



MARCHÉS D' ACTIONS ET STABILITÉ FINANCIÈRE : LES ENJEUX DE LA RÉGULATION

VINCENT FLEURIET *
CATHERINE LUBOCHINSKY **

L'histoire bancaire et financière, émaillée de ses crises récurrentes, a confirmé l'idée que l'autorégulation ne permet pas d'éviter des périodes d'instabilité au cours desquelles le risque systémique ainsi engendré rend inévitable l'intervention des autorités monétaires, bancaires et/ou boursières. En réaction à ces crises, les autorités de régulation ont tenté d'améliorer la réglementation relative aux intervenants du secteur financier. L'essor des marchés de capitaux a mis en exergue l'importance de la stabilité financière, celle-ci recouvrant de nombreux aspects liés au fonctionnement du système financier. Cet article analyse les spécificités éventuelles des marchés actions, tant dans les conséquences des crises boursières que dans les développements actuels de la structure des Bourses et des enjeux de la régulation en termes de stabilité financière. Après avoir présenté les difficultés d'appréhension du concept de stabilité financière plus particulièrement lié aux marchés boursiers, les réactions des autorités de régulation face aux principales crises boursières sont analysées. C'est dans ce contexte que sont alors évalués les problèmes soulevés par l'internationalisation accrue des marchés et par l'évolution du fonctionnement des transactions boursières dans une perspective de consolidation/concurrence des Bourses.

* Économiste de marché.

** Professeur à l'Université de Paris II.

*LA STABILITÉ FINANCIÈRE : UN CONCEPT POLYMORPHE*

Quelle que soit la structure du système financier, plus ou moins (dés)intermédié, l'objectif est d'obtenir un système efficace permettant une allocation optimale des ressources. Dans cette optique, la récurrence des crises, qu'elles soient bancaires, de change ou financières et leurs répercussions micro et macroéconomiques ont conduit les autorités à s'interroger sur la possibilité de prévention de ces crises et de leur gestion, d'où l'émergence de préoccupations, quant à la stabilité financière. Deux difficultés sont alors apparues : comment définir ce concept polymorphe et comment réconcilier les dimensions micro et macroéconomiques dans l'élaboration d'une régulation favorable à la stabilité financière ?

Définitions du concept

Dans un premier temps, ce concept a été surtout abordé par rapport au risque systémique qu'une trop forte instabilité peut engendrer. Ce n'est que récemment que des définitions ont été proposées. Schinasi (2004) tente de définir la stabilité financière à partir de ses caractéristiques : concept large concernant différents aspects de la finance (infrastructure, institutions et marchés), concept relié à la stabilité monétaire et au système de paiements, concept complémentaire à celui de la discipline de marché (comment intégrer la dimension préventive des interventions des autorités ?), concept analysé à partir des conséquences potentielles sur l'économie réelle et concept dynamique (dimension temporelle liée à l'évolution des marchés). C'est ainsi que la stabilité financière représente la capacité du système financier à faciliter l'allocation efficiente des ressources, à évaluer, allouer et gérer les risques financiers et à continuer de remplir ces fonctions même en cas de choc exogène (problème de résilience des marchés). Les conséquences d'une telle approche sont qu'il ne peut y avoir d'indicateur quantitatif unique et que cette (in)stabilité est difficile à prévoir et à maîtriser.

Du point de vue des marchés financiers, cette notion de stabilité ou d'instabilité est d'autant plus difficile à appréhender que, par nature, les cours boursiers fluctuent, *i.e.* sont « instables ». La volatilité des cours boursiers est elle-même volatile, comme il a été constaté au cours de ces dernières années, conduisant les autorités à s'inquiéter successivement d'une volatilité qui leur paraissait « trop » élevée (moyenne de la volatilité historique à 20 jours annualisée de 28 % pour le CAC 40 et 20 % pour le S&P 500 en 2002-2003), puis « trop » faible (respectivement 12 % et 10 % sur 2004-octobre 2005). Cette focalisation sur la volatilité vient du fait qu'elle est souvent assimilée à un indicateur de risque des marchés, en oubliant que dans les marchés baissiers, elle s'inscrit généralement en hausse, mais que si cette baisse est régulière, la

volatilité mesurée par l'écart type des rendements peut être nulle (Lubochinsky et Maïllet 2003) ! On retrouve le problème d'indicateur quantitatif de l'instabilité financière.

