

RÉGULATION ET CONFIANCE

CHRISTIAN NOYER *

« The peculiar essence of our banking system is an unprecedented trust between man and man : and when trust is much weakened by hidden causes, a small accident may greatly hurt it, and a great accident for a moment may also destroy it. »

Walter Bagehot, Lombard Street

La confiance est à la base du fonctionnement des économies modernes. Toutes les transactions économiques comportent, à des degrés divers, une part de confiance, mais cette part est sans conteste déterminante dans les transactions financières. La décision des agents économiques de confier leurs dépôts à une banque n'est *in fine* qu'une question de confiance, comme le soulignait déjà Walter Bagehot. Les ruées sur les dépôts, fréquentes avant l'introduction des systèmes d'assurance des dépôts, sont la manifestation du retrait de cette confiance. Investir est par essence un échange d'argent contre une promesse de recevoir plus d'argent dans le futur, promesse qui n'a de valeur que si la contrepartie est digne de confiance¹.

Comment naît, se pérennise ou s'écroule la confiance des agents économiques est une question complexe qui va au-delà de ce que la science économique peut dire. La crise récente a vu certains mécanismes destructeurs ou créateurs de confiance à l'œuvre. Il est peu contestable que des facteurs sociaux, psychologiques ou autres aient joué dans ces mécanismes. Il est tout aussi certain que, dans cette crise, des forces économiques ont participé à produire ou éroder la confiance des agents économiques. Ces forces économiques n'agissent pas *ex nihilo*, particulièrement dans les systèmes financiers. La régulation des activités, des institutions et des produits financiers a une influence déterminante pour amplifier ou au contraire absorber l'effet de ces forces économiques sur la confiance.

* Gouverneur, Banque de France.

Cet article examine le lien entre régulation des systèmes financiers et confiance. Pour ce faire, il aborde trois points. Tout d'abord, il illustre comment la confiance entre les agents économiques s'est affaiblie à mesure que la crise s'intensifiait et comment, en temps de crise, l'action des autorités publiques peut rompre un cercle vicieux de défiance mutuelle. Ensuite, il traite du rôle *a priori* indispensable de la régulation financière pour établir la confiance, tout en indiquant que la régulation peut être elle-même source de difficultés. Enfin, il identifie trois chantiers fondamentaux pour restaurer la confiance des agents économiques dans le système financier.

CRISE DE CONFIANCE ET INTERVENTIONS DES AUTORITÉS PUBLIQUES

La crise récente est sévère en matière de répercussions économiques et financières. La contraction du PIB dans les pays du G7 atteint $-3,5\%$ en 2009. Bien que révisées à la baisse, les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des pertes qui devront être subies par les principales banques au plan mondial restent très élevées et atteignent 2,2 trillions de dollars.

112

La crise est aussi, voire surtout, importante par son effet profond sur la confiance des agents économiques. Lorsqu'on examine la dynamique de la crise, on peut schématiquement noter que trois vagues de défiance ont été observées entre divers acteurs du système économique et financier.

Trois formes de défiance

De façon assez classique, la première relation de confiance qui a cédé dans cette crise est celle qui passe par le crédit bancaire. À partir de la fin de l'année 2006, de plus en plus de banques américaines perdent confiance dans la capacité de remboursement d'une certaine classe de ménages américains, en particulier celle qui a souscrit des crédits hypothécaires *subprimes* (Greenlaw et *al.*, 2008). Avec l'extension de la crise, l'accès au crédit bancaire s'est progressivement durci non seulement aux États-Unis, mais aussi dans le reste du monde, déclenchant une réduction forte de l'offre de crédit.

