



REVUE D'ANALYSE COMPARÉE EN ADMINISTRATION PUBLIQUE

www.telescope.enap.ca

Vol. 20, n° 1, 2014

SORTIE DE CRISE

« L'approche macroprudentielle : un changement de paradigme? »

Par *Claude Dostie Jr*

Pour citer cet article :

Dostie, Claude Jr. (2014). « L'approche macroprudentielle : un changement de paradigme? », *Télescope*, vol. 20, n° 1, p. 77-91, www.telescope.enap.ca/Telescope/docs/Index/Vol_20_no_1/Telv20_no1_Dostie.pdf

DÉPÔT LÉGAL
BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES NATIONALES DU QUÉBEC, 2014
BIBLIOTHÈQUE ET ARCHIVES CANADA, 2014

ISSN 1929-3348 (en ligne)

Le choix des thèmes et des textes de *Télescope* fait l'objet d'une réflexion collégiale de la part des membres de L'Observatoire. Avant publication, tout article est soumis à un comité composé d'universitaires qui évalue son acceptabilité. En cas de controverse sur un article ou sur une partie d'un article, l'auteur est avisé. La révision linguistique est obligatoire. Elle est assurée par les services spécialisés de l'ENAP. La reproduction totale ou partielle de *Télescope* est autorisée avec mention obligatoire de la source. Les professeurs d'établissements d'enseignement ne sont pas tenus de demander une autorisation pour distribuer des photocopies.

Les numéros réguliers de la revue *Télescope* sont indexés dans EBSCO, Repère et Érudit (www.erudit.org/revue/telescope)

Télescope bénéficie du soutien financier de l'ENAP et du gouvernement du Québec.

INFORMATION ET ABONNEMENTS

eve.cloutier@enap.ca | 418 641-3000, poste 6574 | www.telescope.enap.ca

L'APPROCHE MACROPRUDENTIELLE : UN CHANGEMENT DE PARADIGME?

Par **Claude Dostie Jr**, Doctorant, École nationale d'administration publique, Montréal
claudejr.dostie@enap.ca

RÉSUMÉ La crise financière de 2007-2009 ayant largement été vue comme le résultat de lacunes sur le plan de la réglementation financière, plusieurs observateurs ont naturellement cru que de grands changements allaient être apportés aux politiques publiques dans le domaine. Plus de cinq ans après la crise, la question reste néanmoins entière quant à la nature véritable du changement qui est survenu. Est-ce qu'on a procédé à un changement de paradigme ou simplement un changement incrémental ou peu significatif? Pour répondre à cette question, cet article étudie le tournant macroprudentiel dans la réglementation financière de plusieurs pays, particulièrement les États-Unis, à l'aide des approches développées par Peter Hall (1993) et Charles Lindblom (1959, 1979). Nous concluons que, parce qu'il représente un changement dans les objectifs de la réglementation et parce qu'il a mené à un recalibrage des outils de politiques ainsi qu'à la création de nouveaux outils, le tournant macroprudentiel peut être qualifié comme un changement de paradigme, tel que conçu par Hall. Nous suggérons aussi que ce nouveau modèle de gouvernance financière se rapproche davantage d'un mode de prise de décision « synoptique » (plutôt qu'incrémental) tel que défini par Lindblom.

ABSTRACT The 2007-2009 financial crisis has been widely seen as the result of gaps in financial regulation and several observers have naturally believed that major changes would be made to public policy. More than five years after the crisis, the question still remains unanswered as to the true nature of the change that occurred. Has there been a process to a paradigm shift or simply an incremental and/or insignificant change? To answer this question, this article examines the macroprudential shift in financial regulation particularly the United States, using Peter Hall's (1993) and Charles Lindblom's (1959, 1979) approaches. We conclude that, because it represents a change in the objectives of the regulation and because it led to a recalibration of policy tools and the creation of new tools, macroprudential turn can be described as a paradigm shift, as conceived by Hall. We also suggest that this new model of financial governance is closer to a « synoptic » mode of decision-making (rather than an incremental one) as defined by Lindblom.

So in summary, Your Majesty, the failure to foresee the timing, extent and severity of the crisis and to head it off, while it had many causes, was principally a failure of the collective imagination of many bright people, both in this country and internationally, to understand the risks to the system as a whole. Given the forecasting failure at the heart of your enquiry, the British Academy is giving some thought to how your Crown servants in the Treasury, the Cabinet Office and the Department for Business, Innovation & Skills, as well as the Bank of England and the Financial Services Authority might develop a new, shared horizon-scanning capability so that you never need to ask your question again¹.

La crise financière de 2007-2009 a naturellement provoqué une sévère remise en question des politiques publiques en matière de réglementation financière. Elle a confronté les autorités publiques de plusieurs pays à l'échec d'un certain libéralisme réglementaire fondé sur une vision idéalisée des marchés financiers (Quiggin, 2010, p. 35-78; Krosner et Shiller, 2011, p. 21-26; Cooper, 2008; Fox 2009). Autant à gauche qu'à droite, tous s'entendent pour dire que la crise avait été causée ou facilitée par des lacunes sur le plan de la réglementation financière (Posner, 2010; Chinn et Frieden, 2011; Bhidé, 2010; Soros, 2009; Financial Crisis Inquiry Commission, 2011; Greenspan, 2013; Bernanke, 2013; Levine, 2012). À la suite de la crise, certains en appelaient à un changement de « paradigme » (Marazzi, 2011, De Grauwe, 2009), un mouvement activiste, Occupy Wall Street, est né pour réclamer une modification de la place occupée par la finance dans l'économie (Adbusters, 2011) et un mouvement conservateur, le Tea Party, tient aussi son origine dans l'insatisfaction par rapport à certaines solutions proposées à la suite de la crise (Frank, 2012).

Or, malgré une certitude largement partagée quant à la nécessité d'un changement dans les politiques publiques de réglementation financière, quelque cinq ans plus tard, plusieurs commencent à dresser un bilan mitigé des réformes et à douter qu'il y ait bel et bien eu une modification fondamentale dans la manière de réglementer la finance (Ferguson, 2012; Barofsky, 2012; Mayntz, 2012). Qu'en est-il au juste? Est-ce que le changement survenu dans la réglementation financière n'est que cosmétique et peu significatif?

