

Quelles leçons tirer de la grande crise financière de notre temps ?

La récurrence des crises financières constitue un des enseignements marquants de l'histoire économique. Ces crises se ressemblent sous certains aspects : surendettement généralisé, panique provoquée par la dévaluation brutale d'actifs financiers, etc. Dès lors, en quoi consiste la spécificité de la crise que nous subissons depuis 2007 ? Dans ce numéro de Regards économiques, nous analysons les étapes principales de la crise, des premiers signes de panique sur le marché hypothécaire nord-américain jusqu'à la crise économique actuelle au sein de la zone euro. Nous essayons ensuite d'en dégager des leçons, tant en ce qui concerne la gestion bancaire que la réglementation prudentielle et la politique économique.

Ronald Anderson¹

Nous pouvons fixer avec précision la date du début la grande crise financière. Après une longue période de hausse, le marché immobilier nord-américain s'est retourné de manière significative durant la seconde moitié de l'année 2006. Aussitôt, des signes de vive tension dans le secteur financier sont apparus. Dans un premier temps, ces problèmes sont restés circonscrits aux acteurs du marché hypothécaire nord-américain. Ce n'est que durant l'été 2007, avec l'apparition de certains dysfonctionnements dans plusieurs secteurs financiers, que les dirigeants bancaires commencèrent à s'inquiéter. Ceci constitue le début de la crise qui a envahi progressivement tous les circuits financiers à l'échelle du monde.

Un des dysfonctionnements apparu durant l'été 2007 est le passage de deux banques allemandes, la IKB-Bank² et la Sachsen-Landesbank³, sous des seuils de solvabilité suite à des pertes dans des investissements titrisés⁴. Lorsque l'effondrement est survenu, les raisons de celui-ci étaient obscures. On évoquait la possibilité que ces investissements cachaient des prêts non-conventionnels, dits «subprime», en provenance du marché nord-américain.

¹ L'auteur tient à remercier Dr. Malcolm Knight pour l'utilisation du graphique 1, les participants au Forum de politique économique (9 décembre 2011, IRES-UCL, Louvain-la-Neuve) pour leurs commentaires, ainsi que Paul Belleflamme, Vincent Bodart, Jean-François Carpentier, Muriel Dejemeppe et Jean-Pierre Lemaître pour leur aide dans la préparation du texte.

² La IKB Deutsche Industriebank est l'une des principales banques allemandes de prêt aux petites et moyennes entreprises.

³ La Sachsen-Landesbank était une banque d'épargne active dans l'état de la Saxe en Allemagne.

⁴ Par la titrisation, un portefeuille composé d'actifs peu liquides (c'est-à-dire qui ne sont pas, ou pas facilement, vendables) est placé dans une structure légale spécialement établie qui en fait l'acquisition en se finançant par l'émission de titres standardisés qui sont généralement plus liquides.

Un autre dysfonctionnement est apparu dans le courant de la semaine du 6 août 2007 : plusieurs fonds d'investissements dits « hedge funds »⁵ pratiquant des stratégies long-short⁶ neutralisant le risque de marché (stratégies dites « bêta neutre »⁷) sur le marché d'actions nord-américain, ont alors essuyé des pertes énormes. Les pertes encourues ne concernaient que les fonds quantitatifs et non l'ensemble des hedge funds. Ces fonds ont fait d'énormes pertes en une semaine alors que de l'avis de la plupart des observateurs il y avait très peu de mouvement sur le marché. Ceci était difficile à comprendre pour les intéressés. La seule explication qui semblait raisonnable sur base d'une enquête du Congrès en septembre 2007 était que les courtiers (des grandes banques internationales) de ces hedge funds ont exigé un relèvement des marges de sécurité.⁸ Les hedge funds ont ainsi été contraints de réduire leur portefeuille d'actifs en vendant les positions dites « longues » et en rachetant les positions dites « courtes », ce qui a donné lieu à des ajustements substantiels des prix relatifs des actifs figurant dans leur portefeuille. Les prix sur leurs positions longues initiales ont chuté alors que les prix sur leurs positions courtes ont augmenté. L'un compensant l'autre, ces variations n'étaient pas observables sur les principaux indices boursiers.