La seconde relation de confiance qui a cédé dans la crise est celle qui unit les banques entre elles. La montée des risques sur les crédits hypothécaires risqués, les incertitudes sur la valorisation de produits financiers complexes adossés à ces crédits, la difficulté concomitante à utiliser ces produits en collatéral pour se refinancer ont mis à mal la confiance des banques dans leurs contreparties sur le marché interbancaire. L'évolution des conditions des marchés monétaires

interbancaires illustre nettement cette rupture de confiance. L'écart de taux entre le *swap* de taux *overnight* et le taux interbancaire à trois mois, sur le marché européen comme sur le marché américain, s'est tendu massivement dès le début de la crise jusqu'à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, où il a atteint des niveaux extrêmes ; s'il a quitté les niveaux de stress les plus forts, cet écart continue de signaler une certaine défiance entre agents du système financier. Le comportement de cette variable signale que les comportements de rétention de liquidité centrale par les banques restent encore à des niveaux structurellement supérieurs à l'avant-crise (Acharya et Merrouche, 2010). Plus de trois ans après le début de la crise, la normalisation de la confiance n'est pas achevée.

La confiance des investisseurs dans les institutions financières est le troisième maillon du réseau de relations de confiance à avoir été touché par la crise. Face à des banques enregistrant des pertes sur leurs actifs risqués et subissant des tensions sur leurs sources de refinancement, les investisseurs se sont mis à douter de leurs perspectives de profits, voire, plus fondamentalement, de leur solvabilité. Ces doutes et l'impossibilité d'identifier avec une précision suffisante la localisation des pertes ont conduit à une situation que certains ont pu décrire comme une ruée générale sur le système bancaire de certains pays, *via* le non-renouvellement des opérations de repo ou la hausse massive des *haircuts* appliquée sur les collatéraux (Gorton, 2009). Plus de trois ans après le début de la crise, l'indice mondial du prix des actions bancaires se situe environ au tiers de sa valeur du premier trimestre 2007 qui correspond certes à une période de survalorisation.

Le concept de « contraction du crédit » (*credit crunch*) résume, en termes économiques, ces trois phénomènes : il matérialise le risque associé à l'effondrement de la confiance des agents économiques entre eux.

Le crédit des autorités publiques

Face à la destruction progressive de ces relations de confiance et pour interrompre l'effet dangereux qu'elle pouvait avoir sur le bon fonctionnement du système financier et le financement de l'activité économique, les autorités publiques ont mis en jeu leur propre crédit.

Cette mise en jeu a pris des formes différentes selon les circonstances propres à chaque pays et a varié en montant. Néanmoins, la logique fondamentale a été la même partout : il s'est agi pour les autorités de s'interposer dans les chaînes rompues de confiance et de crédit entre agents pour restaurer la confiance entre ces agents et en tous les cas

dans le fonctionnement du système financier. Les gouvernements ont octroyé des garanties sur une partie du passif ou de l'actif des banques ; certains ont pris une participation directe au capital de certaines institutions. Parallèlement, les banques centrales ont injecté la liquidité propre à préserver le bon fonctionnement des marchés monétaires ; lorsque cela a été nécessaire, elles ont ajusté leur cadre opérationnel, marquant par là leur détermination à mobiliser toute la crédibilité dont elles bénéficient pour assurer la stabilité du système financier. L'intervention nécessaire des autorités publiques a agi comme source de confiance de dernier ressort.

Ces interventions ne sont cependant pas sans risques pour le crédit des autorités et la confiance que les agents économiques leur accordent. Les tensions récentes liées à la soutenabilité des déficits et des dettes de certains États le montrent. La capacité des autorités budgétaires à préserver la confiance des agents en sollicitant le bilan de l'État n'est pas illimitée. La crédibilité de leurs engagements à respecter dans le futur les règles fondamentales de la discipline budgétaire est le gage de l'efficacité de leurs actions en temps de crise.

Alors que la confiance des agents a été ébranlée de diverses façons, un fait est remarquable et doit être souligné : à aucun moment, la confiance des acteurs économiques dans leur monnaie n'a vacillé. La crise a certes été émaillée de périodes de forte volatilité des taux de change entre principales devises. Il serait néanmoins erroné d'interpréter ces mouvements comme une désaffection pour la monnaie en tant que telle. L'origine de ces phénomènes est à chercher essentiellement dans un processus d'ajustement des acteurs de marchés réagissant brutalement face à des situations de grande incertitude. Une mesure traditionnelle de la confiance des agents est fournie par les anticipations d'inflation future. Or s'agissant de la zone euro, celles-ci n'ont à aucun moment signalé un décrochage de la confiance des agents dans la valeur de leur monnaie.