Nous proposons dans cet article de répondre à la question en étudiant les nouvelles réglementations macroprudentielles mises en place dans plusieurs pays à la suite de la crise financière. Pour ce faire, nous allons expliquer ce qu'est cette nouvelle façon d'approcher la réglementation, pour ensuite évaluer ladite approche à l'aide du cadre théorique proposé par Hall (1993). Nous terminerons en évaluant l'approche macroprudentielle à l'aune d'un autre cadre de référence majeur en analyse des politiques publiques, celui proposé par Lindblom (1959).

■ LE TOURNANT MACROPRUDENTIEL

Même si depuis 2009, dans plusieurs pays, certaines nouvelles réglementations financières sont proposées, débattues et finalement rejetées ou adoptées, il existe pourtant, depuis la crise, un large consensus sur une réforme réglementaire en particulier. En effet, pratiquement tous les experts dans le domaine, et même les politiciens, s'entendent sur la néces-

¹ Extrait de la lettre du 22 juillet 2009 adressée à la Reine d'Angleterre en réponse la question que cette dernière avait posée lors d'une visite au London School of Economics le 5 novembre 2008 : « *If these things were so large, how come everyone missed them?* » Une trentaine de spécialistes ont participé au forum que la British Academy a organisé pour étudier la question. Voir Besley et Hennessy (2009).

sité de réorienter la réglementation dans une « direction macroprudentielle » (Hanson, Kashyap et Stein, 2010, p. 1; Borio, 2009; Baker, 2013).

Au début de l'année 2009, le groupe De Larosière rapportait que la « leçon-clé à tirer de la crise était le besoin urgent d'améliorer la supervision macroprudentielle [...] de toutes les activités financières² » (De Larosière Group, 2009, p. 44). Au sommet de Londres en avril 2009, les dirigeants du G-20 mandataient le Fonds monétaire international (FMI) et le Conseil de stabilité financière de collaborer « pour permettre une alerte précoce sur les risques macroéconomiques et financiers ». Les pays du G20 s'engageaient eux-mêmes à « réformer [leurs] systèmes de régulation pour que [leurs] autorités soient en mesure d'identifier et de prendre en compte les risques macroprudentiels » (G20, 2009; IMF, 2010). Et moins d'un an après la chute de Lehman Brothers, un groupe d'économistes américains proposait aussi la création d'un régulateur systémique chargé de surveiller le système financier, de collecter des informations sur les risques liés aux institutions financières et de proposer des réglementations sensibles à de tels risques (SLWGFR, 2009). En fait, au lendemain de la crise, le tournant macroprudentiel faisait l'objet d'un tel consensus que Claudio Borio, directeur de recherche à la Banque des règlements internationaux, jugeait approprié de paraphraser Milton Friedman et de déclarer « *we are all macroprudentialists now* » (Borio, 2009).

L'approche macroprudentielle a deux composantes : elle implique de mener une politique macroéconomique permettant de réduire les « risques systémiques » et de réguler des institutions ou des marchés qui pourraient avoir une « importance systémique » (Wachtel, 2013). Cela dit, le « risque systémique » est un concept encore à la recherche d'une définition consensuelle et son sens demeure ambigu (Kaufman et Scott 2003, p. 372; IMF 2010, p. 2; Coffee, 2010, p. 1056). Le FMI définit les risques systémiques comme les risques « d'importantes pertes pour des institutions financières, induites par la défaillance d'une institution particulière en raison de son interdépendance » (IMF, 2010, p. 2). Gentzoglanis (2010, p. 453) insiste également sur la propagation de « problèmes » à des « établissements non affiliés ou au système financier dans son ensemble », et Schwarcz (2008, p. 204) met l'accent sur « la faillite en chaîne de marchés ou institutions » (voir aussi Scott 2010, p. 673). Selon le Rapport d'enquête de la Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) aux États-Unis, le risque systémique réfère essentiellement au risque de contrepartie dans l'utilisation de produits dérivés (FCIC, 2011, p. 300-301). Cela dit, si l'interconnexion est importante, pour qu'une crise soit systémique, elle doit aussi impérativement influencer sur « l'économie réelle » ou l'économie « au sens large » (Hendricks, 2009, p. 1; Whitehead, 2010, p. 13; Pooran, 2012, p. 124; De Brandt et Hartmann, 2000, p. 11). Bref, si l'on voulait fixer une définition aux fins de cet article, nous pourrions définir le risque systémique comme le risque d'une contagion financière ayant de larges effets sur l'économie réelle.

Malgré une certaine confusion dans la définition même de l'approche, ce nouvel accent mis sur la réglementation macroprudentielle, ou sur la gestion des risques systémiques, s'est matérialisée par la création, en 2010, du Comité européen du risque systémique, responsable de la « surveillance macroprudentielle » du système financier européen (CERS, 2013). Aux États-Unis, la Loi Dodd-Frank de 2010 mandatait la Réserve fédérale de superviser les institutions financières systématiquement importantes (IFSI) sous le conseil d'un nouveau Financial Stability Oversight Council (FSOC), considéré comme la « pièce maîtresse » de la réforme financière de Barack Obama (Whitehead, 2010, p. 6; BGFERS, 2011, p. 24-25). Du côté

² Toutes les traductions sont de l'auteur.

de la Grande-Bretagne, en 2012, le Financial Policy Committee est créé au sein de la Banque d'Angleterre, avec pour objectif premier d'« identifier, de surveiller, et de prendre des mesures pour supprimer ou diminuer les risques systémiques³ » (Bank of England, 2013).

Bref, il semble, à première vue, que le changement soit important. À tout le moins, la nouvelle approche fait consensus et a même mené à la création de nouvelles institutions, mais comment qualifier ce changement?

■ LE CHANGEMENT DANS LES POLITIQUES PUBLIQUES

Par défaut, tous les auteurs en analyse des politiques publiques s'intéressent autant aux changements majeurs qu'aux changements incrémentaux qui s'inscrivent davantage dans la continuité (Cairney, 2012, p. 17). Par exemple, Pierson (2000, p. 252), même s'il insiste sur la dépendance au sentier envisage naturellement des « changements de sentier ». À l'inverse, Kingdon (1995, p. 173-175), même s'il s'affaire à déterminer les conditions du changement, considère aussi la possibilité d'une stagnation en l'absence d'une « fenêtre d'opportunité ». Et, quand Lindblom traite de changement incrémental, sous l'impulsion d'un pluralisme décisionnel, il évoque aussi des changements importants mus par un mode de décision « synoptique » (Lindblom, 1979, p. 517).