Ces perturbations, dans deux secteurs bien distincts du système financier, n'annoncent pas encore le début de la crise, telle que nous la connaissons. Survient un troisième dysfonctionnement : la perturbation sur le marché interbancaire. Celle-ci révèle que les problèmes du marché hypothécaire nord-américain se sont répandus au système financier dans sa globalité. Un indicateur de la santé du marché interbancaire est constitué par l'écart entre le taux des prêts interbancaires au jour-le-jour et le taux *overnight index swap*. Ce dernier est le taux de prêts avec garantie. Le graphique 1 présente cet écart dans sa version en dollars US (*libor-OIS*) et dans sa version en euros (*euribor-OIS*). Avant l'été 2007, ces écarts se maintiennent autour de 5 points de base (0,05 %). Mais en août 2007, ils atteignent des niveaux jamais connus auparavant, 1 % pour le *libor-OIS* et 0,7 % pour l'*euribor-OIS*. Ce fait témoigne d'une brèche dans les fondations même du système bancaire international. En effet, toutes les grandes banques commencent à douter de la solidité de leurs partenaires habituels. L'évolution de ces deux indicateurs révèle que la crise a sans doute connu son apogée en septembre et octobre 2008, avec la banqueroute de Lehman, le programme de sauvetage de l'assurance AIG⁹ et la chute de 22 % en une semaine du Dow-Jones. Depuis août 2007, le marché interbancaire ne connaît plus de période de calme véritable. Les discussions autour du dysfonctionnement de la zone euro¹⁰ indiquent que le réseau interbancaire reste terriblement fragile.

⁵ C'est-à-dire des fonds d'investissement qui sont autorisés à utiliser une large gamme de stratégies y compris des investissements en produits dérivés.

⁶ Une stratégie long-short consiste à combiner au sein d'un même portefeuille l'achat d'une action sous-évaluée (position dite « longue ») et la vente à découvert d'une action surévaluée (position dite « courte »).

⁷ Dans la gestion du portefeuille, le bêta représente la sensibilité de la valeur du portefeuille aux changements de l'indice de la bourse. Un portefeuille choisi par une stratégie « bêta neutre » a un bêta nul. Un exemple d'une telle stratégie est l'achat d'actions qu'on considère sous évaluées par le marché et la vente en même temps d'actions qu'on considère sur évaluées par le marché. Par cette stratégie, les moins-values (plus-values) encourues sur un segment par rapport à l'indice de marché sont compensées par les plus-values (moins-values) réalisées par rapport à l'indice de marché sur l'autre segment. Cette stratégie insensibilise le portefeuille aux variations de l'indice de marché.

