments financiers Indicateurs des excès de rendement Notation du crédit Écart de rendement des dettes publiques</p>	<p><b>Croissance économique</b> Taux de croissance globaux Crises sectorielles</p> <p><b>Balances des paiements</b> Déficit des transactions courantes Niveau des réserves en devises Dette extérieure (y compris la structure des échéances) Termes de l'échange Composition et échéances des flux de capitaux</p> <p><b>Inflation</b> Volatilité de l'inflation Taux d'intérêt et de change Volatilité des taux d'intérêt et de change Niveau des taux d'intérêt réels intérieurs Soutenabilité du taux de change Garanties de taux de change</p> <p><b>Montée en flèche des prêts et du prix des actifs</b> Montée en flèche des prêts Montée en flèche du prix des actifs</p> <p><b>Effet de contagion</b> Corrélation des marchés financiers Transmission par le commerce extérieur</p> <p><b>Autres facteurs</b> Crédits et investissements dirigés Recours de l'État au système bancaire Arriérés de paiements dans l'économie</p>

Source : Evans, Leone, Gill et Hilbers (2000).

## 7. Des incertitudes politiques sur la voie d'une nouvelle architecture financière internationale

Une telle régulation macro-prudentielle des sources d'instabilité financière se heurte à tout un ensemble de difficultés. C'est une chose que d'afficher un objectif de prévention des sources d'instabilité financière et de crise systémique. C'est tout autre chose, non seulement de donner une définition extensive à ce nouvel objectif de la politique économique, mais surtout de lui assurer une traduction opérationnelle en spécifiant des indicateurs de fragilité systémique et des seuils à ne pas dépasser (Park, 2006). Il a déjà été difficile de s'accorder sur le ciblage des taux d'intérêt en fonction d'un objectif chiffré d'inflation, sur la base, pour nombre de banques centrales, d'une règle de Taylor. Mais comment le faire pour adopter des cibles opérationnelles en ce qui concerne l'appréciation irrationnelle des prix d'actifs ou les niveaux d'endettement excessifs des ménages ou des entreprises afin de les intégrer dans les exigences en capitaux propres des banques ? Sans parler des informations nécessaires pour évaluer le risque systémique lié aux engagements croisés au sein des systèmes financiers, de nature à geler les échanges interbancaires et à bloquer le crédit en situation de *stress*, on l'a vu à l'automne 2008. L'internationalisation des banques complique plus encore l'exercice en présence d'une dispersion éventuelle des indicateurs de cyclicité, d'excès des leviers ou des prix d'actifs selon les pays, et donc selon les filiales d'une même banque. D'autant qu'un tel cadre macro-prudentiel peut induire des effets contre-productifs. Tous les *booms* du crédit ne débouchent pas sur des accidents ou des crises sur les marchés financiers. Et la source des fragilités financières ne se situe pas uniquement dans le volume des crédits accordés, mais surtout dans les engagements à risque, qui peuvent considérablement différer, selon les établissements bancaires, en fonction des agents disposant des lignes de crédits, par exemple selon la part que représentent les *Hedge Funds* bénéficiant du *prime brokerage* des banques et acquérant des CDO.

Une autre difficulté, de caractère plus politique, ne doit pas être sous-estimée : la surveillance des marchés et le contrôle prudentiel des intermédiaires financiers vont-ils rester entre les mains des mêmes autorités nationales qu'aujourd'hui, chacune progressant à son propre rythme vers des standards communs ? Ou bien, peut-on envisager un changement politique majeur dans la gouvernance financière internationale, sous la forme d'une délégation de certaines responsabilités prudentielles à des instances internationales, en l'occurrence le *Conseil de Stabilité Financière* ou le FMI, de nature à déboucher sur une nouvelle architecture de la finance globalisée ?

En effet, au-delà de la *technique* financière, en visant une réforme d'ensemble et coordonnée des régulations financières internationales, le G20 ne fait rien d'autre que de tenter de résoudre un problème d'action collective à l'échelle internationale. À ce propos, les spécialistes des questions de relations internationales, surtout parmi les politologues, s'appuient sur la notion de régime international qui recouvre *l'ensemble des règles, des normes et des procédures qui orientent et assurent la cohésion des décisions des acteurs internationaux* (Krasner, 1983). En ce qui concerne la

gouvernance financière internationale, l'objectif est bien de définir des règles ou des procédures permettant d'assurer la stabilité des marchés financiers globalisés, de prévenir et de gérer les crises, mais sans effacer les prérogatives des États-Nations, et donc en édictant des règles communes ou en définissant des procédures multilatérales en matière de régulation financière. Mais si la gouvernance se définit comme l'*art de gouverner sans gouvernement*, il convient que la répartition des rôles soit arrêtée, *ex ante*, s'agissant de la redéfinition des règles prudentielles des banques, du choix des standards comptables ou de l'adoption d'infrastructures de marchés de dérivés. Il convient également que soit précisée l'architecture des responsabilités, s'agissant, *ex post*, de la mise en œuvre de la supervision et du contrôle de son application.

