

LE PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT INTERNATIONAL

JEAN-MARC FIGUET*

Depuis le milieu des années 1990, on assiste à une récurrence des crises financières touchant les pays émergents : Mexique en 1994, Asie du Sud-Est en 1997-1998, Russie en 1998. La plupart de ces crises ne se cantonne pas au périmètre national. Dans un environnement marqué par la globalisation financière, où les capitaux se déplacent librement, ces événements ont un caractère contagieux. La crise mexicaine s'est ainsi propagée à l'Amérique Latine par « l'effet téquila ». La crise russe a menacé de s'étendre à l'Amérique Latine et à la Chine. Par ricochet, les Etats-Unis et l'Union européenne ont été affectés par ces accidents. L'interconnexion des places financières soulève la crainte d'une internationalisation du risque systémique dès lors qu'un accident survient.

57

Dans ce contexte, de nombreux auteurs plaident pour une réforme profonde du Système monétaire et financier international pour améliorer sa stabilité. Parmi les évolutions souhaitées, une littérature récente envisage l'instauration d'un prêteur en dernier ressort international qui, en cas de crise contagieuse, mettrait en œuvre les instruments adéquats pour assurer la pérennité du Système financier international, et éviter ainsi les phénomènes déstabilisants de transmission (voir, par exemple, Aglietta et de Boissieu, 1998 ; Aglietta et Denise, 1999 ; Calomiris, 1998 ; Calomiris et Metzler, 1998 ; Giannini, 1998 ; Fischer, 1999)¹. Pour Le Cacheux (1999, p. 55), « La question posée par la globalisation financière et la mondialisation du risque systémique est celle de l'existence d'un prêteur en dernier ressort à l'échelle mondiale »². La taxinomie des crises financières du XVIII^{ème} au XX^{ème} siècle a conduit Kindleberger (1978) à proposer l'instauration d'un prêteur en dernier ressort international.

Le rôle du prêteur en dernier ressort, généralement dévolu à la banque centrale, consiste à anticiper et/ou à éradiquer les crises financières qui se caractérisent par un effondrement brutal du système de crédit, ce qui

* Maître de conférences, LARE-efi, Université Montesquieu-Bordeaux IV.

perturbe l'allocation efficace des ressources et la croissance économique. Concrètement, le rôle du prêteur en dernier ressort consiste à soutenir les banques qui sont soumises à un choc de liquidité, et qui, compte tenu qu'elles détiennent des réserves fractionnaires, sont temporairement incapables de faire face à leurs engagements. Le prêteur en dernier ressort offre de la liquidité ultime aux établissements de crédit avec pour objectif de restaurer l'ordre sur les marchés financiers et la confiance des opérateurs.

La question, concernant l'existence d'un prêteur en dernier ressort international, peut être examinée en deux parties. La première consiste à rappeler les déterminants de cette fonction au niveau national, notamment en confrontant la théorie à la pratique. Cet examen nous conduit à analyser, dans la deuxième partie, l'émergence et les conditions d'intervention d'un prêteur en dernier ressort international. A la lumière des crises financières récentes, la solution souhaitable consiste en une coordination des actions des banques centrales nationales sous l'égide de la Banque des règlements internationaux.

LES ENSEIGNEMENTS DE LA FONCTION DE PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT NATIONAL

58

Nous étudions la fonction de prêteur en dernier ressort, d'abord d'un point de vue théorique, puis d'un point de vue empirique.

La doctrine

L'intervention des autorités monétaires a été appréhendée par deux courants de la théorie économique (Bordo, 1990) : d'une part, la doctrine classique (Thornton, 1802 ; Bagehot, 1873), et d'autre part, la théorie monétariste (Friedman, 1960 ; Goodfriend et King, 1988).

Ces deux théories se fondent sur le même argument : la fonction de prêteur en dernier ressort, exercée par la banque centrale, est vitale pour secourir uniquement les établissements de crédit illiquides. Cette intervention concourt à assurer la stabilité de la sphère bancaire, qui fait figure de bien public, et à restaurer la confiance des agents non financiers. Dans les deux cas, l'intervention du prêteur en dernier ressort a pour principal objectif d'annihiler les chocs de liquidité subis par le système bancaire. Par nature, cette intervention a une dimension purement monétaire.

Si le principe d'intervention est identique, les dispositions opératoires pour atteindre ces objectifs se révèlent différentes. Mais, chacune d'elles recommande que l'intervention du prêteur en dernier ressort doit être régie par des principes précis. L'objectif est de limiter l'aléa moral afférent à la fonction de prêteur en dernier ressort.

Les déterminants de l'intervention

L'approche classique repose sur l'argument central selon lequel, en cas de crise bancaire, la banque centrale doit fournir des liquidités supplémentaires, à un taux de pénalité, par l'intermédiaire du guichet de l'escompte aux banques illiquides, mais solvables.

D'après Thornton, la fonction de prêteur en dernier ressort appartient au domaine monétaire macroéconomique. Elle n'est pas une composante de la politique bancaire. Son objectif consiste à minimiser les effets de contagion de la faillite d'une banque isolée à la totalité du système bancaire (perte de confiance des déposants et des créanciers). La banque centrale doit garantir la liquidité de l'économie et assurer la stabilité de la sphère bancaire. Les établissements de crédit qui subissent une crise de liquidité non anticipée doivent être systématiquement soutenus par des crédits d'urgence. Sinon, la contraction monétaire résultante provoque une externalité négative : la baisse de l'activité économique réelle.

Par nature, l'intervention de la banque centrale est de court terme. Ce faisant, elle ne constitue pas un obstacle pour la réalisation de la politique monétaire de long terme. En effet, la déviation temporaire de l'offre de monnaie centrale (à la hausse) compense exactement la baisse du multiplicateur. Cette déviation stoppe la ruée bancaire avant que la base monétaire ne se contracte. A long terme, les objectifs de croissance de la masse monétaire restent inchangés.

Le point central de la démonstration de Bagehot (1873) est que le prêteur en dernier ressort doit certes prêter sans limite des liquidités aux banques illiquides, mais à un taux d'escompte pénalisant et contre la mise en garantie de titres. Le raisonnement de Bagehot s'articule autour de trois arguments majeurs : l'assistance aux seules banques illiquides, l'octroi de liquidités à un taux de pénalité et la définition d'un principe d'intervention.