D'OÙ VIENT LA CONFIANCE DES AGENTS ?

La mise en jeu de leur propre crédit est la réponse des autorités publiques en temps de crise (Caballero et Krishnamurthy, 2008). Elle ne constitue évidemment pas une solution pérenne pour assurer la confiance des agents. Une régulation financière saine et équilibrée est en revanche traditionnellement l'un des piliers de cette confiance.

La crise - et le fait qu'elle ait frappé des juridictions ayant des cadres prudents sophistiqués et *a priori* robustes - oblige à se poser un certain nombre de questions sur la régulation optimale du secteur financier.

Nécessité de la régulation

Économiquement, la régulation financière poursuit en principe trois buts qui concourent à rendre possible et à conforter la confiance des agents économiques dans la stabilité du système financier et, *in fine*, de leur emploi.

Le premier de ces buts est la protection des agents, notamment les moins sophistiqués. Cette protection prend diverses formes. L'une des plus importantes est la garantie des dépôts dont bénéficient les déposants qui confient leurs avoirs aux établissements de crédit. En assurant les dépôts collectés jusqu'à un certain montant, les mécanismes d'assurance des dépôts protègent, d'une part, les épargnants particuliers contre le risque de perdre leur épargne et, d'autre part, les banques contre le risque de fuite incontrôlée des dépôts (Diamond et Dybvig, 1983). Dans cette perspective, la régulation prudentielle à laquelle sont assujetties les banques est la contrepartie nécessaire de cette assurance, qui leur procure un avantage significatif en termes de refinancement (Dewatripont et Tirole, 1994). Même dans des économies dont le financement est plus désintermédié, l'importance de dispositifs de garantie des dépôts robustes et crédibles ne doit pas être sous-estimée. L'expérience de cette crise le montre clairement, où de nombreux pays, y compris parmi ceux dont la dépendance au financement bancaire classique est comparativement moindre, ont dû ajuster rapidement des seuils de garantie trop faibles ou des règles de coassurance dangereuses pour la confiance des épargnants car perçues comme insuffisamment protectrices.

Deuxième but, la régulation financière a également vocation à corriger certaines défaillances des systèmes financiers. Il est amplement admis et démontré que le fonctionnement des systèmes financiers souffre d'un certain nombre d'imperfections. Celles-ci sont la source d'externalités nuisibles à la stabilité du système financier et à la confiance des agents. Un exemple de telles imperfections est la multiplication des problèmes d'asymétrie d'information tout au long de la chaîne du crédit dans un modèle d'intermédiation où les prêts sont initiés pour être revendus, titrisés et restructurés (Hellwig, 2008 ; Mian et Sufi, 2008).

Le troisième but assigné à la régulation financière est la limitation des prises de risques excessives. Les règles prudentielles, qu'il s'agisse d'exigence de capital, de règles de liquidité, ou encore de règles de division des risques, ont pour effet attendu de rendre plus coûteuse ou plus complexe la prise de risques des institutions financières régulées. Concrètement, ces diverses règles visent à aligner les incitations des différentes parties prenantes - actionnaires, créanciers, déposants... - afin de les rendre compatibles avec la stabilité à long terme du système.

Là encore, la crise a mis en exergue les conséquences négatives liées à certaines pratiques en cours dans l'industrie financière. La conjonction de règles de comptabilisation de certains profits et de certains dispositifs de rémunération créait une incitation forte au sein des banques à la recherche de gains immédiats au prix d'une prise de risques excessive par rapport à ce qui était compatible avec la solvabilité des institutions. Les principes en matière de rémunération dans le secteur financier, établis par le Financial Stability Board (FSB) en 2009, sont un exemple de régulation destinée à conforter l'idée que les intermédiaires financiers ne sont pas enclins à prendre plus de risques que le financement de l'économie ne le requiert.