Évidemment, la caractérisation du changement (grand ou petit) est souvent empreinte de normativité. Un changement incrémental pourrait représenter un grand changement pour qui ne l'a pas prévu ou désiré. Streeck et Thelen (2005, p. 8) font d'ailleurs grand cas d'un certain « biais conservateur » dans les théories existantes en analyse des politiques publiques, qui assimileraient changement incrémental à un type de changement « reproductif, adaptatif et mineur ».

Hall (1993) est l'un des seuls auteurs à proposer une typologie permettant d'évaluer efficacement l'ampleur d'un changement dans les politiques publiques. S'inspirant de la théorie de Kuhn (1983) sur le développement scientifique, Hall propose trois ordres de changement, dont deux (de premier et de second ordre) qui s'apparentent à un développement « normal » de politiques. Ces deux ordres de changement réfèrent à des modifications dans le *calibrage* des outils de politiques et dans les outils eux-mêmes, sans toutefois que la hiérarchie des *objectifs* de la politique ne change. Autrement dit, ils représentent des changements « routiniers » et incrémentaux qui sont souvent le fait de l'administration publique,

³ Au Canada, deux comités, déjà existants, rassemblent périodiquement les régulateurs nationaux afin d'évaluer la stabilité du système financier : le Comité de surveillance des institutions financières (CSIF), chapeauté par le Bureau du superintendant aux institutions financières, vise à « faciliter la consultation » entre les organismes de réglementation nationaux et l'échange d'information; le Comité consultatif supérieur (CCS), sous l'égide du ministère des Finances, agit de son côté comme « forum de discussion sur des politiques financières, en incluant la supervision macroprudentielle et la stabilité financière. » (Financial Stability Board, 2012, p. 10-11) Les activités de ces comités sont cependant gardées secrètes. Le Bureau du vérificateur général du Canada (BVGC, 2010, p. 14) rapportait néanmoins que « le CSIF discutait, dans le cadre de ses réunions, de questions émergentes, comme la gestion du risque d'illiquidité, les règles comptables et les questions transfrontalières. Les questions relatives au cadre législatif et réglementaire, comme les limites de la réglementation, la protection des consommateurs et la stabilité, étaient notamment à l'ordre du jour des réunions du CCS. » (BVGC, 2010, p. 18-19) Cela dit, le renvoi de 2011 à la Cour suprême relatif à la création d'une commission unique des valeurs mobilières accordait au gouvernement fédéral la responsabilité de la « gestion du risque systémique et de la collecte de données ». Pour Ford et Gill (2012, p. 145), la décision de la Cour est une « invitation à créer un organe de régulation du risque systémique ».

des fonctionnaires et des experts. Un troisième ordre de changement, un changement de paradigme, s'opère chez Hall après l'apparition d'« anomalies ». Pour Hall, un paradigme est un ensemble d'idées qui sont tenues pour acquises; c'est un « cadre interprétatif » muni d'une terminologie particulière qui détermine autant les objectifs d'une politique que les outils utilisés pour remplir ces objectifs. Notons qu'à l'inverse, les deux premiers ordres de changement ne mènent pas nécessairement à un changement de paradigme (Hall, 1993, p. 279-283).

L'approche de Hall n'est pas parfaite. Il est par exemple difficile de cerner la mécanique par laquelle un changement abstrait de paradigme à un niveau élevé peut percoler vers les autres niveaux. De plus, il y a matière à se demander si un simple changement notable dans les outils n'est pas au final plus porteur qu'un changement de paradigme – peu ou pas clairement défini – qui ne provoque pas de changement important dans les outils (Kay, 2011; voir aussi Hassenteufel, 2008, p. 227). Cela dit, le modèle de Hall continue d'être attrayant, notamment en raison de la manière dont il permet de qualifier le changement en fonction de critères relativement précis. Nous allons donc l'utiliser pour commencer notre analyse du tournant macroprudentiel dans les politiques de réglementations financières.

■ LE RECALIBRAGE DES OUTILS

Le premier ordre de changement chez Hall réfère au recalibrage des outils. Le principal outil à avoir été recalibré à la suite de la crise, ce sont les accords de Bâle, dont la dernière mouture (Bâle II) n'avait été appliquée que succinctement dans certains pays, à l'exclusion notable des États-Unis. Les Accords fixent le niveau de fonds propres – capital-actions, dividendes non redistribués, réserves, etc. – qu'une banque doit détenir pour être considérée comme financièrement stable.

Bâle III prévoit, entre autres, une hausse des ratios de fonds propres et un changement dans la pondération de chacun des actifs qui composent ces fonds. Le ratio minimum reste le même, soit 8 %, mais il est additionné d'un « coussin » (*buffer*) qui sera exigé à partir de 2016, à hauteur de 0,625 %, pour atteindre 2,5 % en 2019. La composition du ratio minimal est cependant améliorée puisque le nouvel accord fait passer la proportion de capital tiers 1 – de meilleure qualité, en majorité composé de capital-actions – de 4 % à 6 % dès 2015 (BCBS, 2014).

Le nouvel accord de Bâle prévoit aussi l'instauration d'un ratio de liquidités à court terme à partir du 1^{er} janvier 2015 à hauteur de 60 %. Il assure le maintien d'un ratio minimum entre les actifs liquides de haute qualité et les sorties nettes de trésorerie d'une institution, sur une période de 30 jours. Il augmentera annuellement par tranches de 10 points de pourcentage pour atteindre 100 % en 2019 (BIS, 2013, p. 5).

Finalement, l'accord prévoit aussi l'instauration d'un surplus de capital pour les IFSI de 1 à 2,5 %. Au Canada, les 5 plus grandes banques seront soumises, à partir de 2016, à une surcharge de 1 % (OSFI, 2013). Aux États-Unis, la surcharge n'est pas encore mise en place mais devrait l'être en 2014 (Polk, 2014). Bâle III prévoit aussi l'instauration d'un ratio de levier fixé temporairement (aux fins de discussion et d'analyse) à 3 %. Il s'agit du ratio entre le capital tiers 1 et l'exposition totale de la banque à la fin d'une période de trois mois (BCBS, 2013).