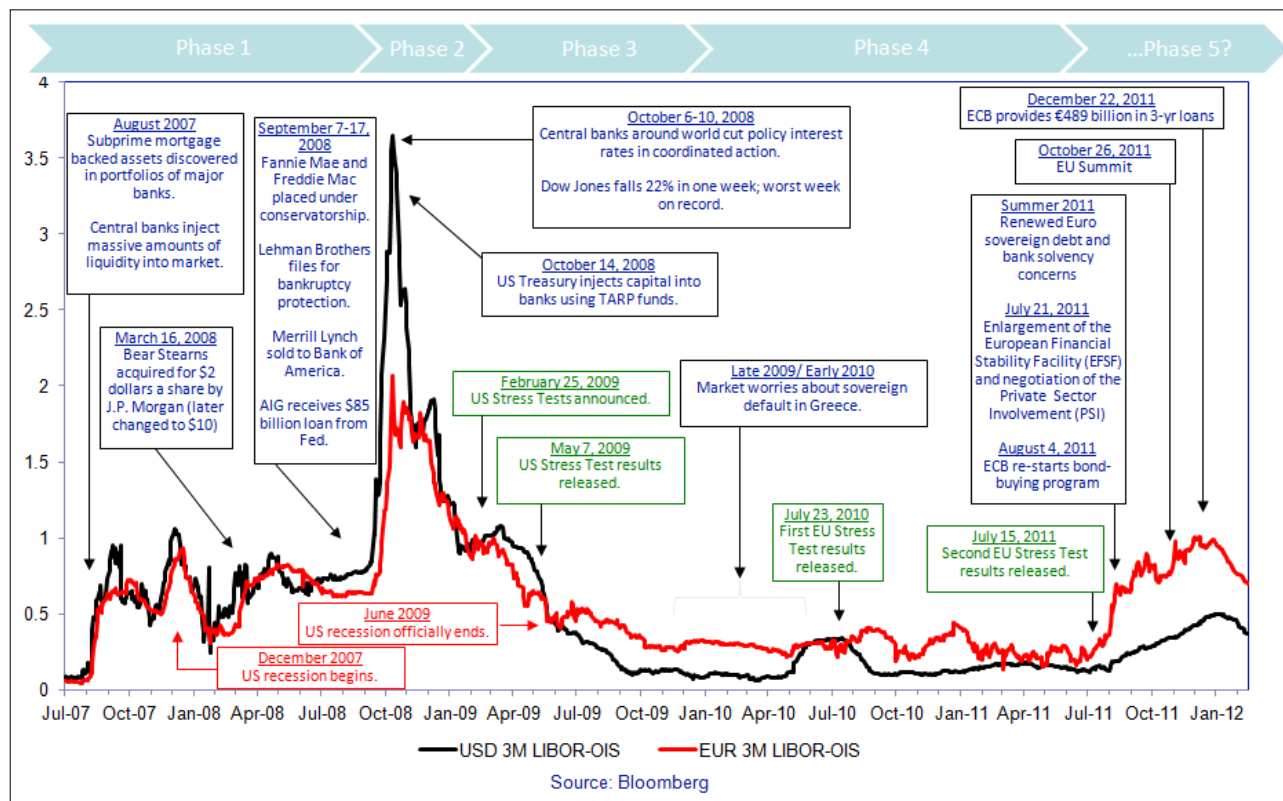
⁸ La banque ne prête aux hedge funds que si le fond obéit aux règles de prudence imposées par la banque. Supposons qu'une banque impose une marge de sécurité de 10 %. Dans ce cas, pour un investissement de 100€, la banque prête au hedge fund 90€ et le hedge fund doit verser 10€ sur ses fonds propres. Le levier correspondant est de 10:1. Si la marge de sécurité passe à 20 %, le levier devient 5:1. Pour les mêmes fonds propres de 10€, la banque n'accepte plus que de prêter 40€ au fond. Par conséquent, celui-ci doit vendre pour 50€ d'actifs.

⁹ L'assurance *American International Group* est un des plus grands groupes d'assurance du monde.

¹⁰ En particulier, la dépendance des banques à l'approvisionnement en fonds liquides par la Banque centrale européenne.

Graphique 1. Ecart entre le taux des prêts d'un jour et le taux «overnight index swap», Libor OIS, USD et EUR

Source :Malcolm Knight, Deutsche Bank



Avant de poursuivre la discussion sur l'évolution de la crise, épinglons ce que j'estime être une des leçons majeures de la crise et qui est évidente dès 2007.

Leçon 1. L'économie globalisée est soutenue par une finance elle-même globalisée. La santé du secteur bancaire européen est liée à celle des banques nord-américaines. Plus généralement, la santé de l'ensemble des banques au niveau mondial est profondément liée à l'ensemble du système financier. En particulier, les liens entre les banques et ce que l'on peut appeler le système bancaire parallèle sont très nombreux. Par système bancaire parallèle, on entend l'ensemble des compagnies d'assurances, les fonds de pension, les fonds d'investissement, les assureurs spécialisés – dits «monoline» - sans compter les agences de notation. Les acteurs du système bancaire parallèle canalisent l'épargne et accomplissent l'intermédiation des fonds au profit de projets d'investissement risqués, et ce, partout dans le monde. Jusqu'à présent, ce système parallèle fonctionne, dans son ensemble, sans réglementation systématique. Il ne dispose pas du filet de sécurité dont dispose normalement le système bancaire (garantie des dépôts, accès aux facilités de liquidité fournies par la banque centrale qui est le «prêteur en dernier ressort»).