Une double dimension micro et macroéconomique

La deuxième difficulté relative à la mise en place d'une régulation permettant de promouvoir la stabilité financière provient de sa double dimension micro et macroéconomique. Crockett (2000) insiste sur cet aspect de la stabilité financière qui porte autant sur les objectifs à atteindre que sur la conceptualisation des mécanismes économiques concernés. Ainsi, l'objectif macroéconomique est de réduire la probabilité de survenance des crises et d'en limiter les coûts résultants, y compris ceux résultant d'aléa moral induit par certaines mesures prudentielles (*i.e.* limiter le risque systémique). En termes microéconomiques, l'objectif prudentiel est de limiter la probabilité de faillite d'une institution financière ou bancaire, *i.e.* limiter le risque idiosyncratique. Pour Crockett (2000), cela revient à équi-pondérer chaque institution alors que l'optique macro se préoccupe de la situation globale et des corrélations entre les institutions. Il suggère que la régulation prudentielle doit être calibrée pour tenir compte du poids relatif des institutions dans le risque systémique, soulignant que la faillite d'une institution individuelle n'est pas un problème en soi. Appliquée aux marchés boursiers, cette idée correspond à celle selon laquelle la faillite d'une entreprise individuelle ne déclenche pas automatiquement une crise boursière. En d'autres termes, il ne s'agit pas pour le régulateur de faire un sauvetage systématique des intervenants financiers en cas de faillite, mais de s'adapter selon les cas : en cas de risque systémique, les régulateurs doivent intervenir (comme avec LTCM), mais non dans d'autres (comme Enron qui a été contraint à la faillite, les conséquences déstabilisatrices sur les marchés n'ayant pas été jugées comportant un risque systémique).

Face à une telle problématique, la régulation prudentielle des marchés financiers doit se préoccuper de réduire les asymétries d'information, éviter les distorsions de concurrence, ne pas, par principe, restreindre l'offre de produits/services financiers (ce qui pourrait affecter la dynamique des innovations) et veiller à atténuer la procyclicalité de certaines mesures. Ainsi, dans une optique microéconomique, les autorités doivent se préoccuper des comportements mimétiques sur les marchés boursiers et du recours à l'effet de levier : l'une des priorités des régulateurs est d'éviter une prise de risque excessive de la part des différents acteurs financiers. Sur le plan macroéconomique, les préoccupations doivent porter sur le fonctionnement et l'organisation des marchés et des Bourses.

*LES CRISES BOURSIÈRES,
SOURCES D'INSTABILITÉ FINANCIÈRE
ET DE NOUVELLES RÉGLEMENTATIONS*

Le rapport du CAE (Boyer et *alii* 2004) sur les crises financières démontre pourquoi les pouvoirs publics ne peuvent se désintéresser des crises financières, de part la dimension « bien public » de la stabilité financière et de part certaines caractéristiques du comportement des acteurs (mémoire courte et aléa de moralité).