■ DE NOUVEAUX OUTILS

Le deuxième ordre de changement chez Hall est l'apparition de nouveaux outils de politique. Comme nous l'avons vu, de nouvelles institutions ont été créées pour surveiller le système financier et mettre en place des mesures pour diminuer le risque systémique. L'Europe a son Comité européen du risque systémique, crée en même temps que trois autorités européennes en matière d'assurance, de valeurs mobilières et de banques. Le Comité est présidé par le président de la Banque centrale européenne et est assisté d'un comité scientifique et d'un comité technique. Aux États-Unis, le FSOC a aussi été créé pour surveiller le développement de risques systémiques. Il est présidé par le secrétaire au Trésor et est composé de tous les directeurs et directrices d'agences de réglementation aux États-Unis. Il est assisté d'une nouvelle entité de recherche, l'Office of Financial Research (OFR). La composante scientifique de ces institutions n'est évidemment pas un hasard puisque le tournant macroprudentiel implique l'adoption d'un nouveau mode de gouvernance financière qui oblige les régulateurs à rester alertes et à envisager périodiquement, par la simulation, des crises de diverses natures (Power, 2009 et 2011). Grâce à différents outils, ils espèrent pouvoir éviter une autre crise.

Surveiller le développement des risques systémiques implique avant tout le développement, sous une forme ou une autre, d'un « système d'alerte précoce » (*early warning system*) qui, une fois alimenté par des données adéquates, pourrait aider à prévoir et à prévenir les crises (Allen et Gale, 2007, p. 373). Peu après 2008, le G-20 en a appelé à l'élaboration d'un tel système (Rose et Spiegel, 2011). Aux États-Unis, c'est l'OFR qui est chargé de la collecte, de l'analyse des données et du développement d'« outils de mesure » du risque systémique (BGFERS, 2011, p. 24; Karmel, 2010, p. 839). Or, le tout premier document de travail publié par l'OFR fait la recension de plus d'une trentaine de manières de calculer le risque systémique et, après avoir examiné tous les modèles existants, les auteurs concluent que le risque systémique n'est pas encore « totalement compris » et qu'il est difficile de le mesurer (Bisias et autres, 2012, p. 1). C'est d'ailleurs le constat de plusieurs autres auteurs (De Brandt et Hartmann, 2000, p. 5; Haldane, 2009, p. 21; Borio, 2009, p. 36; IMF, 2010, p. 6; Hansen, 2013). C'est pourquoi plusieurs en appellent au développement de nouvelles banques de données plus fiables pour « nourrir » ces modèles (Jones, 2010; IMF, 2010, p. 10; Nazareth, 2010, p. 845). Gorton (2012, p. 211) croit même qu'ultimement l'OFR, qui a le pouvoir d'assigner les banques et autres institutions afin d'accéder à des informations sur leurs positions et leurs transactions, pourrait permettre la création d'une « nouvelle macroéconomie » (Gorton, 2012, p. 211; Haldane, 2009, p. 24).

L'approche macroprudentielle prévoit aussi l'imposition périodique de « test de stress » aux institutions financières. Ces tests sont obligatoires aux États-Unis en vertu de la Loi Dodd-Frank. En 2013, 18 institutions ont été testées pour un scénario de « récession profonde aux États-Unis, en Europe et au Japon, une baisse importante des prix des actifs, une hausse de la prime de risque et un ralentissement marquée des pays asiatiques en développement ». Le test évaluait la position en capital de chacune des institutions sur un horizon de 9 trimestres. Les résultats sont publics et accessibles sur le site web de la Réserve fédérale (BGFERS, 2013, p. 1-2).

La nouvelle exigence pour les banques de fournir annuellement des « testaments de vie » (*living will*) est aussi directement liée à cette nécessité d'envisager tous les scénarios possibles. Depuis le passage de la Loi Dodd-Frank, toutes les banques américaines détenant des actifs supérieurs à 50 milliards de dollars doivent, chaque année, soumettre une feuille de

route pour leur possible démantèlement à la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) et à la Réserve fédérale. Ces documents peuvent parfois atteindre un millier de pages et sont divisés en une section publique et une autre confidentielle. La partie publique peut aussi être consultée en ligne sur le site web de la Réserve fédérale (BGFRS, 2014).

Le nouveau mécanisme de « règlement ordonné » des faillites bancaires est un autre nouvel outil à la disposition des régulateurs pour tenter de prévenir les crises systémiques. Ce nouveau mécanisme permet essentiellement à la FDIC d'emprunter automatiquement, auprès du Trésor américain, 10 % de la valeur des actifs d'une institution pour favoriser une poursuite de ses activités financières et éviter que des créanciers voient leurs fonds gelés durant des mois ou des années. La FDIC peut ultimement, avec l'accord du Trésor, emprunter jusqu'à 100 % de la valeur de la société mise en tutelle. Il permet aussi à la FDIC de payer un créancier davantage que ce que l'ordre de priorité usuel aurait permis dans le cas d'une procédure de faillite « ordinaire ». Cette dernière mesure permettrait au régulateur d'envoyer un signal positif aux marchés dans le but de maintenir certaines opérations ou un accès à certains marchés jugés nécessaires au règlement ordonné. Cela dit, si jamais le coût de la liquidation en venait à excéder la valeur de l'entreprise, la FDIC a le pouvoir de collecter une taxe auprès des autres institutions financières. Finalement, le nouveau régime prévoit que la FDIC peut exiger le départ de la direction de la banque concernée. L'idée générale de ce mécanisme est d'envoyer un message ambigu aux institutions quant à la possibilité ou non d'être sauvées, et de réduire les risques que les difficultés d'une banque contaminent les autres (Pellerin et Walter, 2012, p. 16-19).

■ DES CRITIQUES

Avant de statuer sur la nature du changement, il convient de faire état ici des critiques faites à l'endroit de cette nouvelle approche macroprudentielle et de ses différentes composantes.