Le système bancaire parallèle reste donc, en général, dans l'ombre. Pour cette raison, on le nomme souvent le «*shadow banking sector*». Mais l'enquête du Congrès américain sur l'opération de sauvetage d'AIG, pour le montant de 180 milliards de \$, a permis d'explicitier son fonctionnement. Selon une étude de la banque fédérale de New York, fin 2006, le montant des crédits passant par le système parallèle était de 20.000 milliards de \$, soit presque le double du montant passant par le secteur bancaire réglementé qui s'élevait quant à lui à 11.000 milliards de \$. Depuis le

début de la crise, la part du système parallèle a diminué. Elle reste cependant très importante. En 2010, elle était de 16.000 milliards de \$ contre 13.000 milliards de \$ pour le secteur réglementé.

On pourrait disserter longuement sur le futur de la réglementation du secteur financier. Mais revenons à la description du déroulement de la crise financière.

Dans le courant de 2007 puis en 2008, le marché obligataire dépérit. La crise s'aggrave et se généralise. La manifestation de ce processus est le nombre élevé et croissant d'actifs subissant une réduction de «rating» par les grandes agences de notation, Moody's, S&P et Fitch. Une grande partie des actifs déclassés est constituée de titres jusqu'alors classés AAA, soit considérés comme quasi sans risque. Au total, en 2007 et 2008, 36.346 actifs, dont un tiers notés AAA, subissent une réduction de classement par Moody's.¹¹ Cette décote amène de nombreuses institutions financières dans une situation d'insolvabilité : Bear Stearns¹² en mars 2008, Fannie Mae, Freddie Mac¹³ puis finalement, en septembre 2008, Lehman. Mais l'aspect remarquable de ce processus est que les actifs en question sont encore considérés comme très peu risqués par les investisseurs qui les ont achetés, par les banquiers qui les ont émis et par les autorités qui surveillent les marchés sur lesquels ils s'échangent. À l'instar des banques allemandes IKB-Bank et Sachsen-Landesbank, les opérateurs croient encore avoir investi dans du papier «sans risques». A l'instar des hedge funds (quantitatifs) qui, en août 2007, pensent devoir poursuivre des stratégies «beta neutres», les observateurs s'étonnent de la rapidité et de la gravité des décotes. Certains commentateurs de l'époque prétendent alors qu'il s'agit d'une tempête totale, c'est-à-dire de la conjonction de nombreux mouvements extrêmes et aléatoires. Cette hypothèse me semble peu vraisemblable. Au contraire, je pense que cela a été la manifestation d'un phénomène systémique. Celui-ci nous conduit à tirer une deuxième leçon de la crise.

Leçon 2. Les techniques de couverture de risque ou de diversification n'amènent pas à l'élimination des risques. Au contraire, elles amènent souvent à la concentration du risque par des facteurs systématiques et systémiques, c'est-à-dire des risques cumulés par un processus de contagion qui apparaissent rarement mais dont l'ampleur est énorme quand ils se présentent.¹⁴

En temps normal, l'investissement dans l'achat d'une action ou l'accord d'un crédit peut comporter un grand risque résultant de l'irruption de nouvelles informations concernant la rentabilité de la société émettrice ou d'informations nouvelles concernant la solvabilité du débiteur. Mais la théorie financière est un terrain fertile pour le développement de stratégies de réduction de ce genre de risques. Par exemple, dans une stratégie bêta neutre déjà citée, l'investisseur est protégé contre des fluctuations du marché en «temps normal». Le problème survient lorsque le marché ne suit plus une logique «normale» mais donne lieu à des mouvements rares et extrêmes (les fameux cygnes noirs). Ceux-ci ne sont en effet vraisemblablement pas observés sur la période historique de validation et donc pas pris en compte dans la stratégie. C'est notamment le cas des stratégies de neutralisation des risques de marché comme celle décrite plus haut dite «bêta neutre» où la

¹¹ Benmelech et Dlugosz (2009), "The Credit Rating Crisis", NBER Working Paper No. 15045.