59

Le soutien aux banques illiquides

Le prêteur en dernier ressort doit autoriser sans discrimination tous les emprunteurs solvables à bénéficier des crédits d'urgence. En contrepartie, ils déposent en garantie des titres négociables en temps normal et estimés à leur valeur d'avant-panique. Cette disposition a deux objectifs. Le premier est de ne secourir que les banques temporairement illiquides. La banque centrale a un rôle d'intervention dont la nature est purement macroéconomique (assurer la stabilité de la sphère bancaire) et non microéconomique (réparer les erreurs de gestion des dirigeants et/ou les prises de risques excessives). D'après Bagehot, le but ultime de l'intervention en dernier ressort est de restaurer la liquidité des marchés. Ce précepte apparaît central dans l'analyse classique. Ainsi, la faillite d'une

ou plusieurs banques insolubles n'est pas supposée avoir de conséquences négatives sur l'économie. Au contraire, une ou plusieurs faillites entraînent une réallocation des dépôts vers les banques solvables ou une modification du portefeuille des agents non financiers au profit des titres publics (bons du Trésor) sans risque. Le risque systémique est alors maîtrisé car les externalités sont nulles.

Le second objectif consiste à ne donner à la crise qu'un aspect transitoire. L'estimation des titres mis en garantie se fait à leur valeur d'avant-crise. Cette évaluation permet de ne pas entretenir la spirale baissière des actifs financiers et, donc de stabiliser le marché. L'estimation des titres mis en garantie à leur valeur de crise conduirait à une immobilisation trop importante du portefeuille des emprunteurs.

L'octroi de liquidités à un taux de pénalité

La fourniture des crédits d'urgence par les autorités monétaires aux banques temporairement illiquides doit avoir lieu à un taux de pénalité. L'imposition de ce taux-sanction incite les institutions de dépôts à limiter au minimum leur demande de monnaie centrale. Elle permet d'assurer les demandes de conversion de leurs clients. Ce taux, supérieur à celui du marché monétaire, oblige les banques à rembourser leurs emprunts le plus rapidement possible. Ainsi, l'augmentation de l'offre de monnaie centrale est limitée au court terme. A long terme, l'objectif de croissance de la masse monétaire peut être, malgré tout, rempli pour assurer l'équilibre macroéconomique. Egalement, l'application d'un taux d'escompte pénalisant permet à la banque centrale d'endogénéiser, au moins partiellement, le risque de défaut, issu de l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs. Ensuite, elle doit constituer une incitation pour les banques à développer de meilleures techniques de gestion et de prévision de leurs besoins de liquidité. Enfin, le guichet de l'escompte doit être considéré comme un recours ultime : les solutions offertes par le marché interbancaire doivent être privilégiées par rapport à ce mode de refinancement. Dans la vision classique, les conditions d'emprunt présentent l'avantage de promouvoir une allocation efficace des liquidités à l'intérieur du système bancaire.

La théorie classique du prêteur en dernier ressort a pour but de maintenir intacte la confiance des déposants dans la stabilité de la sphère bancaire. Pour ce faire, les autorités monétaires doivent offrir un soutien total aux banques illiquides par l'intermédiaire du guichet de l'escompte tout en minimisant le risque de défaut des emprunteurs de liquidités (application du taux d'escompte pénalisant) et l'aléa moral (mise en faillite des banques insolubles). Dans cette approche du prêteur en dernier ressort, la faillite d'une banque n'a pas de caractère spécifique. Elle ne se fonde sur aucun principe du type *too big to fail*.

Les monétaristes, notamment Friedman (1960) et Goodfriend et King (1988), critiquent le principe classique du prêteur en dernier ressort selon lequel les banques peuvent avoir accès au guichet de l'escompte en cas de problème de liquidité³. Le postulat de départ se fonde sur la difficulté pour les autorités monétaires de discriminer, en temps réel, les banques illiquides de celles qui sont insolvables. Les monétaristes estiment que l'octroi de crédits d'urgence stérilisés n'est pas un moyen efficace de résoudre un phénomène de contagion. Cette approche par le marché du crédit leur paraît conditionnée par l'efficacité du dispositif prudentiel. Friedman (1960) souligne que le guichet de l'escompte se caractérise par son aspect discrétionnaire. Goodfriend et King (1988, p. 14) estiment que, lorsque la banque centrale offre de la liquidité par le guichet de l'escompte, elle est confrontée à un problème d'asymétrie d'information.

La solution optimale, au sens monétariste, est de prêter, non pas à des établissements financiers individuels, mais au marché ; ce dernier étant le seul susceptible de distinguer les établissements illiquides des institutions insolvables. La résolution des crises bancaires ne peut alors se concevoir que dans le cadre de la politique monétaire définie au sens strict, c'est-à-dire des opérations d'*open market*. La fourniture de liquidités aux établissements de crédit par ce canal constitue alors le seul moyen d'éradiquer une crise systémique.

Le rôle monétaire du prêteur en dernier ressort permet à la banque centrale de réaliser ses objectifs macroéconomiques de long terme. La croissance des agrégats monétaires est respectée. L'augmentation de l'offre de monnaie n'est qu'à court terme. A l'image de la position classique, la faillite n'a pas ici un caractère spécial. Bien au contraire, les monétaristes supposent que la faillite bancaire constitue un moyen d'accroître l'efficacité de l'allocation des liquidités sur le marché du crédit. La faillite d'une grande banque n'aurait aucune conséquence négative. Le prêteur ne doit pas déroger à ses règles d'intervention en vertu du principe *too big to fail*. Même en cas de propagation de la panique bancaire par un effet de dominos, il doit se cantonner à son rôle monétaire et ne pas s'affranchir des objectifs qu'il s'est fixés *ex ante*. En effet, les déposants des banques défaillantes ne doivent subir aucune perte. Leurs avoirs sont automatiquement couverts par un fonds d'assurance des dépôts public (garantie de l'Etat) ou privé (mécanisme de solidarité de place). Si les retraits massifs aux guichets induisent une contraction de l'offre de monnaie, la banque centrale doit uniquement intervenir à l'*open market*. Elle accroît son offre pour contrebalancer cette baisse et stabiliser la sphère bancaire. Les autorités monétaires doivent circonscrire leur rôle de prêteur en dernier ressort à une fonction exclusivement monétaire et non bancaire.

Le principe d'intervention

La responsabilité de la banque centrale en tant que prêteur en dernier ressort ne se limite pas uniquement à injecter des liquidités supplémentaires lors de la crise. Elle consiste surtout à définir *ex ante* publiquement les conditions dans lesquelles elle est amenée à apporter son soutien à tout ou partie du système bancaire. Le prêteur en dernier ressort doit, par conséquent, indiquer à l'avance ses modalités d'intervention. Cet effet d'annonce aurait la vertu de réduire notablement l'incertitude des déposants en cas de faillite d'une banque (Humphrey, 1975 et 1989). Si les agents non financiers rationnels anticipent l'intervention de la banque centrale, ils ne demandent pas la conversion de leurs dépôts en monnaie centrale. Par conséquent, ces anticipations stabilisantes concourent à stopper tout phénomène de propagation. Les établissements de crédit solvables ne sont pas affectés. Dans la théorie classique, l'absence de règles d'intervention connues *ex ante* serait un facteur d'incertitude négatif pour la stabilité de la sphère bancaire.