Admati et Hellwig (2013, p. 179) sont les critiques les plus acerbes des nouveaux ratios de capitaux propres mis en place par les accords de Bâle III. Pour eux, les nouvelles mesures ne sont que de la poudre aux yeux puisque les ratios de quelque 10 % ne seraient pas suffisants, pas plus que le ratio de levier envisagé de 3 %. Ils auraient préféré des ratios de 20 à 30 % (voir aussi Benes et Kumhof, 2012). Quant au nouveau mécanisme de résolution des banques, Pellerin et Walter (2012, p. 19) considèrent que la possibilité que les créanciers reçoivent davantage que d'ordinaire dans le cas d'une telle procédure, diminue leur incitatif à surveiller assidûment les institutions auxquelles ils prêtent. Johnson (2012) critique pour sa part les testaments fournis par les institutions financières en soulignant qu'elles n'incluent pas une explication sur la manière dont le démantèlement de leurs opérations pourra s'effectuer dans des juridictions multiples.

Quant à la création du FSOC aux États-Unis, Karmel (2010, p. 838) doute que la « balkanisation » du système réglementaire américain, fortement critiquée par une majorité d'experts, ait été améliorée par la création d'un tel organisme. Pooran (2012, p. 127) voit aussi le « point faible » de ce nouveau cadre institutionnel dans la continuation de la « fragmentation réglementaire » au niveau de la réglementation microprudentielle⁴. Scott (2010, p. 728) s'interroge pour sa part sur les intérêts divergents des régulateurs bancaires et non bancaires qui pour-

⁴ Sur les problèmes liés à la concurrence et aux luttes de territoire entre les régulateurs, voir Bair (2012, p. 67, 99, 172 et 219). La FCIC (2011, p. 13) fait aussi état de cette concurrence. Sur les problèmes liés au *dual system* américain, voir Agarwal et autres (2012) ainsi que Butler et Macey (1988). Pour un contrepoint, voir Donelson et Zaring (2011).

raient paralyser le Conseil. Pour certains, la création même d'un organisme comme le FSOC officialiserait une politique de sauvetage et inciterait les banques non pas à devenir plus prudentes, mais à devenir plus importantes (Glavan et Anghel, 2013; Baker, 2010, p. 655).

Si les auteurs critiquent des mesures particulières, il s'en trouve aussi pour remettre en question le fondement même de l'approche macroprudentielle, soit l'existence même du risque systémique. D'aucuns se demandent en effet si le risque systémique est lié à un véritable phénomène de contagion ou s'il n'est pas plutôt lié à une forme de mimétisme dans le secteur financier. Par exemple, Kaufman et Scott (2003) discutent du risque systémique comme d'une abstraction. Ils concluent qu'aucune faillite bancaire durant les années trente aux États-Unis n'était due à une pure contagion. Ces banques étaient plutôt insolvables en raison de leur exposition à des risques similaires ou simplement parce qu'elles étaient vulnérables à un choc régionalisé (Kaufman et Scott, 2003, p. 378-380). Haldane (2009, p. 19) suggère aussi que le problème du système financier en est un d'homogénéité : « *At the height of the credit boom, financial imitation appears to have turned near cloning. [...] Finance became a monoculture. In consequence, the financial system became, like plants, animals and oceans before it, less disease-resistant.* » (voir aussi Haldane et May, 2011; May, Levin et Sugihara, 2011) Le risque systémique apparaîtrait donc lorsque les institutions adoptent le même modèle d'affaires. Ce risque de mimétisme est, selon Coffee (2010), le risque « le moins compris et le plus dangereux. »

Ceux qui redoutent la manière de gérer le risque systémique dans le futur ont par ailleurs de quoi nourrir leurs craintes. En effet, même si la littérature économique est toujours à la recherche d'une définition commune du risque systémique, les régulateurs financiers américains ont, depuis quelques années, trouvé une définition plus « pragmatique » du phénomène. Le terme a en effet été inclus dans la Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act de 1991. L'« exception du risque systémique » permet ainsi à la FDIC, dans « certaines circonstances extraordinaires », de passer outre la méthode la moins coûteuse de règlement d'une banque pour éviter que la faillite n'ait de « sérieux effets défavorables sur les conditions économiques ou la stabilité financière » (Gruenberg, 2007). Le recours à cette exception requiert l'accord de la Réserve fédérale, du secrétaire du Trésor, et celui du président (Shull, 2012, p. 3).

L'exception a été invoquée pour la première fois en 2008 lors de la vente, finalement avortée, de la banque Wachovia à Citigroup. Or, à cette occasion, les raisons données par le Trésor américain pour invoquer la fameuse exception n'étaient pas exclusivement liées à un risque de contagion, mais aussi aux répercussions que la faillite pourrait avoir sur les fonds communs de placement (GAO, 2010, p. 14). Sheila Bair (2012), alors présidente de la FDIC, est très critique de l'usage qui a été fait de cette exception, souvent sous la pression du Trésor, à cinq occasions entre 2008 et 2009 (voir GAO 2010) :

Granted, we were dealing with an emergency and we had to act quickly. And the actions did stave off a broader financial crisis. But the unfairness of it and the lack of hard analysis showing the necessity of it trouble me this day. The mere fact that a bunch of large financial institutions are going to lose money does not a systemic event makes. (Bair, 2012, p. 120)

En 2010, le GAO s'inquiétait aussi que la « discipline de marché » ait peut-être été affaiblie par l'utilisation, durant la crise, de l'« exception du risque systémique » (GAO, 2010, p. 28).

■ UN CHANGEMENT DE PARADIGME?

Même si d'aucuns considèrent certaines mesures comme inadéquates, peut-on tout de même dire que nous assistons à un changement de paradigme? Certes, comme nous l'avons vu, le recalibrage des outils et l'apparition de nouveaux outils de politique ne sont pas, chez Hall, synonymes d'un changement de troisième ordre ou d'un changement de paradigme. Or, un tel changement se manifeste, entre autres, par l'apparition de nouveaux outils ou le recalibrage des outils existants. Aussi peut-on au minimum soupçonner qu'un changement de paradigme s'est réellement produit. Baker (2013) est d'avis que nous avons bel et bien assisté à un *gestalt flip* qui s'apparente à un changement de troisième ordre chez Hall, mais il affirme néanmoins que l'approche macroprudentielle n'est pas encore devenue un paradigme puisque de nouveaux outils ne sont pas encore en place. Notre analyse montre pourtant que ces outils sont bien en place, même s'il reste à les tester.