Régulation et confiance excessive

Si la régulation financière a pour objectif d'instaurer les bases de la confiance des agents dans les institutions financières, elle peut elle-même être source de difficultés et d'aléa moral pour le système financier. Schématiquement, on peut considérer que dans certaines circonstances, la régulation peut alimenter un excès de confiance de la part des agents économiques, en les amenant à engager leur confiance sans le discernement nécessaire au fonctionnement sain d'une économie de marché.

116

De façon générale, la question des effets secondaires indésirables des règles et des régulations est un problème classique en économie. Elle est particulièrement prégnante en matière de régulation financière. On peut considérer que le risque de produire des effets indésirables doit appeler une vigilance d'autant plus forte dans l'élaboration des règles dans trois types de circonstances.

Le premier est lorsqu'une partie de la régulation délègue *de facto* à l'initiative privée soit la définition, soit le détail de certaines règles. Deux cas emblématiques de ce type de délégation sont l'incorporation dans les *corpus* réglementaires prudentiels des notes de crédit des agences de notation et le recours aux techniques de modélisation des risques du secteur privé. Il est évident que ces choix des régulateurs sont fondés sur des considérations très raisonnables. L'utilité économique des agences de notation n'est pas contestable ; les outils développés par les institutions financières pour valoriser et quantifier leurs propres risques sont *a priori* supérieurs à ceux que les superviseurs pourraient construire eux-mêmes. L'enjeu est plutôt que ces choix peuvent générer des incitations et des comportements difficiles à appréhender et à contrer. La référence fréquente dans la régulation à des niveaux de note des agences de notation peut créer des effets de seuil, eux-mêmes susceptibles de déclencher des comportements procycliques et sources de contagion.

Par ailleurs, des effets indésirables sont d'autant plus susceptibles

d'apparaître que la régulation a tendance à être excessivement protectrice ou conservatrice. L'incitation à contourner une règle et à « l'arbitrer » est d'autant plus forte que la règle est contraignante. Il en va ainsi de la calibration des règles prudentielles actuellement en cours de discussion au plan international. La définition des ratios de liquidité aura ainsi un impact certain sur la stratégie des banques, leur refinancement et leur profil de maturités. Encore s'agit-il en l'espèce de conséquences que l'on peut raisonnablement anticiper, à défaut de les quantifier et de les cerner avec précision. L'effet indésirable peut être plus néfaste et insidieux. Ainsi, la réglementation encadrant la valorisation des parts dans les OPCVM monétaires aux États-Unis a pu accréditer l'idée que ce type de support d'investissement offrait une quasi-garantie du principal, au point que la rupture de cette règle par un OPCVM dans les jours qui suivirent la faillite de Lehmann Brothers a provoqué une panique des investisseurs, similaire à celle d'une course aux dépôts pour les banques.

Enfin, des effets indésirables existent lorsque la régulation est inadaptée pour traiter un problème. L'expérience montre ainsi que les règles et les conventions en place avant la crise étaient inappropriées pour gérer les problèmes que posent les institutions financières systémiques. L'absence de dispositif adéquat pour prévenir ou corriger leur instabilité est une source majeure d'aléa moral. Le défaut d'outils à la main des autorités pour imposer une recapitalisation appropriée en cas de non-viabilité de l'institution et l'absence de procédures pour réorganiser rapidement ces entités afin de préserver la continuité de leurs activités essentielles rendent presque inévitables le soutien public et leur sauvetage. S'il est probablement efficient économiquement de ne pas liquider de tels intermédiaires financiers, il est en revanche sous-optimal et peu légitime pour les opinions publiques de ne pas faire supporter le coût de ce sauvetage aux acteurs privés, actionnaires et investisseurs non garantis. Des travaux intenses ont lieu pour combler du mieux possible ce vide de la régulation financière et amener les investisseurs privés à internaliser les conséquences de leurs décisions.