Lors du Sommet de Londres, la question clé était donc de savoir si les États, ou les zones régionales, comme en Europe, allaient conserver leurs prérogatives réglementaires tout en acceptant le principe d'une coordination accrue (Masciandaro, Quintyn, 2009), ou bien s'ils étaient enclins à réellement déléguer leurs compétences à des instances internationales (FMI, BRI, *Conseil de Stabilité Financière...*) afin de juguler le risque d'un arbitrage réglementaire en présence de standards nationaux à géométrie nationale. Et quels type de règles étaient-ils prêts à accepter, non pas seulement sur un plan technique, mais du point de vue des engagements politiques que celles-ci recouvrent ? Selon M. Kahler (1995), deux types de règles peuvent intervenir au sein d'un régime international : les *règles substantives* définissent précisément les normes communes de comportement qu'impose la participation au jeu international ; les *règles procédurales* spécifient des principes directeurs dont l'application n'est plus impérative mais incitative, ainsi que des *bonnes pratiques* qui s'apparentent à des *standards* de comportement jugés souhaitables dans l'intérêt de tous, et qui recouvrent par exemple les nombreux codes de conduites adoptés dans le domaine financier international sous l'égide du FMI après la crise asiatique.

Le G20 se devait donc de trancher entre deux options : dans le premier scénario, le plus ambitieux, il s'agissait de donner un rôle déterminant à des règles substantives impliquant des transferts de compétences et conduisant alors, véritablement, à un nouveau régime financier international ; dans le second scénario, les règles procédurales conservaient leur rôle dominant, sans doute à géométrie variable, en préservant les prérogatives des États, mais aussi les rapports de force existants ou en devenir. Le Sommet de Londres a adopté un compromis qui retient, pour l'essentiel, des règles procédurales, certes plus contraignantes que dans le passé, et s'appliquant à un périmètre élargi, mais qui ne fondent pas une nouvelle architecture du capitalisme financier international. Sans doute est-il encore trop tôt pour apprécier l'ampleur des règles communes qu'adopteront les pays du G20 lors des prochains *rendez-vous* d'ores et déjà programmés, dans le cadre du *Conseil de stabilité financière* ou au sein du FMI, sur tout un ensemble de sujets : amélioration et homogénéisation des normes comptables, évaluation des vulnérabilités systémiques et généralisation des *stress tests*, nouveaux standards macro-prudentiels,

encadrement des échanges de dérivés de crédit... Mais autant pour des raisons politiques que compte tenu, on l'a vu, des difficultés techniques qui ne manqueront pas de se poser dans l'édification d'une architecture macro-prudentielle, il est douteux que l'on se dirige vers un véritable fédéralisme global en matière de régulation des marchés financiers.

## ■ Conclusion

On a vu au tout début de cette analyse que la crise financière était aussi une crise de la mondialisation, compte tenu de l'ampleur des déséquilibres globaux, notamment entre les États-Unis et les pays émergents, et des conséquences induites sur la liquidité mondiale. Par-là même, beaucoup espéraient que le G20 irait au-delà de l'objectif de stabilité financière en adoptant aussi des règles communes permettant de corriger par une action collective les distorsions de taux de change réels ou de fixer des normes explicites de pilotage macroéconomique, à l'image du *Pacte de stabilité et de croissance* en Europe, sans nécessairement retenir les mêmes indicateurs de *saine gestion*, dont la combinaison peut assurer une plus grande stabilité systémique. On se souvient que J. Keynes, au cours de la conférence de *Bretton Woods*, avait proposé d'établir des contraintes de soutenabilité des déséquilibres externes, autant pour les économies excédentaires que pour les pays en déficit, et donc en exigeant des ajustements au niveau de la distribution internationale des taux d'épargne ou des taux d'endettement, publics et privés. Mais la *Déclaration* du 15 novembre 2008 a délibérément laissé de côté la dimension macroéconomique de la gouvernance internationale. Quant au G20 du 2 avril 2009, il a certes énoncé quelques principes généraux en matière de coopération macroéconomique (exigence de soutenabilité budgétaire à long terme, abstention de tout recours à des dévaluations compétitives, soutien à la surveillance indépendante du FMI dans le domaine macroéconomique...). Mais la question des déséquilibres globaux et celle des régimes de change et des distorsions de taux de change qu'ils rendent possible n'ont pas été réellement abordées par le G20. En matière macroéconomique, on est donc seulement en présence de pétitions de principes qui ne s'accompagnent pas d'engagements véritables. Il n'y a que dans le domaine des ressources du FMI que des avancées significatives ont été obtenues puisque celui-ci a vu ses facilités multipliées par 3, à hauteur de 750 milliards de dollars, au-delà de la création d'une nouvelle *Ligne de crédit modulable* et de la possibilité qui lui est désormais concédée d'emprunter sur les marchés.