L'annonce *ex ante* d'un principe d'intervention a cependant été contestée. De nombreux auteurs, au premier rang desquels figurent Corrigan (1990), considèrent que lorsque le filet de protection (*safety net*) est connu avec certitude par les banques commerciales, ces dernières ne sont pas incitées à maîtriser optimalement les risques inhérents à leurs activités. Dans cette perspective, la connaissance des conditions d'intervention de la banque centrale est source de risques. En effet, dès lors qu'ils connaissent le niveau d'effort minimal à atteindre pour bénéficier de l'aide en dernier ressort, les établissements de crédit ne sont pas incités à réduire leurs risques au-delà de cet effort. Or, pour améliorer la discipline de la sphère bancaire, Corrigan (1990) estime que le prêteur en dernier ressort doit, au contraire, entretenir un doute quant à ses conditions d'intervention. Autrement dit, le prêteur en dernier ressort doit maintenir une ambiguïté constructive à l'égard des banques commerciales. L'ambiguïté constructive a donc pour objectif de réduire la perception que se font les banques commerciales de l'intervention en dernier ressort de la banque centrale, alors que cette dernière dispose d'une option d'intervenir en cas de crise systémique. Dans cette perspective, le modèle de Diestch et Godbillon (1997) permet de conclure que « contrairement à la tendance récente qui consiste à renforcer la précision des règles et leur caractère contraignant, ainsi qu'à fermer précocement la banque, l'ambiguïté de la règle de fermeture peut inciter les banques à un meilleur contrôle des risques » (p. 718). L'incertitude de la règle oblige les banques à une gestion plus rigoureuse des risques.

En tout état de cause, le critère optimal d'intervention du prêteur en dernier ressort est celui qui minimise l'aléa moral afférent à cette fonction.

L'aléa moral

En cas de crise, l'intervention de la banque centrale est justifiée, même si elle peut être créatrice d'un risque moral. L'aléa moral est l'ensemble des risques que doit supporter une banque centrale lorsqu'elle intervient pour enrayer une crise. Par exemple, le prêteur en dernier ressort supporte le risque de sauver une banque insolvable. En effet, Goodhart (1988) note que la distinction entre illiquidité et insolvabilité relève du « mythe ». Le sauvetage de banques insolubles, notamment si elles sont *too big to fail*, peut impliquer une baisse de surveillance de la part des déposants, dont les avoirs sont couverts par le mécanisme d'assurance des dépôts, et des propriétaires d'établissements financiers qui prévoient l'intervention en dernier ressort. Par conséquent, la banque centrale court le risque de constater une élévation du niveau de risque adopté par les institutions financières. Dans ces conditions, elle serait contrainte d'assumer des risques supplémentaires, ce qui se traduit par une augmentation des coûts sociaux induits par la mutualisation des pertes. La crédibilité de l'action du prêteur en dernier ressort repose par conséquent sur la fermeture de banques insolubles.

L'accès au prêt en dernier ressort doit ainsi être subordonné au respect des règles prudentielles. La réduction de l'aléa moral passe donc par l'efficacité du dispositif prudentiel. Dans un contexte de croissance du hors-bilan des banques, la réglementation traditionnelle, fondée sur le respect d'un ratio de capitalisation (ratio Cooke) et sur un contrôle externe par l'organisme de supervision compétent, se révèle déficiente pour détecter, par anticipation, les situations potentielles de crise. La tendance actuelle est à une délégation de la surveillance : les intermédiaires financiers construisent des modèles internes de contrôle des risques pour les produits de hors-bilan (*value-at-risk*). L'idée sous-jacente est d'inciter les banques à améliorer la prise en compte et la gestion de leurs risques sous peine de subir des restrictions d'activité imposées par le régulateur⁴. Une meilleure maîtrise des risques se traduit mécaniquement par des interventions moins fréquentes du prêteur en dernier ressort. En particulier, les banques commerciales seraient incitées à détenir en portefeuille des titres sûrs, c'est-à-dire susceptibles d'être acceptés en garantie par le prêteur en dernier ressort en cas de problème.

L'intervention en dernier ressort doit revêtir un caractère exceptionnel tant du point de vue de sa fréquence que du coût qu'elle représente. La banque centrale peut prêter des liquidités, mais à un coût tel que les banques demandeuses, en situation d'illiquidité, ne recourent à ce mode de financement qu'en cas d'extrême nécessité.

Le débat, concernant le bien-fondé de l'annonce ou de l'ambiguïté du principe d'intervention pour réduire l'aléa moral afférent à la fonction

de prêteur en dernier ressort, ne semble pas totalement tranché. L'ambiguïté constructive présente l'avantage indéniable de laisser dans l'incertitude les banques commerciales quant à l'effort minimal à fournir pour bénéficier du filet de protection, ce qui devrait les inciter à prendre moins de risques. Cet avantage est contrebalancé par la liberté d'appréciation du prêteur en dernier ressort quant à la gravité de la situation. Ainsi, la banque centrale peut décider de ne pas intervenir alors que le système bancaire anticipe son intervention. Dans ce cas, le coût de la crise peut être supérieur à celui induit par le sauvetage. Symétriquement, le prêteur en dernier ressort peut décider d'intervenir dès qu'un problème se manifeste. La liberté d'appréciation est alors source d'aléa moral. Certes, le prêteur en dernier ressort ne peut annoncer précisément ses règles d'intervention, car toute règle précise est temporellement incohérente. On peut penser, malgré tout, que le prêteur doit indiquer aux établissements de crédit le cadre général dans lequel il situe son intervention. Trois arguments militent dans cette direction. Premièrement, l'annonce réduit la probabilité d'occurrence de crises auto-réalisatrices. Deuxièmement, l'annonce préalable incite les banques à un comportement prudent. Troisièmement, le prêteur en dernier ressort limite sa marge d'appréciation subjective dans son évaluation de la gravité de la situation.

64

Les faits

On peut s'interroger sur la portée et la validité de ces considérations théoriques dans l'environnement financier actuel. Les travaux récents, notamment ceux de Garcia et Plautz (1988) et de Goodhart et Schoemaker (1995), permettent d'établir un panorama synthétique des conditions d'intervention du prêteur en dernier ressort. Force est de constater que celui-ci s'écarte, de manière plus ou moins notable, des principes classiques énoncés par Bagehot. Cinq éléments méritent d'être soulignés.

Premièrement, le principe général d'intervention est connu à l'avance. Il consiste à n'aider que les banques illiquides. Cependant, le prêteur en dernier ressort peut déroger à ce principe, en particulier lorsqu'une banque *too big to fail* est en crise. L'étude de Gardener et Molyneux (1995) sur la gestion des faillites bancaires en Europe, depuis 1980, montre que le principe *too big to fail* est largement appliqué.