Au total, la régulation est essentielle pour construire la confiance des agents dans le système financier. Le défi est de la calibrer de façon appropriée pour en minimiser les conséquences (négatives) non intentionnelles.

RÉFORME DE LA RÉGULATION, REFONDATION DE LA CONFIANCE

Après la crise, il est indispensable de réformer la régulation du secteur financier pour refonder la confiance des agents économiques dans

les institutions financières. Pour atteindre ce but, trois chantiers sont plus particulièrement importants.

Restaurer la confiance dans les banques

En septembre dernier, les gouverneurs et les responsables de la supervision des pays du G20 sont parvenus à un accord très significatif. Cet accord est remarquable à plusieurs titres. Il a été trouvé dans un laps de temps finalement très bref si l'on réalise la complexité des problèmes et les écarts de vue et d'intérêt des parties prenantes à cette discussion. Il repose sur un spectre d'analyses sans précédent pour ce genre de réforme : une analyse aussi fouillée que possible des effets transitoires et à long terme de la réforme de la réglementation prudentielle est venue compléter les études plus classiques d'impact individuel sur un large panel de banques².

L'accord est remarquable par son ambition. Il entérine un renforcement à la fois très significatif et réaliste des exigences de fonds propres auxquelles les banques vont être soumises à l'avenir. Grâce à la mise en œuvre de ces nouvelles normes, les établissements de crédit disposeront de plus de capital et de meilleure qualité. Non seulement le niveau de fonds propres de base a-t-il été porté à 4,5 % des risques pondérés, mais ce minimum est aussi complété par un coussin additionnel de capital de 2,5 % dont le non-respect par les banques est assorti de sanctions destinées à les forcer à le reconstituer rapidement. Par ailleurs, les critères d'éligibilité des instruments de capital et de dettes subordonnées ont été durcis. Le détail des règles de liquidité reste à définir. Elles devraient permettre de réduire les risques de chocs de liquidité similaires à ceux qui ont fait chuter des établissements comme Bear Stearns ou Northern Rock. Au total, avec ces nouvelles règles, la probabilité de faillite des banques sera réduite.

Ces réformes en matière de fonds propres et de liquidité s'accompagnent par ailleurs d'un ensemble d'autres mesures qui, *a priori*, devraient créer des incitations plus compatibles avec la stabilité financière. Les changements en matière de rémunération évoqués plus haut constitueront un exemple de ces mesures. D'autres portent sur la meilleure capture des risques dans la régulation prudentielle. Des efforts particuliers ont été faits pour réduire les sources d'arbitrage prudentiel liées au traitement différencié des activités de prêt par rapport aux activités de négociation. Dans le même sens, le coût en capital d'activités plus risquées, comme les retitrisations, a été significativement rehaussé.

Naturellement, aucune règle prudentielle n'est infaillible et aucune ne peut être raisonnablement calibrée pour résister à un choc extrême

comme celui que certains établissements ont connu au cours de la crise de 2007. Néanmoins, les réformes les plus récentes portent les normes prudentielles à un niveau d'exigence très élevé, en tous les cas propre à restaurer la confiance des agents économiques dans les banques.

*Étendre la confiance
dans les produits et les infrastructures de marché*

Les infrastructures de marché ont, dans l'ensemble, bien résisté dans la crise³. Aucun système de paiement ou de règlement/livraison n'a connu de dysfonctionnement majeur, alors même que le reste du système financier était soumis à un stress très sévère.

Il reste néanmoins que le développement de certaines infrastructures de marché est souhaitable pour faciliter la restauration de la confiance entre les intermédiaires financiers eux-mêmes. La crise a démontré la réalité du risque de contagion lié à la très grande interdépendance des intermédiaires financiers, au manque concomitant de transparence sur la situation des contreparties et à la complexité de certains produits financiers. La quasi-faillite de AIG Financial Products à la suite de celle de Lehman Brothers est à bien des égards l'archétype de ce risque. Des infrastructures de marché robustes et une meilleure transparence des produits financiers peuvent significativement réduire les sources de défiance entre contreparties et, partant, le risque de système.