Effectivement, les crises boursières ont historiquement été sources d'instabilité financière. Elles ont entraîné, par contagion, des effets perturbateurs sur les autres marchés financiers, en particulier les marchés de taux et de change, mais également sur la sphère réelle, les trois canaux de transmission étant généralement l'effet de richesse (se traduisant par une baisse de la consommation des ménages), le q de Tobin (se traduisant par une baisse de l'investissement) et le canal du crédit (Boucher in Boyer et *alii* 2004). De plus, la perte de confiance des agents économiques les détourne de ce mode de financement/de placement ce qui n'est pas favorable à la croissance économique. Enfin, ces crises boursières sont accompagnées d'une hausse de la volatilité qui tend à modifier l'analyse et le comportement des investisseurs financiers. Les seules « forces » de marché ne suffisent pas à résorber l'instabilité financière, voire économique, issue des crises financières. C'est pourquoi, la stabilité financière est devenue une préoccupation, tant des autorités de tutelle des marchés boursiers, des banques centrales que des organismes nationaux et internationaux de régulation prudentielle. Il est intéressant de remarquer que les conséquences des crises financières n'ont pas toujours été évaluées *ex ante*. Le régulateur a dû faire face à des crises boursières d'ampleur, de durée, de positionnement dans le cycle économique et de facteurs déclenchants différents. C'est ainsi que le cadre réglementaire des marchés d'actions s'est progressivement mis en place, tout en s'adaptant, *ex post*, aux innovations continues de structure et de produits.

La crise de 1929

Ce n'est qu'à la suite de la crise de 1929 que les autorités des États-Unis ont mis en place un système de régulation qui était quasi-inexistant avant cette date, en particulier eu égard à la divulgation des transactions sur actions effectuées par les intermédiaires financiers afin de réduire les possibilités de manipulation de cours. L'effondrement des cours boursiers en octobre 1929 a entraîné une grave crise de confiance de la part des investisseurs (il y avait environ 20 millions d'actionnaires aux



États-Unis dans les années 1920) qui ne pouvait être restaurée que par une réglementation adaptée.

Deux lois fondatrices, le *Securities Act* de 1933 et le *Securities Exchange Act* de 1934, votées par le Congrès ont créé l'autorité de tutelle des marchés boursiers des États-Unis, la *Securities and Exchange Commission* (SEC). D'une part, les entreprises cotées ont alors été soumises à des obligations de transparence vis-à-vis des investisseurs. D'autre part, les ententes entre intermédiaires financiers et les manipulations de cours sur les marchés boursiers ont été réglementairement interdites. Il a également été imposé à ces intermédiaires d'offrir une plus grande transparence des opérations réalisées pour compte de tiers (amélioration de l'information fournie à la clientèle). Dans ce contexte, le *Glass-Steagall Act* de 1933 est venu renforcer ce dispositif et a contraint à la séparation des activités bancaires et d'introductions en Bourse. La crise de 1929 a ainsi montré que la réglementation des marchés financiers devait être conçue en même temps que celle liée aux acteurs financiers, en particulier les banques.

Le krach d'octobre 1987

La baisse du 19 octobre 1987 du Dow Jones de 22,6 % est la plus importante baisse quotidienne survenue dans l'histoire des marchés boursiers. Une Commission présidentielle (*Brady Commission*) a été mise en place afin d'explorer les causes d'une telle chute des cours et des réponses qu'il fallait y apporter. Tout en préservant la liquidité du marché et limitant la volatilité excessive, l'objectif était de limiter des fluctuations jugées excessives des cours afin de conserver une certaine stabilité aux marchés boursiers. La principale mesure adoptée à cet effet fut la mise en place de coupe-circuits. Le principe consiste à suspendre les cotations sur les valeurs dont les fluctuations sont jugées trop importantes. Pendant la suspension des cours, les investisseurs sont alors censés réfléchir à leurs stratégies (réduire les comportements de panique et/ou de mimétisme), ce qui est susceptible, si ce n'est d'endiguer, d'au moins ralentir la chute des cours. D'un point de vue macroéconomique, il faut souligner que les banques centrales sont, contrairement à 1929, intervenues. À la suite de la *Federal Reserve*, elles ont annoncé qu'elles assureraient le refinancement des banques et des intermédiaires financiers, écartant ainsi une crise systémique. La crise a donc été contenue aux marchés boursiers, mais la propagation internationale de la crise boursière américaine a révélé que la régulation devait être conçue pour un environnement financièrement plus intégré. La difficulté est que les régulateurs et superviseurs demeurent encore nombreux et ne cherchent pas toujours à se coordonner, tant à l'échelle nationale qu'à l'échelle internationale.