¹² Bear Stearns était une des plus grandes banques d'investissement, d'échange de valeur mobilière et agent de change.

¹³ Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) et Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) sont deux institutions fondées à l'initiative du gouvernement fédéral américain dans le but de faciliter le fonctionnement du marché hypothécaire.

¹⁴ Un risque systématique concerne la dépendance de la valeur d'un actif aux mouvements du marché en général, représentés par exemple par l'indice de la bourse. Le bêta mesure la sensibilité aux petits mouvements de la bourse. Ici nous parlons de la sensibilité aux mouvements *extrêmes*. Ceux-ci peuvent résulter de phénomènes en cascades (dits effets de domino) se transmettant dans l'ensemble du système financier, c'est-à-dire les risques *systémiques*.

neutralisation cesse d'être effective dans certaines circonstances particulières et rares. C'est le cas quand les acteurs se précipitent pour liquider leurs positions. Les expériences en octobre 1987¹⁵, et de la faillite du fonds «Long Term Capital Management», en 1998¹⁶ ont sensibilisé beaucoup d'acteurs aux risques de cette nature. Les opérateurs ont dès lors adapté leurs stratégies, par exemple, en gérant mieux les risques par l'achat d'«options put». ¹⁷ L'expérience de 2007-2008 a aussi révélé qu'un très grand nombre d'investisseurs étaient exposés à ce type de risque sans le savoir. Les investisseurs présents dans les tranches seniors des crédits titrisés¹⁸ ont acheté des produits qui s'avéraient, en dépit d'une apparence de placement de bon père de famille, exposés au risque d'un repli généralisé du marché. Ces risques systémiques ont échappé aux analyses des agences de notation. Ces dernières ont calibré leurs modèles, notamment le coefficient de corrélation entre les risques de défaut de paiement sur la base d'une période calme, sans crise majeure, quand le marché hypothécaire était en hausse.

Ce type de problèmes est d'abord apparu sur le marché nord-américain. Dans le courant de 2007 et 2008, ils sont devenus généraux. Ils ont donné lieu à de nombreuses opérations de sauvetage d'institutions considérées par les autorités nationales comme trop importantes pour tomber en faillite : «Northern Rock» et «HBOS» au Royaume-Uni; «Fortis» et «Dexia» au Benelux; «Hypo Real Estate» et «Commerzbank» en Allemagne ainsi que de nombreuses autres institutions en Autriche, au Danemark, en Grèce et en Irlande. Point n'est besoin de prolonger douloureusement cette liste. Cependant, il est utile de signaler deux opérations de sauvetage qui nous suggèrent une troisième leçon, le cas d'UBS¹⁹ en Suisse et celui des banques islandaises. En 2008, face aux pertes importantes d'UBS dans le marché des «subprime», les autorités suisses ont participé à la recapitalisation de la banque par l'achat de dettes convertibles²⁰, en cas de risques d'insolvabilité. Malgré les recettes fiscales relativement élevées en Suisse, le coût de l'opération a été très lourd pour ce pays. Si la deuxième grande banque suisse «Le Crédit Suisse» avait été dans la même situation qu'UBS, le coût eût été insupportable pour le trésor helvétique.

L'accident islandais a été encore plus grave. L'actif du système bancaire islandais s'élevait à sept fois le PIB de ce pays en 2007. Le problème était trop grand pour être réglé uniquement par des moyens nationaux. La taille des banques était telle qu'elles n'étaient plus «*too-big-to-fail*» mais qu'elles étaient devenues «*too-big-to-save*».