Deuxièmement, les prêts en dernier ressort ne sont généralement pas accordés à un taux d'intérêt de pénalité. Le taux d'intérêt qui prévaut est généralement inférieur à celui du marché (Garcia et Plautz, 1988 ; Giannini, 1998).

Troisièmement, les titres mis en garantie pour les liquidités d'urgence ne sont pas estimés à leur valeur économique normale. Le prêteur en dernier ressort applique un taux d'escompte sur les collatéraux.

Quatrièmement, l'attribution de liquidité au guichet de l'escompte ne constitue pas un principe général. Il est seulement appliqué lorsqu'une banque est, de façon individuelle, en difficulté. En revanche, lorsque le choc est généralisé, le prêteur en dernier ressort préfère octroyer des liquidités au marché pour rétablir l'équilibre lorsque le marché est à sens unique. Tel fut le cas lors des crises récentes.

Cinquièmement, la banque centrale n'intervient pas systématiquement de façon directe pour enrayer une crise de liquidité. C'est ainsi qu'elle peut inviter certaines banques commerciales à venir à la rescousse de tel ou tel établissement défaillant (*bailout* aux Etats-Unis, *lifeboat* au Royaume-Uni, solidarité de place en France...). L'étude de Goodhart et Schoemaker (1995) conclut que, dans près de 50 % des sauvetages bancaires étudiés, la banque centrale n'engage pas de liquidités propres.

L'ensemble de ces faits saillants conduit Fischer (1999) à distinguer les deux facettes du rôle de prêteur en dernier ressort : celui de gestionnaire de la crise (*crisis manager*) et celui de prêteur en temps de crise (*crisis lender*).

Le gestionnaire de la crise est l'agent économique dont l'objectif consiste à déterminer les moyens à mettre en œuvre pour rétablir l'ordre sur les marchés financiers lors d'une crise. Il coordonne les actions d'urgence et encourage les institutions financières à intervenir pour sauvegarder la réputation du « club » bancaire. La Réserve fédérale a assumé ce rôle de gestionnaire de la crise lors de la faillite du fonds d'investissement *Long Term Capital Management* en octobre 1998. Elle n'a pas soutenu financièrement cet établissement, mais a invité les créanciers internationaux de LTCM à intervenir. Les conditions nécessaires et suffisantes pour tenir le rôle de gestionnaire sont donc de disposer d'instruments fiables de diagnostic concernant la gravité de la situation pour déterminer les remèdes appropriés et de bénéficier d'une crédibilité suffisante auprès des intermédiaires financiers afin de les mobiliser. Dans ces conditions, le gestionnaire de la crise n'est pas obligatoirement la banque centrale, même si c'est souvent le cas, en raison de sa position dans le système financier. Il peut s'agir également du Trésor ou d'une agence de supervision indépendante des autorités monétaires.

Le prêteur en temps de crise est l'agent économique qui prête des liquidités aux établissements en difficulté. La résolution de la crise passe généralement par l'attribution rapide des liquidités d'urgence. Dans ce contexte, la banque centrale possède un avantage indéniable puisqu'elle seule a la capacité de créer instantanément de la monnaie centrale qui, par définition, est universellement acceptée sans défiance par les agents.

Les crises contemporaines se caractérisent rarement par une ruée aux guichets lorsque les agents non financiers demandent la conversion de leurs dépôts en monnaie légale. L'existence d'un mécanisme d'assurance des dépôts dans les principales économies explique pourquoi la ruée aux

guichets demeure, de nos jours, un événement dont l'occurrence est rare. Kaufman (1987) remarque que les crises actuelles se caractérisent plutôt par des fuites vers la qualité (*flight to quality*).

Les crises contemporaines découlent d'une forme particulière de fuite vers la qualité, à savoir la disparition brutale de la liquidité sur certains segments de marchés, alors que ceux-ci constituent les principaux pourvoyeurs de liquidité. Dans une telle situation, les intermédiaires financiers cherchent, à tout prix, à vendre leurs actifs pour retrouver de la liquidité. Le marché est à sens unique, ce qui se traduit par l'absence d'équilibre. Les opérateurs, qui sont en situation d'illiquidité, adoptent une couverture dynamique qui les conduit à vendre d'urgence certains de leurs actifs. Une telle stratégie peut impliquer la propagation de la crise sur d'autres segments du marché et conduire à l'assèchement total. Le rôle du prêteur en dernier ressort consiste alors à enrayer rapidement la spirale baissière des cours. L'intervention vise à restaurer l'équilibre du marché par l'apport de liquidité. Un tel résultat pourrait cependant être obtenu sans que le prêteur en temps de crise soit nécessairement une banque centrale. Théoriquement, on pourrait ainsi concevoir que cette fonction puisse être attribuée à une agence disposant de ressources nécessaires pour faire face aux demandes des institutions en détresse. La clé de la réussite de l'intervention en dernier ressort repose sur la disponibilité immédiate de liquidité afin de ramener la confiance parmi les opérateurs.

66

VERS L'ÉMERGENCE D'UN PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT INTERNATIONAL ?

Depuis le *krach* boursier d'octobre 1987, il est admis que la Réserve fédérale américaine tient *de facto* le rôle de prêteur en dernier ressort international en raison de la place dominante de l'économie américaine et du dollar dans l'économie mondiale. En de nombreuses occasions, elle est intervenue, notamment lors de la crise mexicaine de 1995. Ces interventions ont permis un rétablissement de l'ordre et de la confiance sur les marchés. Cependant, la Réserve fédérale ne peut *de jure* assumer la fonction de prêteur en dernier ressort international. La raison tient au fait que l'intervention de la Réserve fédérale est essentiellement guidée par des motifs propres à son économie. Elle a une vision nationale de la crise. Par conséquent, elle n'envisage une intervention que si des intérêts nationaux sont en jeu, c'est-à-dire une contagion du point de vue de son marché monétaire. Par conséquent, elle n'a pas nécessairement vocation à adopter un comportement qui intègre systématiquement la dimension internationale d'une crise. Outre ce problème de motivation à garantir seule la stabilité financière internationale, une banque centrale nationale, aussi puissante soit-elle, se trouve confrontée à deux problèmes majeurs. D'une part, elle dispose de ressources limitées en devises qui

peuvent s'avérer insuffisantes pour enrayer la crise. Si l'intervention se solde par un échec, on peut logiquement craindre une résurgence de la crise. D'autre part, un prêteur en dernier ressort national n'a pas nécessairement vocation à secourir des systèmes financiers caractérisés par une réglementation prudentielle plus laxiste que celle qui est appliquée dans son pays. Dans ces conditions, la Banque centrale européenne ne peut également prétendre acquérir le statut de prêteur en dernier ressort international *de jure*.