*La bulle Internet de 2000*

L'éclatement de la bulle Internet en 2000 a soulevé de nouveaux problèmes. D'une part, les comportements de mimétisme ont favorisé la formation des bulles et, d'autre part, les analystes financiers ont fait preuve de myopie dans leurs analyses des valeurs de la nouvelle technologie, voire de collusion d'intérêts avec certains établissements financiers. Ces deux problèmes étant de nature différente, ils ont conduit à deux réponses complémentaires.

Le second problème est avant tout lié à des enjeux de transparence, tant des comptes des intermédiaires financiers que de leurs méthodes d'analyse des risques : c'est l'objet de la réforme dite Sarbanes-Oxley (juillet 2002) et de la Loi sur la sécurité financière en France (août 2003).

Le développement des comportements mimétiques semble, en revanche, être un problème plus complexe, étant donné que ces comportements peuvent difficilement être régulés, alors même qu'ils sont source d'instabilité financière. C'est pourquoi, parallèlement aux réactions du législateur et de manière sans doute plus novatrice, les banques centrales se sont interrogées sur la façon dont il était possible d'anticiper les crises financières, non seulement celles des marchés obligataires, mais celles des marchés d'actions. Ces réflexions sur la stabilité financière se sont développées autour de deux axes principaux, souvent présentés comme générateurs ou révélateurs d'une crise financière : le niveau du prix des actifs et la volatilité du prix des actifs. Or, la valeur fondamentale des actions dépend des anticipations de profits futurs et du choix d'un taux d'actualisation. Comment détecter une valorisation anormale des cours, en particulier dans un nouveau secteur industriel (nouvelles technologies) ? Par ailleurs, la volatilité de ces cours est une composante intrinsèque des marchés. Il n'est donc pas possible que l'amélioration des cadres réglementaires et prudeniels permette de prévenir toute crise boursière future. Il est également difficile d'influencer certains comportements *ex ante*. Cette problématique est renforcée par les nombreuses innovations financières et par des prises de risques de la part d'investisseurs difficilement évaluables par les autorités de régulation (par exemple, les *hedge funds* enregistrés dans les centres *off-shores*).

*LES ENJEUX DE LA RÉGULATION DANS
UN ENVIRONNEMENT GLOBALISÉ ET CONCURRENTIEL*

La corrélation accrue entre les marchés boursiers soulève de nouveaux problèmes en termes de stabilité financière. Les enjeux actuels de la régulation financière ne peuvent donc s'appréhender sans la prise en compte du phénomène d'internationalisation financière et d'inter-

dépendance accrue entre tous les marchés financiers, en particulier les marchés boursiers. Ce phénomène comporte également des répercussions sur l'évolution de l'organisation des Bourses et les infrastructures post marché.

Une nécessaire concertation entre les régulateurs

Menée sur la période 1989-2004, l'étude empirique de Ehrmann et alii (2005) tente d'évaluer à la fois les interactions entre les différents marchés aux États-Unis et en Europe et les interactions entre les marchés des deux zones. Il apparaît ainsi que le marché actions américains, représenté par l'indice S&P 500, réagit directement aux variations de taux d'intérêt (surtout les taux courts), mais moins que ne réagit l'indice boursier S&P Euro aux variations de taux courts et longs européens. Par ailleurs, si les réactions aux chocs domestiques sont plus importantes qu'aux chocs étrangers, les chocs se produisant aux États-Unis influencent davantage les marchés de la zone euro que l'inverse, confirmant ainsi l'idée généralement acceptée d'asymétrie dans l'interdépendance internationale. De plus, cette corrélation constatée entre les marchés ne correspond pas à celle des cycles économiques. Ainsi, Brender (2004) souligne que, malgré des divergences de conjoncture économique entre les États-Unis et l'Europe, la corrélation entre leurs Bourses est plus étroite que jamais depuis le début des années 2000. Sur l'ensemble de la période 1993-2003, la croissance des indices boursiers a été la même alors que la croissance économique de l'Europe a été inférieure en moyenne de 1 % par an en Europe.