Leçon 3. Dans le système de libres flux des capitaux et de l'économie globalisée, une crise touchant l'ensemble du secteur bancaire national peut dépasser la capacité nationale à la recapitalisation du système bancaire.

Le graphique 2, tiré du rapport de la Commission Indépendante d'Investigation du Système Bancaire au Royaume-Uni, montre clairement que ce phénomène est

¹⁵ La bourse américaine a perdu plus de 30 % de valeur en trois jours d'octobre 1987. Après cet épisode, l'enquête gouvernementale (la «Commission Brady») a identifié, parmi les causes de cette débâcle, la stratégie de couverture dynamique appelée à l'époque «l'assurance de portefeuille».

¹⁶ Long Term Capital Management était un fonds d'investissements géré par un ensemble de partenaires de grande réputation (y compris deux prix Nobel en sciences économiques) qui a subi de grandes pertes en 1998 quand ces stratégies de couverture ont mal tourné.

¹⁷ Une option put est un produit dérivé donnant le droit à son détenteur de vendre le sous-jacent (une action par exemple) à un moment postérieur à l'achat de l'option mais à un prix déterminé au moment de l'achat de l'option (le prix d'exercice). L'option put permet de tirer profit d'une baisse du cours du sous-jacent.

¹⁸ Dans la hiérarchie établie contractuellement dans la structure d'une titrisation, les titres seniors subissent les pertes éventuelles dans l'actif détenu par la structure seulement si les pertes totales dépassent le montant des titres «junior» dans la structure.

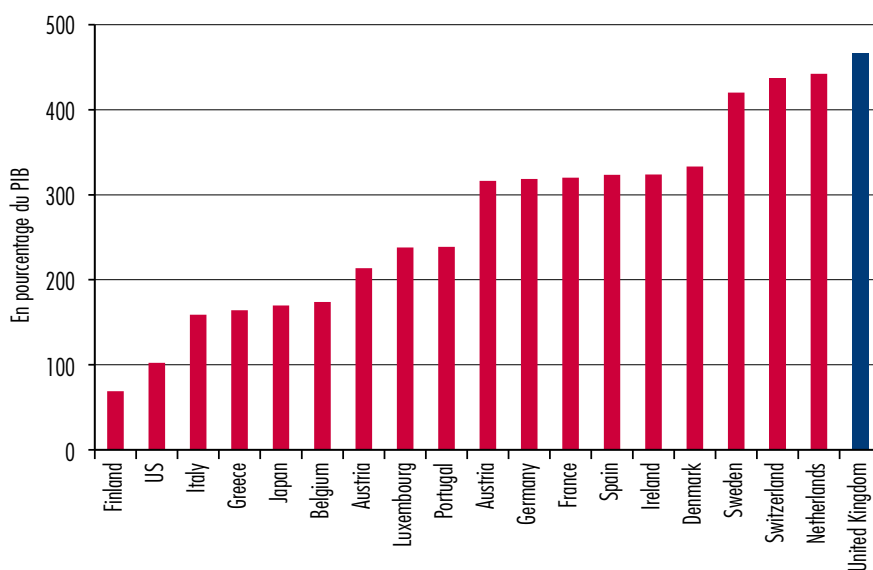
¹⁹ L'Union des Banques Suisses est l'une des deux très grandes banques suisses; l'autre est le Crédit Suisse.

²⁰ C'est-à-dire des obligations donnant le droit au détenteur de les convertir en actions de l'entreprise.

très répandu dans les pays ouverts aux échanges internationaux et qui ont un PIB très élevé.

Graphique 2. Pourcentage des actifs bancaires en proportion du PIB en 2009

Source: UK Independent Commission on Banking.