De plus, il semble clair que ce paradigme macroprudentiel a provoqué un changement dans la hiérarchie des objectifs des politiques de réglementation. Il s'agit maintenant de prévenir les crises, alors qu'auparavant la « doctrine Greenspan » privilégiait simplement une réponse à une crise par la baisse des taux d'intérêt (Greenspan, 2002). Les régulateurs s'interdisaient de tenter de « crever » une bulle ou de légiférer pour restreindre certaines activités financières, ayant confiance en la discipline de marché. Aujourd'hui, on souhaite contrer la « procyclicité » des systèmes financiers; l'accent est mis sur la prévention par une surveillance accrue et sur un renforcement continu de la résilience des marchés financiers (Banque de France, 2013, p. 4).

Bref, parce qu'il représente un changement dans les objectifs de la réglementation et parce qu'il a mené à un recalibrage des outils de politiques ainsi qu'à la création de nouveaux outils, le tournant macroprudentiel peut être qualifié de changement de paradigme, tel que conçu par Hall (1993). Cela dit, le lecteur sceptique appréciera peut-être mieux la démonstration si l'on mesurait ce changement à l'aune d'un autre cadre théorique influent en analyse des politiques publiques, celui de Lindblom (1959, 1979).

■ LA TENTATION SYNOPTIQUE

Contrairement à Peter Hall, qui s'intéresse au changement dans les politiques publiques, Charles Lindblom offre avant tout une théorie de la prise de décision qui, par extension, vient expliquer le changement dans lesdites politiques. L'incrémentalisme de Lindblom réfère en effet avant tout à un mode de prise de décision naturellement utilisé par l'administration (et celui que Lindblom préfère) avant de référer au changement qui résulte du procédé. Celui-ci est basé sur plusieurs principes, dont la rationalité limitée, la considération d'alternatives familières et une préoccupation pour les maux auxquels il faut remédier plutôt que sur des objectifs généraux plus ou moins théoriques (Lindblom, 1979, p. 517).

Or, le principal changement apporté par la nouvelle réglementation macroprudentielle se situe justement dans la manière dont on envisage, à l'avenir, de prendre des décisions. En effet, les nouvelles ambitions des réglementations financières sur le risque systémique sont telles qu'elles évoquent la tentation « synoptique » que Lindblom opposait au mode incrémental de prise de décision. En effet, l'inverse de l'incrémentalisme chez Lindblom n'est pas un grand changement, mais plutôt un changement orchestré scientifiquement. La réglementation macroprudentielle tend manifestement vers ce mode synoptique puisqu'elle est avant tout un changement d'échelle vers la gestion de risques de plus en plus complexes.

Cette gestion de risques plus complexes se veut aussi plus informée et « complète ». L'approche macroprudentielle cherche précisément à exclure le mode de gestion par essai et erreur et permet à ses promoteurs d'envisager sérieusement de pouvoir éviter une répétition de l'expérience de 2008, comme l'épigraphe de cet article le montre clairement. En fait, il y aurait probablement matière à penser que l'infrastructure de gestion des risques systémiques se rapproche de plus en plus d'une « organisation à haute fiabilité » qui tentera d'éviter les catastrophes (financières) à tout prix (Laporte et Consodolini, 1991).

Certes, on pourra douter, comme l'aurait probablement fait Lindblom, de la faisabilité de l'entreprise. Comment par exemple arrivera-t-on à prédire le risque systémique alors qu'une bulle, par ailleurs relativement évidente, sur le marché immobilier américain, n'a pu être identifiée (Bisias, 2012, p. 11; Blinder, 2013, p. 27-47; Silver, 2012, p. 29; Wachtel, 2013). On le sait aussi, l'innovation financière transforme les banques et autres fonds spéculatifs en « cibles mouvantes » et les crises peuvent avoir des sources différentes, difficiles à prévoir (Carpenter, 2010, p. 825; Claessens et autres, 2010, p. 20; Gentzoglani, 2010, p. 453; Hanson et autres, 2010, p. 18). En fait, la croyance en notre capacité de prédire les risques systémiques et de gérer des systèmes complexes pourrait bien s'avérer une nouvelle manifestation de ce que Tetlock (2005, p. 39) appelait la « confortable illusion de la prédictibilité ». Beck (1992, p. 29) avait aussi probablement vu juste quand il décrivait l'émergence d'une « société du risque » où « la rationalité scientifique prétend être en mesure d'étudier objectivement la dangerosité d'un risque d'une manière permanente » (Beck, 1992, p. 29).

■ CONCLUSION

Le tournant macroprudentiel est donc un changement profond qu'il faut néanmoins peaufiner. Il s'agit notamment de faire durer l'état d'alerte des régulateurs (Power, 2011) car, si beaucoup d'efforts ont été mis pour mettre au point des outils pour augmenter la résilience du système financier, il reste maintenant à mettre autant d'efforts à organiser durablement cette résilience. C'est là un défi que l'administration publique devrait être en mesure de relever.