Force est de constater que la solution d'une action coordonnée de plusieurs banques centrales ne présente pas actuellement la crédibilité suffisante pour assurer la sécurité financière internationale. Le problème auquel la coopération s'expose est le suivant. Dès lors que le jugement des banques centrales concernées sur l'évaluation de la crise diffère, celles-ci prennent des dispositions spécifiques pour assurer la stabilité de leur marché. En l'absence d'un chef de file, la coordination n'est donc pas une panacée. Les crises récentes semblent attester de la faiblesse opérationnelle de la coopération des banques centrales. Une illustration des conséquences négatives du défaut de coordination des prêteurs en dernier ressort nationaux est fournie par Delalande (1999, p.73) qui note « si la FED et la Banque du Japon étaient intervenues sur le marché des changes en Corée pour surmonter la crise de liquidité, la crise aurait pu être évitée ».

67

Si une banque centrale nationale ou un groupe de banques centrales ne peut assumer efficacement la fonction de prêteur en dernier ressort international, le candidat naturel pour jouer ce rôle ne peut être qu'une institution financière internationale. En effet, elle seule peut considérer la crise dans sa globalité. Le résultat, établi à la section précédente, selon lequel la fonction de prêteur en dernier ressort peut être déléguée à un organisme autre qu'une banque centrale, prend alors tout son sens. Ce résultat est indispensable pour aborder la question du prêteur en dernier ressort international puisqu'il n'existe aujourd'hui aucune autorité monétaire émettant une monnaie supranationale. Parallèlement, le prêteur en dernier ressort devrait observer des critères d'intervention stricts, en particulier celui de ne secourir que des établissements illiquides, afin de limiter l'aléa moral afférent à cette fonction (*cf. supra*).

Parmi les candidats potentiels, le Fonds monétaire international et la Banque des règlements internationaux sont les plus cités⁵. L'objectif consiste alors à évaluer laquelle de ces deux institutions présente le plus de garantie.

Le Fonds monétaire international

De nombreux auteurs considèrent que le FMI constitue le candidat naturel pour exercer la fonction de prêteur en dernier ressort internatio-

nal (Calomiris, 1998 ; Calomiris et Metzler, 1998 ; Giannini, 1998 ; Fischer, 1999). En particulier, Fischer (1999) estime que le FMI présente les deux facettes du prêteur en dernier ressort. Il dispose des compétences nécessaires pour être le gestionnaire de la crise et de ressources suffisantes, par l'émission de droits de tirage spéciaux, pour être le prêteur en temps de crise. En particulier, les facilités présentent toutes les caractéristiques du prêt d'urgence définies par Bagehot (1873). Elles permettent au FMI de prêter sans limite des liquidités à un taux de pénalité et contre la mise en garantie de titres. De manière concomitante, le FMI ne serait pas soumis à l'aléa moral car, l'attribution de liquidités serait conditionnée par le respect de critères macroéconomiques transparents (principe de conditionnalité). Le taux de pénalité varierait suivant le degré d'observation de ces normes internationales. Dans un tel environnement, un cercle vertueux apparaîtrait, puisque les pays désireux d'obtenir des aides d'urgence devraient réaliser des ajustements macroéconomiques pour satisfaire les standards imposés par le FMI. Il s'ensuivrait une moindre occurrence de crises contagieuses, et donc une réduction des interventions du FMI.

Deux arguments viennent cependant tempérer cette proposition. Le premier est de stigmatiser les rôles de gestionnaire et de prêteur du FMI, notamment lors de la récente crise asiatique. Cet argument est certes important. Mais il n'est pas décisif en ce sens que, malgré les précautions prises avant d'intervenir, le prêteur en dernier ressort n'est ni à l'abri d'erreurs de diagnostic quant aux causes et à la gravité de la situation, ni à l'abri d'erreurs de jugement quant aux remèdes à employer.

Le deuxième argument est, en revanche, crucial. Il consiste à remarquer que le rôle du FMI n'est pas d'être le prêteur en dernier ressort international, tout simplement parce que le FMI a pour mission de corriger les déséquilibres en matière de balance de paiements et de promouvoir la stabilité des changes⁶. Or, cette mission, de nature structurelle, ne présente que peu de similitudes avec celle du prêteur en dernier ressort qui consiste à rétablir rapidement l'équilibre des marchés (Aglietta et de Boissieu, 1998). Par conséquent, le FMI est incapable de restaurer rapidement la confiance du marché. La confusion des missions est source d'inefficacité de l'action. Pour justifier cette conclusion, Radelet et Sachs (1998) avance cinq arguments. Outre les questions de méthode⁷, l'argument central est de noter que les prêts accordés par le FMI ne constitue qu'une pâle réplique des crédits accordés par un prêteur en dernier ressort. Schwartz (1998) constate que les droits de tirage spéciaux accordés par le FMI doivent être préalablement soumis à l'agrément des membres, ce qui ralentit considérablement la vitesse d'intervention. L'annonce de l'attribution de liquidités d'urgence n'a pas été suivie dans les faits. C'est ainsi qu'au 31 mars 1998, l'Indonésie,

la Corée et la Thaïlande n'avaient toujours pas reçu l'intégralité des sommes promises par le FMI en 1997. Or, la rapidité de l'intervention est une condition, sinon suffisante, au moins nécessaire d'efficacité pour restaurer l'équilibre. La rapidité de l'intervention incite les créditeurs à court terme à renouveler leurs concours, et donc à fournir de la liquidité au marché. La « lenteur » du FMI ne contribue pas à la réalisation d'un tel objectif. De plus, les conditions d'utilisation des liquidités d'urgence accordées par le FMI sont conditionnelles et restrictives. Elles ne permettent pas de dissiper le doute des marchés, mais au contraire, d'entretenir la panique des opérateurs.

L'incapacité du FMI à enrayer les sorties de capitaux découle également du fait qu'au sein de la dynamique des crises financières récentes se trouvent les intermédiaires financiers. De par leurs opérations, ceux-ci se trouvent au cœur des marchés financiers contemporains. Comme le note Le Cacheux (1999, p. 51) : « Le comportement des banques apparaît donc déterminant dans la manifestation de l'instabilité financière et dans la propagation des crises ». Les fragilités bancaires découlent de l'acquisition d'actifs de qualité médiocre et de prises excessives dans un univers macroéconomique instable. Les fluctuations de l'économie réelle et l'instabilité des taux de change et des taux d'intérêt obscurcissent l'évaluation des risques de crédit et de marché. Dans de nombreux pays, la supervision prudentielle est largement inadaptée à ce nouveau contexte, car elle est essentiellement fondée sur une surveillance quantitative des risques à intervalles réguliers dont la transparence est sujette à caution. Globalement, la législation bancaire, est en inadéquation avec l'environnement financier actuel, notamment celle des pays émergents encore caractérisée par des barrières à l'entrée significatives et une opacité certaine.