L'une des conséquences de cette corrélation entre les marchés boursiers est donc la nécessaire coordination des régulateurs préoccupés de stabilité financière. Cette prise de conscience de la nécessité de concertation entre les régulateurs remonte, certes, à la fin des années 1970 (Crockett, 1997), mais s'est surtout développée au cours de ces dernières années, après l'éclatement de la bulle internet. La globalisation incite à une refonte de la réglementation au niveau mondial : la Loi Sarbanes-Oxley (30 juillet 2002) aux États-Unis est la réglementation relative aux valeurs mobilières et aux acteurs de marché (entreprises cotées en Bourse et experts-comptables) la plus ambitieuse depuis la création de la SEC en 1934¹, mais elle est aussi celle qui comporte les effets extraterritoriaux les plus marqués. Étant donné que cette loi s'applique à l'ensemble des sociétés cotées sur une Bourse des États-Unis, elle a, *de facto*, des retombées sur l'ensemble de la régulation mondiale, *via* les multinationales cotées sur plusieurs Bourses.

Au sein de l'Union européenne, le processus Lamfalussy (juillet 2000) vise plus explicitement encore à une homogénéisation des législations nationales. Les deux Directives dites transparence et



prospectus permettent ainsi l'harmonisation des législations nationales, mais tendent également vers une convergence transatlantique des approches réglementaires relatives aux valeurs mobilières et aux acteurs de marché. En France, la Loi sur la sécurité financière (LSF) cherche à répondre, comme la Loi Sarbanes-Oxley, à la crise de confiance des investisseurs. L'objectif est double : procurer une information plus complète aux investisseurs en matière de gouvernance d'entreprise et de contrôle interne et accroître la responsabilité des dirigeants d'entreprise dans le processus d'arrêts des comptes. C'est aussi cette loi qui a fusionné la Commission des opérations de Bourses (COB) et le Conseil des marchés financiers (CMF) afin de créer un seul régulateur/superviseur des opérations de marché, l'Autorité des marchés financiers (AMF) dont le pouvoir de sanction a été élargi.

Tout comme la Loi Sarbanes-Oxley, la LSF cherche donc à renforcer la protection des épargnants et à moderniser le contrôle des comptes des entreprises, avec, dans ce dernier volet, la réforme de la profession des commissaires aux comptes et des exigences accrues en matière de contrôle interne des entreprises.

Enfin, la coordination au niveau international des autorités de tutelle des Bourses devient incontournable afin d'éviter les effets pervers d'une réglementation différenciée pouvant entraîner des délocalisations en fonction du degré de contrainte réglementaire. Dans ce cadre, la transposition obligatoire des directives financières européennes concourt à une plus grande homogénéisation de la réglementation, même si, en termes de supervision, le principe de reconnaissance mutuelle demeure. Ainsi, l'adoption d'une nouvelle Directive de l'Union européenne sur les marchés d'instruments financiers (MiFiD, avril 2004) devrait être transposée dans les États membres. L'un de ses objectifs est de promouvoir l'efficacité et l'intégration des marchés financiers. Mais, surtout, cette nouvelle directive cherche à « rapprocher les règles nationales relatives aux services d'investissement et au fonctionnement des Bourses ».

Une nécessaire adaptation des infrastructures de marché

Pour autant, si une hétérogénéité réglementaire entre les Bourses peut se révéler défavorable à la stabilité financière, la concentration des Bourses ne semble pas apporter non plus une solution satisfaisante à la prévention du risque systémique. Une telle évolution semble effectivement retenir l'attention des autorités de tutelle, dans un contexte où les Bourses se sont, du fait de l'internationalisation des transactions (résultant des stratégies de diversification des portefeuilles) et des progrès technologiques, développées à l'extérieur de leur périmètre domestique. Ceci a conduit, tant aux États-Unis



qu'en Europe, à une concentration des infrastructures de marchés et des Bourses.

