

ÉCOLE NATIONALE D'ADMINISTRATION PUBLIQUE

TEMPÊTE PARFAITE OU FRAGILITÉ PARFAITE ?

*UNE ANALYSE TROIS « I » DES POLITIQUES PUBLIQUES DANS LE DOMAINE BANCAIRE
AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS AVANT LA CRISE FINANCIÈRE DE 2007-2009*

TRAVAIL PRÉSENTÉ
À MONSIEUR STÉPHANE PAQUIN,
MONSIEUR JACQUES BOURGAULT,
MADAME MARIE-SOLEIL TREMBLAY,
MONSIEUR CHRISTIAN DEBLOCK ET
MONSIEUR IAN ROBERGE
ENP 9905 — THÈSE

PAR
CLAUDE DOSTIE JR

JUIN 2017

Pour Romain et pour mon père, qui ont ponctué cette aventure d'un grand bonheur et d'une tristesse profonde.

TABLE DES MATIERES

LISTE DES ACRONYMES	5
RÉSUMÉ DE LA THÈSE	6
INTRODUCTION	8
1. PROBLÉMATIQUE ET QUESTION DE RECHERCHE	15
UNE ANALYSE TROIS « I »	21
2. ÉTAT DES CONNAISSANCES	24
2.1 LA CRISE AMERICAINE	27
2.1.1 LE DESEQUILIBRE GLOBAL	28
2.1.2 LA FINANCIARISATION	30
2.1.3 LA GOURMANDISE (OU LA STUPIDITE) DES BANQUES	32
2.1.4 LA FAUTE DE L'ÉTAT	35
2.1.5 LE PROBLEME DES IDEES	36
2.1.6 DEUX THESES DOMINANTES	44
2.2 L'EXCEPTION CANADIENNE	54
2.3 LACUNES	63
3. CADRE CONCEPTUEL ET MÉTHODOLOGIE	74
3.1 À PROPOS DU LIEN ENTRE LES « TROIS I »	83
3.2 METHODOLOGIE	84
4. L'ABOLITION DU GLASS-STEAGALL ACT : LES IDÉES DE DÉRÉGLEMENTATION AU NORD ET AU SUD DE LA FRONTIÈRE	88
DEUX PROJETS DE LOI	92
<i>LA RÉGLEMENTATION ADAPTATIVE</i>	93
<i>LA DÉRÉGLEMENTATION COMPÉTITIVE</i>	95
<i>L'AUTRE DÉRÉGLEMENTATION COMPÉTITIVE</i>	98
UNE RÉRÉGLEMENTATION DIFFÉRENTE	99
CONCLUSION	104
5. PREVENTING REGULATORY CAPTURE IN BANKING SUPERVISION : A US-CANADA COMPARISON BEFORE THE FINANCIAL CRISIS OF 2007-2009	110
REGULATORY CAPTURE AND THE FINANCIAL CRISIS	112
THE BURDEN OF PROOF	113
BULWARKS AGAINST CAPTURE : A LIST	115
1) <i>INDEPENDENCE FROM POLITICS</i>	115
2) <i>REGULATORY DESIGN</i>	117
3) <i>RULEMAKING</i>	118
4) <i>SALARIES AND POST-EMPLOYMENT POLICIES</i>	119
OCC AND OSFI: A COMPARISON	120
REGULATORY CAPTURE : GOOD, BAD OR UGLY?	124