Le manque d'informations continues de nature quantitative, et surtout qualitative, sur la situation précise des banques rend délicate la prévention des crises. Cette faiblesse de la supervision est doublée par l'attitude bienveillante des autorités nationales et supranationales à leur égard⁸. Dans un tel environnement, le FMI rencontre d'insurmontables difficultés à estimer la gravité de la situation, et ce, d'autant plus qu'il ne dispose pas de compétences particulières pour évaluer la solvabilité et les prises de risques de ces agents financiers. Par ce biais, on en déduit que le FMI ne peut assumer efficacement la fonction de prêteur en dernier ressort international.

La Banque des règlements internationaux

Pour assurer la sécurité financière internationale, la Banque des règlements internationaux doit jouer un rôle central. De par ses statuts (cf. article 3), la BRI a, entre autres objets, de promouvoir la coopération

des banques centrales nationales. Cette coopération comporte deux facettes : d'une part, la prévention des crises financières, d'autre part, leur résolution.

La prévention des crises financières

Cette prévention nécessite une amélioration et une harmonisation du dispositif prudentiel que doivent observer les établissements bancaires pour limiter la probabilité d'occurrence des crises. La réglementation prudentielle doit fournir aux autorités monétaires un signal avancé de détérioration des bilans bancaires. Dans ce domaine, la BRI dispose de compétences claires et précises par l'intermédiaire du Comité de Bâle. L'amélioration de la réglementation prudentielle repose sur le développement des dispositifs permettant la continuité des activités bancaires malgré l'occurrence de chocs. Autrement dit, l'objectif est d'améliorer l'efficacité de la réglementation prudentielle concernant l'évaluation des risques encourus par les intermédiaires financiers afin de déterminer une charge en capital adéquate.

Force est de constater que les problèmes de mesure des risques se posent avec une acuité renouvelée dans la mesure où l'activité des banques commerciales a évolué sous les forces de marché. Certes, les banques jouent toujours leur rôle traditionnel de transformation des actifs illiquides en actifs liquides qui servent de moyens de paiement. Mais elles ont fortement développé de nouvelles activités, en particulier sur produits dérivés. Or, les portefeuilles de produits dérivés présentent la particularité de contenir des risques dont la taille et l'ampleur sont difficilement évaluables. La croissance des activités de hors-bilan implique que la valeur de la banque est conditionnée par les mouvements de prix sur les marchés financiers. Or ces mouvements, en particulier sur les marchés dérivés de gré à gré, peuvent être brutaux. De l'avis unanime des observateurs, les risques de marché constituent actuellement la principale source de risques auxquels les banques sont soumises.

La réglementation prudentielle appliquée aux risques de crédit, à savoir la détermination d'une charge en capital pour chaque type de risques, ne constitue pas une réponse adéquate pour maîtriser les risques de marché. Les carences sont connues : l'approche standardisée ne prend en compte ni les bénéfices liés à la diversification du portefeuille de marché, ni le fait que les actifs de hors-bilan sont futurs et contingents. La prévention des risques de marché passe actuellement par l'instauration d'une approche décentralisée, c'est-à-dire sur un contrôle interne réalisé par les intermédiaires financiers. L'idée sous-jacente est d'utiliser l'information dont ils disposent pour déterminer le ratio de capital nécessaire à la couverture des risques. L'approche décentralisée repose sur l'utilisation par chaque banque d'un modèle (spécifique ou généri-

que), préalablement validé par le régulateur, qui détermine une statistique baptisée *value-at-risk* (VaR). Celle-ci est censée approximer la perte potentielle maximale du portefeuille de marché à un horizon de 10 jours et pour une probabilité de 1 %. La charge en capital que doit constituer la banque est égale à 3 fois la perte estimée par le modèle⁹. L'avantage indéniable de la VaR, par rapport à la réglementation standardisée, réside dans l'exploitation de l'information des *insiders* et dans la prise en compte explicite de la diversification des actifs en portefeuille. Il s'ensuit une évaluation plus fidèle des risques encourus, et, ce faisant, une meilleure détection des situations de crises. Encore faut-il que les simulations portent sur des mouvements extrêmes de prix et de taux afin de rendre compte de toutes les situations possibles, notamment celles caractéristiques d'une crise systémique lorsque les marchés sont à sens unique (Aglietta et de Boissieu, 1998).

Cependant, la VaR pose un certain nombre de problèmes dont le plus important consiste pour le régulateur à vérifier la validité du modèle pour s'assurer que la banque ne tente pas de contourner la régulation. Rochet (1998) montre que l'optimalité de la mesure est sujette à caution en raison des hypothèses qui sous-tendent le modèle. Bliss (1995) considère que cette méthode d'estimation des risques incite les banques à construire des modèles qui sous-estiment systématiquement les risques afin de minimiser la charge en capital. Le Cacheux (1999) voit dans l'utilisation d'un même modèle par tous les intermédiaires un risque d'amplification des variations de prix en raison du comportement mimétique des opérateurs¹⁰.

L'utilisation de la VaR doit être généralisée à l'ensemble des pays émergents pour améliorer l'efficacité de la réglementation prudentielle. Même si elle présente des imperfections, la VaR constitue une réponse réglementaire à l'endogénéité des risques bancaires.

La recherche de la stabilité financière internationale passe par l'élargissement parallèle de la zone d'influence de la BRI au-delà de la cinquantaine de membres actuels pour aboutir à une harmonisation et à une coordination du contrôle prudentiel. L'élargissement contribuera à la réduction des divergences des niveaux de contrôle entre les places financières, permettra la mise aux standards internationaux de secteurs bancaires gangrenés, et favorisera la coordination entre superviseurs nationaux. Il s'agit là de facteurs importants de prévention des crises et de réduction des mécanismes de transmission.

Par ailleurs, la réglementation ne doit plus uniquement frapper les établissements bancaires. Au vu des événements récents (faillite de LTCM), elle doit également s'appliquer aux fonds d'investissement, jusqu'alors peu concernés, qui jouent un rôle croissant sur les marchés financiers.

Bien évidemment, il est impossible d'empêcher un établissement de prendre des risques inconsidérés si celui-ci est proche de la faillite (*gambling for resurrection*). De même, certains pays auront toujours intérêt à jouer les « passagers clandestins » afin d'offrir aux investisseurs des placements dont le rendement, et les risques concomitants, sont élevés.

La résolution des crises

L'amélioration du dispositif prudentiel en termes d'exigence et de coordination engendre un gain d'efficacité. Lors du déclenchement de la crise, les prêteurs en dernier ressort détiennent une information de meilleure qualité quant à la gravité de la situation. Leur capacité de détection des situations d'illiquidité ou d'insolvabilité s'en trouve accrue. Ils peuvent donc mettre en œuvre plus rapidement les moyens adéquats de cantonner la crise à un périmètre restreint et de la résoudre.