Le problème de la capacité nationale à la recapitalisation du système bancaire touche en particulier les pays de la zone euro. C'est dans ce contexte qu'apparaissent clairement les limites d'un système fondé sur le principe de la réglementation nationale, alors même que le système bancaire doit faire face aux risques systémiques internationaux. Face à l'insolvabilité des banques, les autorités peuvent adopter une stratégie qui minimise l'impact fiscal pour leur propre pays. Une telle stratégie conduit à une vente d'actifs précipitée, à des prix sacrifiés («fire sales»), ce qui expose d'autres agents économiques détenteurs de tels actifs à devoir à leur tour enregistrer des pertes sans pouvoir bénéficier des fonds nationaux de garantie de dépôts. Ce faisant, ils déplacent les problèmes ailleurs, notamment vers des banques de pays partenaires. C'est ainsi un problème de contagion de risques. Les pertes à l'origine du problème, élevées à l'échelle nationale, peuvent être relativement plus réduites pour le système pris dans son ensemble. Actuellement, le problème est que la contagion des risques dépasse les frontières et est difficile à gérer faute d'un système de prêteur en dernier ressort au niveau international. Les institutions européennes de coordination de la réglementation bancaire sont nouvelles. Elles ne sont dotées que de pouvoirs limités. L'Union européenne a tenté de s'extirper de ces difficultés en faisant intervenir la Banque centrale européenne (BCE). Pour fournir des liquidités, la BCE a acheté des dettes de pays de la zone euro. Cette stratégie était très risquée et elle a clairement dépassé le mandat de la BCE. Une opération de recapitalisation d'un système bancaire ne fonctionne correctement qu'avec la participation du trésor. Or, au niveau européen, l'intégration fiscale est minime. Jean-Claude Trichet a plaidé pour que l'intégration monétaire en Europe, fondée sur l'euro, puisse reposer sur le renforcement de l'intégration fiscale. Ce message est très difficile à faire passer aux électeurs nationaux concernés par l'euro. Il a fallu attendre un stade de gravité critique avant que le milieu politique ait le courage d'affronter ce problème de face. Les solutions proposées par le passé n'ont pas été crédibles, ce qui explique l'échec du sommet européen du 26 octobre 2011.²¹ Les

²¹ Le sommet du 26 octobre 2011 a proposé une recapitalisation des banques de la zone euro pour un montant de 100 milliards €, le renforcement du fonds européen de stabilisation et la réduction «volontaire» de 50 % de la dette grecque. Ce programme n'a pas calmé le marché et les taux d'intérêts sur la dette des pays dits périphériques de la zone euro ont continué à grimper.

derniers développements donnent peut-être plus de l'espoir. Du moins le problème est-il cerné !²²

Nous ne sommes pas sortis de la crise. Je ne puis prétendre que j'aie une vision claire de la façon dont nous en sortirons. Les scénarios possibles sont nombreux et font autant de tristes que d'heureux. Je voudrais plutôt terminer ces remarques avec une dernière leçon à tirer de l'histoire récente.

Leçon 4. Le risque systémique est souvent le produit de décisions décentralisées d'acteurs individuels qui cherchent à réduire les risques qui les affectent directement. Dans cette dynamique de libre marché, c'est souvent la politique économique de l'État qui, en conduisant les actions du secteur privé à converger sans s'en rendre compte, est susceptible de renforcer le risque systémique.

Voilà un des arguments que *Raghuram G. Rajan* propose dans «*Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*» (Princeton University Press, 2011). R. Rajan traite de l'origine de la surchauffe sur le marché immobilier nord-américain. Pour cet auteur, cette surchauffe n'est pas uniquement la conséquence des actions des banques spécialisées qui se sont mises à accorder des crédits à des débiteurs à revenus réduits, voire inexistantes. Il montre aussi que le comportement de l'ensemble des acteurs du secteur a été, dans les faits, coordonné par une politique fédérale visant à faciliter l'achat d'habitation par une plus large proportion de la population. Cela a amené «Freddie Mac» et «Fannie Mae» à élargir leurs mandats, à étendre la liste de prêts susceptibles d'être titrisés, à inciter les agences de notation à adapter leurs modèles d'évaluation des risques de défaut de paiement aux nouvelles catégories de prêts pour lesquelles on ne disposait pas de données historiques, avec les conséquences que l'on connaît.