■ BIBLIOGRAPHIE

- Adbusters (2011). « Occupy Wall Street », 13 juillet, p. 20.
- Admati, A. et M. Hellwig (2013). *The Banker's New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton et Oxford, Princeton University Press.
- Allen, F. et D. Gale (2007). « Systemic Risk and Regulation », dans M. Carey et R. M. Stulz (dir.), *The Risks of Financial Institutions*, Chicago, University of Chicago Press.
- Bair, S. (2012). *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from itself*, New York, Free Press.
- Baker, A. (2013). « The New Political Economy of the Macro prudential Ideational Shift », *New Political Economy*. vol. 28, no 1, p. 112-139.
- Bank for International Settlements (BIS) (2013). *Report to G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors on monitoring implementation of Basel III regulatory reform*, <http://www.bis.org/publ/bcbs249.htm> (page consultée en mai 2014).
- Bank of England (2013). *The Bank's Financial Stability Role*, <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/default.aspx> (page consultée le 27 mars 2013).
- Banque de France (2013). « Stabilité financière et politique macroprudentielle », *Focus*, n° 9.
- Barofsky, N. (2012). *Bailout: An Inside Account of How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street*, New York, Free Press.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2013). *Revised Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements – Consultative document*, <https://www.bis.org/publ/bcbs251.pdf> (page consultée en février 2014).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2014). *Basel III phase-in arrangements*, https://www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements.pdf (page consultée en février 2014).
- Beck, U. (1986). *Risk Society: Towards a New Modernity*, traduction de M. Ritter, Los Angeles, Sage.
- Benes J. et M. Kumhof (2012). « The Chicago Plan Revisited », *IMF Working Paper*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf> (page consultée en mai 2014).
- Bernanke, B. S. (2013). *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton et Oxford, Princeton University Press.
- Besley, T. et P. Hennessy (2009). *Letter to Her Majesty the Queen*, <http://www.britac.ac.uk/news/newsrelease-economy.cfm> (page consultée en février 2014).
- Bhidé, A. (2010). *A Call for Judgment: Sensible Finance for a Dynamic Economy*, Oxford, Oxford University Press.
- Bisias, D. et autres (2012). « A Survey of Systemic Risk Analytics », *Working Paper*, Office of Financial Research.
- Blinder, A. S. (2013). *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response and the Work Ahead*, New York, The Penguin Press.
- Board of Governors Federal Reserve System (BGFERS) (2011). *98th Annual Report*, Washington.

- Board of Governors of the Federal Reserve System (BGFRS) (2013). *Dodd-Frank Act Stress Test 2013: Supervisory Stress Test Methodology and Results*, Washington.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (BGFRS) (2014). « Resolution Plans », <http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/resolution-plans.htm> (page consultée en février 2014).
- Borio, C. (2009). « Implementing the macro prudential approach to financial regulation and supervision », *Financial Stability Review*, n° 13, Paris, Banque de France.
- Bureau du vérificateur général du Canada (BVG) (2010). « Chapitre 5 : La réglementation et la surveillance des grandes banques », dans *Rapport de la vérificatrice générale à la Chambre des communes*, Ottawa, Bureau du vérificateur général du Canada.
- Cairney, P. (2012). *Understanding Public Policy: Theories and Issues*, New York, Palgrave Macmillan.
- Carpenter, D. (2010). « Institutional Strangulation: Bureaucratic Politics and Financial Reform in the Obama Administration », *Perspectives on Politics*, vol. 8, n° 3, p. 825-846.
- Chinn, M. D. et J. A. Frieden (2011). *Lost Decades: The Making of America's Debt Crisis and the Long Recovery*, New York and London, W.W. Norton & Company.
- Claessens, S. et autres (2010). « Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis », *IMF Working Paper*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf> (page consultée en mai 2014).
- Coffee, J. C. Jr. (2010). « The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to Be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated », *Cornell Law Review*, vol. 97, n° 5, p. 1020-1078.
- Coffee, J. C. Jr. (2011). « Systemic risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight », *Columbia Law Review*, vol. 111, n° 4, <http://columbiaalawreview.org/systemic-risk-after-dodd-frank/> (page consultée en mai 2014).
- Comité européen du risque systémique (CERS) (2013). *Mandat, objectifs et missions*, <http://www.esrb.europa.eu/about/tasks/html/index.fr.html> (page consultée en mars 2013).
- De Brandt, O. et P. Hartmann (2000). « Systemic Risk: A Survey », *Working Paper n° 35*, European Central Bank.
- De Grauwe, P. (2009). « The Crisis as a Paradigm Shift », dans A. Hemerijck et autres (dir.), *Aftershocks: economic crisis and institutional choice*, Amsterdam University Press.
- De Larosière Group (2009). *High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report*, Bruxelles, Commission européenne.
- Government Printing Office (2010), *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010)*, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111hr4173enr/pdf/BILLS-111hr4173enr.pdf> (page consultée en mars 2013).
- Ferguson, C. (2012). *Predator Nation: Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America*, New York, Crown Business.
- Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*, New York, Public Affairs.
- Fox, J. (2009). *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, New York, Harper Business.
- Frank, T. (2012). *Pity th Billionaire: The Hard-Time Swindle and Unlikely Comeback of the Right*, New York, Metropolitan Books.

- G20 (2009). *Leaders' Statement – London Summit*, 2 avril, http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf (page consultée en février 2014).
- Gentzoglani, A. (2010). « Risk and regulatory reforms in the securities industry: A need for a paradigm shift? », *International Journal of Financial Markets and Derivatives*, vol. 1, n° 4, p. 452-469.
- Glavan, B. et F. Anghel (2013). « We Are Not Macroprudentialists: A Skeptical View of Prudential Regulation to Deal with Systemic Externalities », *The Independent Review*, vol. 17, n° 3.
- Gorton, G. B. (2012). *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming*, Oxford, Oxford University Press.
- Government Accountability Office (GAO) (2010). « Regulator's Use of Systemic Risk Exception Raises Moral Hazard Concerns and Opportunities Exist to Clarify the Provision », April.
- Greenspan, A. (2002). « Economic Volatility », Federal Reserve Bank of Kansas City, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020830/> (page consultée en février 2014).
- Greenspan, A. (2013). *The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting*, New York, The Penguin Press.
- Gruenberg, M. J. (2007). « The FDIC's Approach to Large Bank Resolution Implementation Issues », <http://www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2007/chairman/spmay0307.html> (page consultée en décembre 2012).
- Haldane, A. (2009). « Rethinking the Financial Network », <http://www.bis.org/review/r090505e.pdf?frames=0> (page consultée le 24 février 2014).
- Haldane, A. G. et R. M. May (2011). « Systemic Risk in Banking Ecosystems », *Nature*, no 469.
- Hall, P. A. (1993). « Policy Paradigms, Social Learning, and the State: The Case of Economic Policymaking in Britain », *Comparative Politics*, vol. 25, n° 3, p. 275-296.
- Hansen, L. P. (2013). « Challenges in Identifying and Measuring Systemic Risk », *NBER Working Paper* <http://www.nber.org/chapters/c12507.pdf> (page consultée en mai 2014).
- Hanson, S. G., A. K. Kashyap et J. C. Stein (2011). « A Macroprudential Approach to Financial Regulation », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n° 1, p. 3-28.
- Hassenteufel, P. (2008). *Sociologie politique : l'action publique*, Collection U, Paris, Armand Colin.
- Hendricks, D. (2009). « Defining Systemic Risk », Pew Financial Reform Project, *Briefing Paper n° 1*.
- International Monetary Fund (IMF) (2010). « Systemic risk and the redesign of financial regulation », dans *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, p. 63-90.
- International Monetary Fund (IMF) (2012). « The Reform Agenda: An Interim Report on Progress Toward a Safer Financial System », *Global Financial Stability Report*, p. 75-140.
- Johnson, S. (2012). « Bank's Living Wills Don't Defuse Systemic Risk », Bloomberg.
- Jones, C. (2010). « Preventing system failure », *Central Banking*, no 21, p. 69-75.
- Karmel, R. S. (2010). « The Controversy Over Systemic Risk Regulation », *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 35, n° 3, p. 823-843.