Dans cet environnement, les Bourses ont entamé un processus de démutualisation, souvent encouragées par les régulateurs nationaux cherchant à préserver leur Place financière. Ce mouvement initié par la Bourse de Stockholm dès 1992 s'est, par la suite, étendu aux marchés organisés d'instruments dérivés. L'un des objectifs est de disposer d'une plus grande flexibilité pour réagir à la concurrence entre les Bourses européennes et entre les Bourses américaines et européennes en facilitant l'accès au système de transactions pour des acteurs autres que les intermédiaires financiers membres. Les Bourses sont donc maintenant des entreprises elles-mêmes cotées, mais dont une faillite aurait certainement des conséquences en termes de stabilité financière plus importantes qu'une entreprise classique n'en aurait. Par ailleurs, elles ont réalisé des fusions et des alliances stratégiques, essentiellement en Europe, cherchant ainsi à créer des marchés pan-européens consolidés, *i.e.* en uniformisant les systèmes de négociation et en concentrant les systèmes de compensation (mouvement également initié par les Bourses de Stockholm et Copenhague en 1998, Euronext ayant été créé en 2000). Il en résulte une concentration des Bourses, à l'instar de ce qui s'est produit aux États-Unis au siècle dernier : de plus d'une centaine de Bourses régionales (autres que NYSE, ASE et NASD) au début du XX^{ème} siècle, il n'en subsistait plus que 7 en 1980 (Mc Andrews 2002).

La concentration présente des avantages certains puisqu'elle permet de réaliser des économies d'échelle, tant sur le fonctionnement (coût fixe élevé des plates-formes électroniques de négociation) que sur les transactions, la baisse des coûts de transaction attirant plus d'ordres et améliorant ainsi la liquidité. Cette amélioration de la liquidité des marchés est indéniablement un facteur favorisant la stabilité financière.

Cependant, les progrès technologiques sont venus remettre en question cette tendance à la concentration des ordres. En effet, des systèmes de négociation alternatifs se sont développés au cours de ces dernières années, et à ce titre, la directive MiFiD devrait se traduire par une concurrence accrue entre les systèmes de transaction : l'article 69 met sur un pied d'égalité les Bourses, les systèmes de négociation alternatifs (MTF *multilateral trading facilities*) et les banques pouvant internaliser les ordres. Cela soulève un certain nombre de questions, quant à la fragmentation des ordres qui peut en résulter. En effet, il est généralement admis que le mécanisme de révélation des prix est plus efficace sur un marché concentré/consolidé que sur un marché fragmenté qui réduit le degré de transparence *pre* ou *post trade* des caractéristiques des transactions (prix, taille, liquidité...). Certes, la fragmentation favorise l'innovation et la concurrence, mais si cette dernière engendre une



certaine opacité sur les marchés, elle devient contradictoire avec à la stabilité financière recherchée par les autorités de régulation.

Finalement, l'enjeu est de trouver un équilibre entre concentration, permettant une plus grande liquidité, mais comportant un risque systémique accru, et concurrence, entraînant une fragmentation des ordres, mais un risque systémique moindre.

Un aspect corollaire de cette problématique des Bourses vis-à-vis de la stabilité financière porte sur les infrastructures post-marché, *i.e.* des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres. Si le système de compensation est, sans aucun doute, plus important pour les opérations sur produits dérivés, celui de règlement-livraison contribue au fonctionnement de tous les marchés en éliminant le risque crédit mais, en échange, la concentration de ces organismes accroît le risque systémique en cas de défaillance de l'un d'entre eux. C'est pourquoi la Commission européenne cherche aussi, dans la Directive MiFiD, à favoriser la concurrence entre ces structures. On retrouve de manière similaire le problème d'arbitrage auquel sont confrontés les régulateurs : quel est le degré de concentration optimal en termes de stabilité financière ?