Il y a d'autres exemples où la politique économique a amené les acteurs à une coordination implicite de leurs actions, avec pour conséquence d'avoir indirectement augmenté le risque systémique. Je pense en particulier à l'accord de Bâle, renforcé en 2004, dans sa seconde version.²³ Or Bâle 2 cherche à assurer la stabilité financière par un système de capital minimal basé sur une évaluation des risques dans chacun des actifs, à partir de méthodes souvent sophistiquées mais toujours basées sur les évolutions récentes des prix du marché. Donc quand les prix de l'immobilier étaient en hausse selon le Bâle 2, le risque d'un actif immobilier était minime. L'implication de ce système est de renforcer la tendance pro-cyclique naturelle des acteurs économiques.

Le deuxième exemple de la coordination implicite fourni indirectement par une politique économique est le système monétaire de l'euro. Je pense en particulier aux facilités de provisions de liquidités par la BCE notamment par la mise en pension de titres. Cette politique a mené les banques de la zone euro à concentrer leurs actifs dans des dettes nationales car elles pouvaient bénéficier de taux d'intérêts élevés tout en bénéficiant de l'accès aux liquidités de la BCE. Cette concentration de risques a joué un rôle très important dans la contagion de la crise des dettes souveraines que les autorités européennes tentent toujours de neutraliser.

²² Cet article date du 9 décembre 2011, ce qui coïncide avec la date du sommet européen où les pays européens, à l'exception du Royaume-Uni, se sont mis d'accord sur un pacte fiscal européen renforcé, l'étape importante sur le chemin vers une fin de la crise des dettes souveraines en zone euro.

²³ En 1988, un grand nombre de pays ont signé l'Accord de Bâle qui a établi les normes de réglementation prudentielle des banques et qui a été adopté par la plupart des pays. Une nouvelle version de cet accord a été adoptée en 2004. Elle introduit de nombreux changements dans les détails du calcul du montant du capital requis par les autorités.

Conclusion

La crise que nous vivons depuis 2007 nous révèle une dynamique de l'économie globalisée et représente un challenge pour les idées reçues chez les acteurs de la politique économique mais aussi pour le monde académique. Les risques créés dans une partie du monde peuvent être transmis et amplifiés partout par un système financier mondial où la partie soumise à une réglementation bancaire est souvent moins importante que le système parallèle qui par nature résiste à la réglementation. Les efforts des individus et même des grandes institutions à se protéger contre les risques sont impuissants devant une crise généralisée et, pire encore, sont susceptibles de renforcer la crise. Notre système de réglementation financière reste essentiellement national dans sa conception, mais la capacité d'un pays ne suffit pas pour faire face à une crise mondiale. Les leçons que nous avons dégagées dans cet article ont été reconnues à un certain degré au niveau international comme en atteste le programme des pays du G20 pour un nouveau système de réglementation macro-prudentielle. Mais la construction d'un tel système reste embryonnaire actuellement.

Ronald Anderson est professeur de finance à la London School of Economics et chercheur associé à l'IRES (UCL).

Ronald Anderson

<http://personal.lse.ac.uk/ANDERSOR/R.W.Anderson@lse.ac.uk>

Directeur de la publication :
Vincent Bodart

Rédactrice en chef :
Muriel Dejemepe

Comité de rédaction : *Paul Belleflamme, Vincent Bodart, Thierry Bréchet, Muriel Dejemepe, Frédéric Docquier, Jean Hindriks, Marthe Nyssens, William Pariente*

Secrétariat & logistique : *Anne Davister*
Graphiste : *Dominos*

Regards Économiques IRES-UCL

Place Montesquieu, 3
B1348 Louvain-la-Neuve

<http://www.uclouvain.be/en-regards-economiques>

regard-ires@uclouvain.be

tél. 010/47 34 26

ISSN 2033-3013