- Kaufman, G. G. et K. E. Scott (2003). « What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It », *The Independent Review*, n° 7, p. 371-391.
- Kay, A. (2011). « UK Monetary Policy Change during the Financial Crisis; Paradigms, Spillovers, and Goal Co-ordination », *Journal of Public Policy*, vol. 31, n° 2, p. 143-161.
- Kingdon, John W. (1995). *Agendas, alternatives and public policies*. 2^e édition, New York, Harper Collins.
- Krosner, R. et R. J. Shiller (2011). *Reforming U.S. Financial Markets : Reflections Before and Beyond Dodd-Frank*, Cambridge, The MIT Press.
- Kuhn, T. (1983). *La structure des révolutions scientifiques*, traduction de L. Meyer, Paris, Flammarion.
- Laporte, T. R et P. M. Consolini (1991). « Working in Practice but Not in Theory: Theoretical Challenges of 'High-reliability Organizations' », *Journal of Public Administration Research and Theory*, vol. 1, n° 1, p. 19-48.
- Levine, R. (2012). « The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from Recent Crisis », *International Review of Finance*, vol. 12, n° 1, p. 39-56.
- Lindblom, C. E. (1959). « The Science of 'Muddling Trough' », *Public Administration Review*, vol. 19, n° 2, p. 79-88.
- Lindblom, C. E. (1979). « Still Mudding, Not Yet Through », *Public Administration Review*, vol. 39, n° 6, p. 517-526.
- Marazzi, C. (2011). *The Violence of Financial Capitalism*, traduction de K. Lebedeva and J.F. Mc Gimsey, Semiotext(E) Intervention Series, Cambridge, The MIT Press.
- Mayntz, R. (dir.) (2012). *Crisis and Control. Institutional Change in Financial Market Regulation*, Frankfurt, Campus Verlag.
- May, R. M., S. A. Levin et G. Sugihara (2008). « Ecology for Bankers », *Nature*, Février, p. 893-895.
- Nazareth, A. L. (2010). « Reflections on systemic risk regulation in response to Karmel's paper », *Brooklyn Journal of International Law*, 35, n° 3, p. 845-850.
- Pellerin, S. R. et J. R. Walter (2012). « Orderly Liquidation Authority as an Alternative to Bankruptcy », *Economic Quarterly*, vol. 98, n° 1, p. 1-31.
- Pierson, P. (2000). « Increasing Returns, Path Dependence, and the Study of Politics », *The American Political Science Review*, vol. 94, n° 2, p. 251-267.
- Polk, D. (2014). « Governor Tarullo Outlines Federal Reserve's Prudential Regulatory Priorities for 2014 », Capital and Prudential Standard Blog, <http://blog.usbasel3.com/governor-tarullo-outlines-federal-reserves-prudential-regulatory-priorities-for-2014/> (page consultée en février 2014).
- Pooran, P. N. (2012). « Systemic risk and financial markets: three years on », *Law and Financial Markets Review*, vol. 6, n° 2, p. 123-129.
- Posner, R. A. (2010). *The Crisis of Capitalist Democracy*, Cambridge, Harvard University Press.
- Power, M. (2009). « The Risk Management of Nothing », *Accounting, Organizations and Society*, n° 34, p. 849-855.
- Power, M. (2011). « Preparing for Financial Surprise », *Journal of Contingencies and Crisis Management*, vol. 19, n° 1, p. 28-31.

- Quiggin, J. (2010). *Zombie Economics: How Dead Ideas Still Walk Among Us*, Princeton et Oxford, Princeton University Press.
- Rose, A. K. et M. M. Spiegel (2011). « Cross-Country Causes and Consequences of the Crisis: An update », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*.
- Schwarcz, S. L. (2008). « Systemic Risk », *The Georgetown Law Journal*, no 97, p. 193-249.
- Scott, H. S. (2010). « The Reduction of Systemic Risk in the United States Financial System », *Harvard Journal of Law and Public Policy*, vol. 33, n° 2, p. 671-734.
- Shull, B. (2012). « Too Big to fail: Motives, countermeasures, and the Dodd-Frank response », *Working Paper n° 709*, Levy Economics Institute.
- Silver, N. (2012). *The Signal and the Noise: Why So Many Predictions Fail – But Some Don't*, New York, The Penguin Press.
- Soros, G. (2009). *The Crash of 2008 and What it Means: The New Paradigm for Financial Markets*. New York, Public Affairs.
- Squam Lake Working Group on Financial Regulation (SLWGFR) (2009). « A Systemic Regulator for Financial Markets », *Council on Foreign Relations Working Paper*.
- Streeck, W. et K. Thelen (2005). *Beyond Continuity: Institutional Change in Advanced Political Economies*, Oxford, Oxford University Press.
- Tetlock, P. E. (2005). *Expert Political Judgment: How Good Is It? How Can We Know?*, Princeton, Princeton University Press.
- Wachtel, P. (2013). « Is Macro Prudential Regulation Possible? », *Symposium Global Banking, Financial Stability and Post-Crisis Policy Changes*, Maastricht University.
- Whitehead, C. K. (2010). « Reframing Financial Regulation », *Boston University Law Review*, vol. 90, n° 1, p. 1-50.