10

La transparence et la discipline de marché sont certainement indispensables, tant sur le compartiment primaire que secondaire des marchés actions. Il s'agit, notamment, d'assurer une protection de tous les investisseurs et de prévenir les manipulations des cours boursiers. Cependant, les seules transparence et discipline de marché se révèlent insuffisantes pour atteindre un niveau acceptable de stabilité financière. Par ailleurs, les autorités peuvent difficilement influencer les comportements des investisseurs et éviter la formation de toute bulle, notamment en cas d'anticipations homogènes. Dans l'optique de détection des crises boursières, deux domaines de recherche sont encore à approfondir : ceux relatifs à la détermination de la valeur fondamentale des actions et à la volatilité de la volatilité, composante intrinsèque des marchés. Enfin, le débat, quant au degré de concentration optimal des Bourses n'est pas encore tranché, les régulateurs nationaux cherchant à préserver leur « Place financière » tout en reconnaissant que la concentration des Bourses et des infrastructures, permet de réaliser des économies d'échelle considérables et d'améliorer l'efficacité dans le traitement des ordres. Les conséquences en termes de risque systémique et donc, implicitement, en termes de stabilité financière ne sont cependant pas encore précisément évaluées.

NOTE

1. « Les grands principes de cette loi s'organisent autour de trois idées principales. La première vise à améliorer la performance des experts-comptables et à rétablir la confiance dans cette profession. À cette fin, elle supprime l'autoréglementation des experts-comptables en ce qui concerne la vérification des états financiers des sociétés cotées en Bourse. La loi crée, en effet, un nouvel organisme de réglementation et de surveillance, le Public Company Accounting Oversight Board, lui-même soumis à la tutelle de la SEC. La deuxième grande catégorie de réformes a trait au renforcement de l'application des lois relatives aux valeurs mobilières. La troisième idée maîtresse porte sur la nécessité d'améliorer la fiabilité de l'information financière et des pratiques d'établissement de rapports financiers des sociétés » (Tafara & *alii*, 2005).

BIBLIOGRAPHIE

- BENY L. N. (2001), « US secondary stock markets: a survey of current regulatory and structural issues and a reform proposal to enhance competition », Harvard Law School, juillet 2001.
- BORIO C. et TSATSARONIS K. (2005), « Accounting, prudential regulation and financial stability: elements of synthesis », BRI, septembre 2005.
- BOYER R., DEHOVE M. et PLIHON D. (2004), *Les crises financières*, Conseil d'analyse économique, La documentation française 2004.
- BRENDER A. (2004), « La corrélation des Bourses américaines et européennes », in *Marchés financiers européens et américains : Concurrence ou Dépendance*, Cercle des économistes/Euronext, Éditions Descartes 2004.
- CARPENTIER C. et SURET J-M (2003), « Centralized or Competitive Securities Regulation: what Canada can learn from US and EU », Cirano 1^{er} août 2003.
- CROCKETT A. (1997), « The theory and practice of financial stability », *Essay in international finance* n° 203, Princeton University, avril 1997.
- CROCKETT A. (2000), « Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability », Conférence of Banking Supervisors, Bâle 20-21 septembre 2000.
- DRAGHI M., GIAVAZZI F. et MERTON R. C. (2003), « Transparency, risk management and international financial stability », NBER, *Working Paper* 9806, juin 2003.
- EHRMANN M., FRATZSCHER M. et RIGOBON R. (2005), « Stocks, Bonds, money markets and exchange rates: measuring international financial transmission », *Working Papers series* n° 452, Banque centrale européenne, mars 2005.
- JACOMIN C. (2003), « Les principales dispositions sur la Loi sur la sécurité financière », *Banque magazine* N° 651, octobre 2003.
- LUBOCHINSKY C. et MAILLET B. (2003), « Beaucoup de bruit autour de la volatilité », in *La volatilité du marché des actions*, Association française de gestion financière, juin 2003.
- MC ANDREWS J. et STEFANIDIS C. (2002), « The consolidation of European Stock Exchanges », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol 8 n° 6, June 2002.
- SCHINASI G. (2004), « Defining Financial Stability » *Working Paper* n° 04/187, International Monetary Fund, 2004.
- TAFARA E. et STRAHOTA R. (2005), « Encourager la formation d'un consensus international en matière de réglementation », *Perspectives économiques*, février 2005.