Il est clair que la standardisation de tous les produits financiers actuellement traités de gré à gré n'est ni réaliste, ni même souhaitable. Néanmoins, plus de standardisation est nécessaire. Surtout, il est essentiel de concentrer le risque de contagion sur des « nœuds » du système financier - pour utiliser les termes de la théorie des réseaux - qui soient bien identifiés et soumis à des normes prudentielles adaptées et exigeantes. L'échange *via* des plates-formes de négociation d'un plus grand nombre d'instruments qui sont actuellement traités de gré à gré, voire leur transfert sur des marchés organisés, et leur compensation par des contreparties centrales permettront, grâce aux entrepôts de données qui y sont associés, d'acquérir une bien meilleure connaissance des interdépendances entre intermédiaires, de leur rôle dans le réseau financier et de leur substituabilité.

Faire plus confiance aux régulateurs

Depuis la crise, émerge progressivement une philosophie de la supervision et de la régulation prudentielle qui est plus conservatrice et privilégie beaucoup plus des règles fermes et aussi automatiques que possibles.

Paradoxalement, cette approche n'est pas sans rappeler la méfiance envers les capacités des régulateurs et des superviseurs qui sous-tendait la préférence dans certaines juridictions pour une approche dite « allégée ». Cette dernière partait du postulat que les autorités de supervision souffrent d'un désavantage comparatif par rapport aux établissements de crédit pour identifier, comprendre et réguler les risques que ces derniers portent à leur bilan. Elle reposait aussi sur le parti pris selon lequel les forces du marché exercent une discipline de fait plus puissante que les normes prudentielles.

La faveur croissante pour l'élaboration de règles mécaniques afin de résoudre un champ aussi vaste que possible de problèmes se nourrit du constat que dans certains pays et face à certains types de risques, les cadres prudentiels ont failli ou, en tous les cas, n'ont pas livré la stabilité des intermédiaires financiers qui était dans leur mandat. Elle prend des formes diverses. Un domaine où cette ambition est la plus frappante concerne la définition d'exigences prudentielles particulières pour les institutions systémiques. Le but poursuivi par certains est, dans ce domaine, d'aboutir à une mesure quantifiée de la systémicité des banques, laquelle permettrait, complétée par certains éléments de jugement, de classer ces banques par ordre d'importance systémique et de les soumettre à une exigence en capital supplémentaire à due proportion de leur importance systémique. Une telle approche pêche probablement par excès d'ambition. En l'état actuel de nos connaissances, il est impossible de mesurer convenablement la contribution marginale d'un intermédiaire financier au risque de système, notamment parce que cette contribution évolue continûment avec l'état de l'ensemble du système bancaire et financier. Qui plus est, la détermination du « bon » niveau de capital ou de capacité d'absorption des pertes pour ces établissements est délicate. À la différence de l'approche traditionnelle de la réglementation prudentielle qui adosse une charge en capital à un risque porté dans le bilan, il s'agirait ici d'imposer du capital pour compenser le risque qu'un intermédiaire fait peser sur les autres. Là encore, les outils analytiques et surtout quantitatifs ne permettent pas de prendre en compte les externalités associées aux établissements systémiques. Toute exigence en capital en ce domaine ne peut qu'être fondée sur l'expertise et l'information des superviseurs en charge de ces institutions, la robustesse des autres outils disponibles pour gérer les problèmes qu'elles posent, la tolérance des autorités au risque.