Si la crise de liquidité présente un caractère contagieux, la BRI peut favoriser la coordination des banques centrales. En ce sens, la BRI peut assumer le rôle de gestionnaire de la crise puisqu'elle dispose des compétences et des moyens nécessaires pour évaluer l'ampleur de la crise. Elle peut, par conséquent, assumer la fonction de chef de file, et ainsi organiser le sauvetage en décidant des moyens à mettre en œuvre pour rétablir rapidement l'ordre sur les marchés financiers affectés.

72

En tout état de cause, la BRI ne peut être le prêteur de la crise dans la mesure où elle ne dispose pas, en propre, des liquidités nécessaires pour restaurer l'équilibre. De par sa qualité de gestionnaire de la crise, elle coordonne une action des banques centrales nationales pour atteindre cet objectif. Les banques centrales concernées sont les prêteurs en temps de crise. Cette coopération organisée des prêteurs en dernier ressort nationaux engendre une externalité positive qui ne se manifeste pas lorsque chaque prêteur garantit individuellement la stabilité de son système financier. En effet, une action coordonnée des banques centrales permet d'outrepasser les problèmes de motivation, de ressources en devises et de réglementations prudentielles disparates.

En cas de crise, les banques centrales concernées peuvent rapidement mobiliser de la liquidité par deux voies :

- soit en créant de la monnaie centrale ;
- soit en incitant les intermédiaires solvables à prêter aux opérateurs illiquides (*cf. supra*). De ce point de vue, une piste à explorer est celle de la solidarité de place internationale. Le sauvetage de LTCM a inauguré cette pratique. Dans un contexte d'intégration des places financières, elle a sans doute vocation à se perpétuer.

Un principe général d'intervention, à savoir l'assistance aux établissements illiquides, doit être annoncé *ex ante* pour inciter les banques à une gestion prudente en vue de bénéficier du filet de sécurité lors des chocs

de liquidité. Dans cette perspective, il est souhaitable que les intermédiaires financiers insolubles soient sanctionnés afin de fournir au marché un signal et de conférer à la fonction de prêteur en dernier ressort un caractère exceptionnel.

Dans un environnement de finance libéralisée, la détermination d'un *modus operandi* pour enrayer les crises financières contagieuses est vitale pour assurer la pérennité du Système financier international. L'internationalisation de la fonction de prêteur en dernier ressort international est, par conséquent, indispensable pour renforcer la sécurité de ce système en raison de la volatilité des flux de capitaux. Comme on l'a vu, la solution passe une répartition des tâches entre la BRI qui serait le gestionnaire de la crise et les banques centrales nationales qui seraient les prêteurs en temps de crise. L'harmonisation du dispositif prudentiel et la coordination des superviseurs nationaux constituent des préalables indispensables à l'efficacité des interventions du prêteur en dernier ressort international. Il est clair que, compte tenu de la situation de départ, ces préalables nécessiteront du temps.

Cette évolution du filet de sécurité constitue une réponse à la globalisation financière. Cette évolution permettra de réduire la fréquence des accidents financiers, et donc d'améliorer la stabilité financière. Mais elle ne permettra pas d'éradiquer totalement ce genre d'événements, et ce, pour au moins deux raisons. La première tient à l'asymétrie d'information inhérente aux transactions financières. Quelle que soit la réglementation prudentielle, les opérations financières comporteront toujours un risque de défaillance d'une contrepartie, donc un risque de déclenchement d'une crise. La deuxième raison découle du fait que la sophistication du filet de sécurité implique, de manière concomitante, celle des transactions financières. Or la sophistication des transactions a pour corollaire l'occurrence de risques nouveaux dont les régulateurs prennent conscience avec un décalage. Pendant l'intervalle, des crises peuvent se produire.

73

NOTES

1. L'expression « prêteur en dernier ressort » a été employée, pour la première fois, par Barings (1797).
2. La question, concernant l'existence d'un prêteur en dernier ressort international, a été soulevée dès la fin des années 1970. Voir, par exemple, Kindleberger (1978) ou Dean et Giddy (1981). Voir également Cal (1995).
3. Parmi les monétaristes, seul McCallum (1989) considère que la détermination d'une règle de croissance optimale des agrégats monétaires rend inutile l'exercice de la fonction de prêteur en dernier ressort.
4. Ce type de régulation, inspirée des travaux de Benston et Kaufman (1988), est appliquée aux Etats-Unis depuis l'adoption du Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) de décembre 1991. Pour plus de précision, voir notamment Gilbert (1992) et Benston et Kaufman (1997).

5. Concernant la Banque mondiale, son objet est de favoriser le développement des pays les moins avancés par l'attribution de crédits à long terme. Elle n'a, par essence, aucune compétence ni moyen pour mener des actions rapides sur les marchés afin de contrecarrer l'émergence d'une crise systémique. En revanche, comme ce fut le cas pour la crise asiatique, elle peut participer, à titre secondaire, au financement des plans de sauvetage. Pour la Thaïlande, la Banque mondiale a prêté 9 des 103 milliards de francs du plan de sauvetage. Pour l'Indonésie, elle prête 27 des 240 milliards de francs. En Corée, elle prête 60 des 342 milliards de francs alloués.
6. Voir l'article 1 des statuts du FMI.
7. Radelet et Sachs (1998, p. 61) considèrent, en particulier, que pour les opérateurs sur le marché : « *l'arrivée (du FMI) est aussi rassurante que celle d'une ambulance devant une porte d'entrée* ».
8. Aglietta et de Boissieu (1998, p. 39) estiment que les grandes banques « *se sentent protégées par la garantie que leur apportent le FMI et les autorités monétaires du G7 ainsi que la crise mexicaine l'a bien montré* ».
9. Formellement, si F est la fonction de répartition des gains algébriques du portefeuille de marché à un horizon de 10 jours, l'application de la VaR implique que la banque doit calculer le montant de fonds propres K^* tel que : $F(K^*) = 1\%$. Pour des raisons de sécurité, le régulateur impose une exigence en fonds propres destinée à couvrir les pertes égale à $3K^*$.
10. L'alternative proposée par Kupiec et O'Brien (1995) est fondée sur la régulation des états contingents. *Ex ante*, le régulateur laisse les banques choisir d'elles-mêmes la charge en capital en fonction des risques de marché supportés. *Ex post*, le régulateur inflige des pénalités à celles dont les pertes dépassent la provision. L'objectif de l'engagement préalable (*pre-commitment*) est d'inciter les opérateurs les plus risqués à détenir les ratios de capital les plus élevés. Marshall et Venkataraman (1997) montrent que l'approche du pré-engagement engendrent des gains d'efficacité pour le régulateur. Le problème de cette approche est que les pénalités sont infligées *ex post*, et qu'elles sont inopérantes si la banque a fait faillite (Daripa et Varotto (1997).