On le voit, c'est à une œuvre de longue haleine que sont conviés les *policy makers* afin de juguler les sources d'instabilité de la finance globale. D'autant que la crise n'est pas terminée. D'où, d'ailleurs, les trois recommandations clés, relativement modestes, en matière de réglementation des banques, issues de la réunion du 14 mars 2009 des ministres des finances et des gouverneurs de banques centrales du G20 : viser la modération et non plus l'exacerbation des cycles économiques en concevant des amortisseurs de ressources financières en haute conjoncture ; adopter

des mesures permettant de limiter les niveaux de levier ; tout en veillant à ce que les règles restent inchangées tant que la reprise économique n'est pas là (G20, 2009). On est loin d'une refondation du capitalisme financier.

## Références bibliographiques

- Aglietta M., 1998, « La maîtrise du risque systémique international », *Économie internationale*, n° 76, 4<sup>e</sup> trimestre.
- Aglietta M., 2009, *La crise. Pourquoi en est-on arrivé là ? Comment en sortir*, Paris, Éditions Michalon.
- Aglietta M., S. Rigot, 2009, *Crise et rénovation de la finance*, Paris, Éditions Odile Jacob.
- Artus P., 2008, « Comment éviter une finance procyclique ? », *Flash*, NATIXIS, n° 200, Paris, 20 mai.
- Artus P., 2009, « Le problème essentiel pour la régulation financière et pour le système monétaire international : la finance procyclique », *Flash*, NATIXIS, n° 155, Paris, 3 avril.
- Artus P., 2009, « Se limiter à réglementer la finance ne résoudra rien », *Flash*, NATIXIS, n° 156, Paris, 3 avril.
- Attali J., 2008, *La crise, et après ?*, Paris, Éditions Fayard.
- Borio C., 2003, *Towards a Macro-Prudential Framework for Financial Regulation and Supervision?*, BIS Working Papers, n° 128, février.
- Borio C., 2006, *The Macro-Prudential Approach to Regulation and Supervision: Where Do We Stand?*, Papier préparé pour le 20<sup>e</sup> anniversaire de Kredittilsynet, Norvège.
- Borio C., 2008, *The Financial Turmoil of 2007- : A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*, BIS Working Papers, n° 251, mars.
- Borio C., C. Furfine et P. Lowe, 2001, *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options*, BIS Papers, n° 1.
- Borio C., H. ZHU, 2008, *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, BIS Working Papers, n° 268, décembre.
- Brender A. et F. Pisani, 2009, *La crise de la finance globalisée*, Paris, Collection Repères, Éditions La Découverte.
- Brunnermeier M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud et H. Shin, 2009, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, n° 11, Preliminary Conference Draft, Geneva, ICMB, janvier.
- Cartapanis A., 2001, « Économie politique de l'architecture financière internationale », *Revue Économique*, Vol. 52, n° 2, mars.
- Cartapanis A., 2003, « Vers une prévention macro-prudentielle des crises financières internationales », *Revue d'Économie Financière*, n° 70.
- Cartapanis A., 2009, « Les Hedge Funds et le risque systémique : un réexamen après la crise des *subprime* », in *Private Equity, Hedge Funds, marchés financiers : les frères ennemis ?*, Paris, PUF-Descartes, Le Cercle des Économistes & NYSE Euronext, Seconde édition.