La question fondamentale qui est posée est celle de la confiance qu'il est raisonnable d'accorder aux autorités et au superviseur. En termes opérationnels, le choix est entre des règles quasi automatiques et des mesures discrétionnaires, ce qui, dans le contexte de la réglementation

prudentielle bancaire, s'interprète comme le choix entre le pilier 1 et le pilier 2. L'expérience démontre qu'il est possible pour les autorités de traiter convenablement des problèmes tels que ceux posés par les établissements systémiques dans un cadre discrétionnaire. L'expérience tend à démontrer aussi que les règles mécaniques sont destinées à être contournées, à perdre de leur mordant et de leur pertinence à mesure que la structure du système financier se transforme et, parfois, à être erronées. Il est dès lors indispensable de préserver un équilibre adéquat entre des mesures relativement mécaniques et des marges de discrétion.

Naturellement, ce choix n'est pas sans lien, ni effet sur le respect d'une certaine forme d'égalité de concurrence entre les diverses juridictions. Pour éviter une course internationale au moins-disant prudentiel, il est parfaitement légitime que des dispositifs internationaux soient mis en place, qui visent, lorsque des mesures discrétionnaires sont prises, à soumettre celles-ci à des formes de revue ou de pression des pairs. Les modalités pratiques de ces revues des pairs doivent être prudemment définies : les autorités prudentielles rendent compte de leurs actions au plan national.

Échanger des actifs financiers, déposer de l'épargne et investir de l'argent demandent un degré de confiance élevé des agents non seulement dans les institutions avec lesquelles ils traitent, mais aussi dans les règles qui encadrent leurs activités.

Les événements des trois dernières années ont largement démontré à quel point une régulation financière solide et adaptée aux circonstances propres à chaque système financier est indispensable pour contrer l'érosion de la confiance des agents entre eux.

La confiance des agents économiques se construit dans le temps. La confiance dans la régulation est quant à elle le résultat de sa mise en œuvre vigilante au quotidien.

NOTES

1. Certaines études montrent ainsi un lien entre des indicateurs de confiance et le développement financier (Guiso, Sapienza et Zingales, 2004 et 2008).
2. Les résultats de ces analyses sont présentés dans BRI (2010a et 2010b).
3. Une exception notable étant le marché des *tri-party repo* aux États-Unis (FRBNY, 2010).

BIBLIOGRAPHIE

ACHARYA V. et MERROUCHE O. (2010), « Precautionary Hoarding of Liquidity and Inter-Bank Markets : Evidence from the Subprime », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 16395.

BAGEHOT W. (1873), *Lombard Street : a Description of the Money Market*.

BRI (Banque des règlements internationaux) (2010a), « An Assessment of the Long-Term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements », Basel Committee on Banking Supervision.

BRI (Banque des règlements internationaux) (2010b), « Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements », Basel Committee on Banking Supervision - Financial Stability Board.

BRUNNERMEIER M. K. (2009), « Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, pp. 77-100.

CABALLERO R. et KRISHNAMURTHY A. (2008), « Collective Risk Management in a Flight to Quality Episode », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 5, pp. 2195-2230.

DEWATRIPONT M. et TIROLE J. (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.

DIAMOND D. W. et DYBVIK P. H. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, pp. 401-419.

FRBNY (Federal Reserve Bank of New York) (2010), « Tri-Party Repo Infrastructure Reform », *White Paper*, 17 mai.

GORTON G. (2009), « Slapped in the Face by the Invisible Hand : Banking and the Panic of 2007 », mimeo.

GREENLAW D. et al. (2008), « Leveraged Losses : Lessons from the Mortgage Market Meltdown », US Monetary Policy Forum Conference Draft.

GUISSO L., SAPIENZA P. et ZINGALES L. (2004), « The Role of Social Capital in Financial Development », *American Economic Review*, vol. 94, pp. 526-556.

GUISSO L., SAPIENZA P. et ZINGALES L. (2008), « Trusting the Stock Market », *Journal of Finance*, vol. 63, pp. 2557-2600.

HELLWIG M. (2008), « Systemic Risk in the Financial Sector : an Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis », Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Preprints 2008/43.

MIAN A. et SUFI A. (2008), « The Consequences of Mortgage Credit Expansion : Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis », National Bureau of Economic Research, *Working Papers*, n° 13936.