BIBLIOGRAPHIE

74

- AGLIETTA M., DE BOISSIEU C. (1998), *Redéfinir les règles du jeu*, Sociétal, n° 23, p. 37-42.
- AGLIETTA M., DENISE C. (1999), « Le prêteur en dernier ressort international », *XVII^{èmes} journées d'économie monétaire et bancaire*, GDR d'économie monétaire et financière, Poitiers.
- BAGEHOT W. (1873), *Lombard street : a description of the money market*, Londres, H.S. King ; réédition, Homewood, Ill. Irwin (1962).
- BARINGS F. (1797), *Observations on the establishment of the Bank of England*, Londres.
- BENSTON G., KAUFMAN G. (1988), « Regulating bank safety and performance », in W.S. HARAF, R.M. KUSMEIDER (eds), *Restructuring banking and financial system in America*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, p. 63-99.
- BENSTON G., KAUFMAN G. (1997), « FDICIA after five years », *Journal of economic perspectives*, vol. 11, n° 3, p. 139-158.
- BLISS R. (1995), « Risk-based bank capital : issues and solutions », *Economic review*, vol. 80, n° 5, p. 32-40.
- BOOT A., THAKOR A. (1990), « Ambiguity and moral hazard », *Discussion paper*, n° 444, University of Indiana.
- BORDO M. (1990), « The lender of last resort : alternative views and historical experience », *Economic review*, vol. 76, n° 1, Federal Reserve of Richmond, p. 18-29.
- CAL M.-L. (1995), *La banque des banquiers : l'assurance de liquidité et la fonction de prêteur en dernier resort des banques centrales*, Mont-de-Marsan, Ed. Interuniversitaires.
- CALOMIRIS M. (1998), « Blueprint for a new global financial architecture », *Working paper*, Columbia Business School.
- CALOMIRIS M., METZLER A. (1998), « Reforming the IMF », *Working paper*, Columbia Business School.
- CAPIE F. (1998), « Can there be an international lender of last resort ? », *Working paper*, London City Business School.
- CORRIGAN C. (1990), « Reforming the US financial system : an international perspective », *Quarterly review*, vol. 15, n° 1, Federal Reserve of New York, p. 114-121.
- DARIPA A., VAROTTO S. (1997), « Agency incentives and reputational distortions : a comparison of the effectiveness of value-at-risk and pre-commitment in regulating market risk », *Working paper*, Bank of England.

- DEAN J., GIDDY I. (1981), « Adverting international banking crises », *Monograph series in finance and economics*, Salomon Brohers.
- DELANDE D. (1999), « L'action du Fonds monétaire international à l'aune des crises financières », *Cahiers français*, n° 289, p. 62-75.
- DIETSCH M., GODBILLON B. (1997), « La règle de fermeture des banques, l'intérêt de l'ambiguïté constructive », *Revue économique*, vol. 48, n° 3, p. 707-718.
- ENGLAND C., HUERTAS T. (eds) (1987), *The financial services revolution : policy directions for the future*, Boston, Kluwer Academic Publishers.
- FISCHER S. (1999), « On the need for an international lender of last resort », *Working paper*, International monetary Fund.
- FRIEDMAN M. (1960), *A program for monetary stability*, New York, Fordham University Press.
- GARCIA G., PLAUTZ E. (1988), *The Federal Reserve, Lender of last resort*, Cambridge, Mass., Ballinger Publishing Company.
- GARDENER E., MOLYNEUX P. (1995), « Managing bank failures », *Working paper*, Bangor University.
- GIANNINI C. (1998), « Enemy of none but a common friend to all ? An international perspective on the lender of last resort function », *Working paper*, n°99-10, International Monetary Fund.
- GILBERT A. (1992), « The effect of prompt corrective action on the Bank Insurance Fund », *Review*, vol. 75, n° 1, Federal Reserve Bank of Saint Louis, p. 3-20.
- GOODFRIEND M., KING R. (1988), « Financial deregulation, monetary policy, and central banking », *Economic review*, vol. 74, n° 3, Federal Reserve Bank of Richmond, p. 3-22.
- GOODHART C. (1988), *The evolution of central banks*, Cambridge, Mass., MIT Press (2^{ème} édition).
- GOODHART C., SCHOENMAKER D. (1995), « Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated ? », *Oxford economic papers* n° 47, p. 539-560.
- HARAF W.S., KUSMEIDER R.M. (eds) (1988), *Restructuring banking and financial system in America*, Washington DC, American Enterprise Institute for Public Policy Research.
- HUMPHREY T. (1975), « The classical concept of the lender of last resort », *Economic review*, vol. 61, n° 1, Federal Reserve Bank of Richmond, p. 8-16.
- HUMPHREY T. (1989), « Lender of last resort : the concept in history », *Economic review*, vol. 75, n°2, Federal Reserve Bank of Richmond, p. 8-16.
- KAUFMAN G. (1987), « The thruth about bank runs », in C. ENGLAND, T. HUERTAS (eds), *The financial services revolution : policy directions for the future*, Kluwer Academic Publishers, p. 201-227.
- KINDLEBERGER C. (1978), *Manias, panics, and crashes : a history of financial crises* Londres, Macmillan ; traduction française, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Paris, Editions PAU (1994).
- KINDLEBERGER C., LAFFARGUE J.-P. (eds) (1982), *Financial crises, theory, history, and policy*, Cambridge University Press.
- KUPIEC P., O'BRIEN J. (1995), « A pre-commitment approach to capital requirement for market risk », *Working paper*, n° 95-36, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- LE CACHEUX J. (1999), « Des défaillances financières au risque systémique : quelques enseignements des accidents financiers », *Cahiers français*, n° 289, p. 49-56.
- MC CALLUM B. (1989), « Could a monetary base rule have prevented the depression ? », *Working paper series* n° 3162, National Bureau of Economic Research.
- MARSHALL D., VENKATARAMAN S. (1997), « Bank capital for market risk : a welfare analysis », *Working paper*, Federal Reserve Bank of Chicago.
- RADELET S., SACHS J. (1998), « The east asian crisis : diagnosis, remedies, prospects », *Brookings papers on economic activity*, n° 1, p. 1-74.
- ROCHET J.-C. (1998), « Gestion des risques bancaires et réglementation prudentielle », *Banques et marchés*, n° 34, p. 6-11.
- SCHWARTZ A. (1998), « Time to terminate the ESF and the IMF », *Cato foreign policy briefing*, n° 48, p. 1-12.
- SOLOW R. (1982), « On the lender of last resort », in C. KINDLEBERGER, J.-P. LAFFARGUE (eds), *Financial crises, theory, history, and policy*, Cambridge University Press.
- THORNTON H. (1802), *A enquiry into the nature and effects of the paper credit in Great Britain*, réédition, Londres, Rinehart and Company (1939).