- Cartapanis A., 2009, « Mondialisation ou fractionnement de l'espace économique ? », in *Fin de monde ou sortie de crise ?*, Paris, Éditions Perrin.
- Cartapanis A., 2009, « Sous l'égide du G20, vers une réglementation macro-prudentielle des banques », in *Perspectives pour les banques*, Paris, PUF-Descartes, Le Cercle des Économistes.
- Cartapanis A. et M. Herland, 2002, « The Reconstruction of the International Financial Architecture: KEYNES' Revenge? », *Review of International Political Economy*, Vol. 9, n° 2, mai.
- Cartapanis A. et J. Teïletche, 2008, « Les *hedge funds* et la crise financière internationale », *Revue d'Économie Financière*, Hors-Série n° 8, juin, et *Revue Risques*, n° 73-74, juin.
- Cercle des économistes, 2009, *Fin de monde ou sortie de crise ?*, Paris, Éditions Perrin.
- Carvajal A., R. Dodd, M. Moore, E. Nier, I. Tower et L. Zanforlin, 2009, *The Perimeter of Financial Regulation*, IMF Staff Position Note, SPN/09/07, Washington, 26 mai.
- Crockett A., 2000, *Marrying the micro and macro-prudential dimensions of financial stability*, 11<sup>th</sup> International Conference of Banking Supervisors, Basle, 20-21 septembre.
- Eichengreen B., 2008, *Reforming the International Financial Architecture after Ten Years: the View from Emerging Markets*, préparé pour le meeting de Tokyo Club, novembre 11-12.
- Evans O., P. Hilbers, R. Krueger et M. Moretti, 2000, « Macropudential indicators of financial system soundness », *IMF Occasional Paper*, n° 192.
- Goodhart C., 2001, *The inter-temporal nature of risk*, 23<sup>rd</sup> SUERF Colloquium on technology and finance: challenges for financial markets, business strategies and policy makers, Bruxelles, octobre.
- Goodhart C., 2004, *Some New Directions for Financial Stability*, The Per Jacobson Lecture, BIS and the Per Jacobson Foundation, Zurich, juin.
- Goodhart C., 2008, *The Background to the 2007 Financial Crisis*, Financial Markets Group, LSE, Londres, février.
- Group of 20, 2008, *Action Plan to Implement Principles for Reform*, Summit on Financial Markets and the World Economy, Washington, November 15<sup>th</sup>.
- Group of 20, 2009, *Progress Report on the Immediate Actions of the Washington Action Plan prepared by the UK Chair of the G20*, March 14<sup>th</sup>.
- Group of 20, 2009, *Declaration on Strengthening the Financial System – Sommet de Londres*, 2 avril.
- Group of 20, 2009, *London Summit – Leaders' Statement*, 2 avril.
- IMF, 2009a, *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, Monetary and Capital Markets Department, IMF, Washington, 4 février.
- IMF, 2009b, *Initial Lessons of the Crisis*, Research Department, Monetary and Capital Markets Department, and Strategy, Policy and Review Department, IMF, Washington, 6 février.
- IMF, 2009c, *Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF*, Strategy, Policy and Review, IMF, Washington, 19 février.
- IMF, 2009d, *Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*, Research Department, IMF, Washington, 19 février.

- IMF, 2009e, *Global Financial Stability Report*, Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk, IMF, Washington, avril.
- Kahler M., 1995, *International Institutions and the Political Economy of Integration*, Washington, Brookings Institution.
- Kodres L. et A. Narain, 2009, « What Is to Be Done », *Finance & Development*, mars.
- Krasner S., 1983, « Regimes and the Limits of Realism: Regimes as Autonomous Variables », in S. Krasner, (Ed.), *International Regimes*, New York, Ithaca, Cornell University Press.
- Larosière J. de (Dir.), 2009, *Report of the High Level Group on Financial Supervision in EU*, European Commission, Bruxelles, février.
- Lordon F., 2008, *Jusqu'à quand? Pour en finir avec les crises financières*, Paris, Raisons d'Agir Éditions.
- Masciandaro D. et M. Quintyn, 2009, « Reforming Financial Supervision and the Role of Central Banks: A Review of Global Trends, Causes and Effects (1998-2008) », *CEPR Policy Insight*, n°30, février.
- Minsky H., 1982, « The Financial Instability Hypothesis, Capitalist Processes and the Behaviour Economy », in C. Kindleberger et J.-P. Laffargue (Ed.), *Financial Crises, Theory and Policy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Minsky H., 2008, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, McGraw Hill, (First edition, Yale University Press, 1986).
- Park Y.-C., 2006, *A Macroprudential Approach to Financial Supervision and Regulation: Conceptual and Operational Issues*, International Conference on Macroprudential Supervision: Challenges for Financial Supervisors, Seoul, 7-8 novembre.
- Orléan A., 2009, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Paris, Collection du CEPREMAP, Éditions ENS Rue d'Ulm.
- Pollin J.-P., 2008, « Réguler la liquidité bancaire », in Cercle des économistes, *Les marchés financiers dans la tourmente : le défi du long terme*, Paris, PUF, Éditions Descartes & Cie.
- Rogoff K. et G. Kaminsky, 2009, « The Aftermath of Financial Crises », *American Economic Review*, mai.
- Teïletche J., 2009, *Les Hedge Funds*, Collection Repères, Paris, Éditions La Découverte.
- White W., 2006, *Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework?*, BIS Working Papers, n° 193, janvier.
- White W., 2008, *Past Financial Crises, the Current Financial Turmoil, and the Need for a New Macrofinancial Stability Framework*, Speech at the LSE Financial Markets Group and Deutsche Bank Conference, The Structure of Regulation: Lessons from the Crisis of 2007, 3 mars.