WORKS AND ARTICLES CITED	126
<u>6. LES INSTITUTIONS DE RÉGLEMENTATION BANCAIRES AUX SUD ET AU NORD DE LA FRONTIÈRE : UN RETOUR CRITIQUE SUR LA THÈSE DE L'EXCEPTION CANADIENNE</u>	133
LA THÈSE DE L'EXCEPTION CANADIENNE	134
<i>DE MEILLEURS RÉGULATEURS</i>	134
<i>UNE INDUSTRIE MIEUX STRUCTURÉE</i>	136
<i>LA STABILITÉ COMME PRODUIT HISTORIQUE</i>	137
LA THÈSE DE L'EXCEPTION CANADIENNE REVISITÉE	138
<i>DES RÉGULATEURS ORDINAIRES</i>	138
<i>L'OLIGOPOLE BANCAIRE CANADIEN</i>	142
<i>À PROPOS DE L'HISTOIRE</i>	144
CONCLUSION : LA CULTURE COMME SEUL REMPART ?	146
OUVRAGES CITES	148
<u>7. DÉFAILLANCE RÉGLEMENTAIRE OU FRAGILITÉ INTRINSÈQUE ?</u>	154
L'ELAGAGE	155
LA FRAGILITÉ FINANCIÈRE	169
LE CRÉDIT ET LES CRISES FINANCIÈRES	176
<u>CONCLUSION</u>	186
<u>BIBLIOGRAPHIE</u>	190

LISTE DES ACRONYMES

BSIF	BUREAU DU SURINTENDANT AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES
CFTC	COMMODITIES AND FUTURES TRADING COMMISSION
FCIC	FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION
FDIC	FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION
FISC	FINANCIAL INSTITUTIONS SUPERVISORY COMMITTEE
FSB	FINANCIAL STABILITY BOARD
FSOC	FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL
GAO	GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE
OCC	OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY
OTS	OFFICE OF THRIFT SUPERVISION
SEC	SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

RÉSUMÉ DE LA THÈSE

La crise financière américaine a naturellement mené à un foisonnement d'hypothèses sur ses causes. Ces hypothèses restent encore aujourd'hui souvent en manque d'un soutien empirique vraiment solide. L'hypothèse qui est souvent retenue est celle de la « tempête parfaite » qui avance que la crise serait le résultat d'une foule de facteurs qui auraient rendu plus ou moins inévitable la crise. De la même manière, on explique en général la bonne performance du Canada durant la crise par une série de facteurs qui, ensemble, serviraient à expliquer l'« exception canadienne ».

Même si la thèse de la tempête parfaite — ou son inverse pour le Canada, le calme plat — comprend toutes sortes de facteurs, ces facteurs renvoient implicitement à la thèse de la défaillance réglementaire ou, inversement, à une thèse sur la supériorité réglementaire canadienne. Autrement dit, on cherche à expliquer la crise américaine par des facteurs qui sont liés soit à une réglementation déficiente ou à une application déficiente de la réglementation et on tend à expliquer l'exception canadienne par des arguments sur une réglementation et une structure de réglementation prétendument supérieure.

Afin d'étudier la question, et d'élaguer quelque peu la thèse de la tempête parfaite et son opposé, nous procédons dans cette thèse à une analyse trois « i » des politiques publiques dans le domaine bancaire. Nous nous attardons tout d'abord aux idées de réglementation afin de voir si, tel que certains le prétendent, les régulateurs américains avaient des idées si différentes de leurs pairs au Nord quant à la manière de réglementer — ou déréglementer — le système bancaire. Nous évaluons ensuite le rôle potentiel des intérêts spéciaux dans l'application de la réglementation en regardant du côté de la perméabilité des régulateurs bancaires à la capture réglementaire, une autre cause avancée pour expliquer la crise américaine. Finalement, nous analysons les institutions de réglementation elles-mêmes, c'est-à-dire les règles, mais aussi la nature des organismes qui appliquent ces règles ainsi que l'industrie qui se voit, souvent, structurée par ces règles.

Ce travail révèle que la thèse de la défaillance réglementaire a beaucoup de faiblesses. Les idées avancées pour déréglementer le secteur financier étaient à peu près les mêmes au Canada et aux États-Unis, ce qui signifie que les régulateurs américains n'étaient pas nécessairement en proie à une idéologie ou à un quelconque « fondamentalisme de marché », comme le suggèrent Joseph Stiglitz (2010a) et beaucoup d'autres. Le principal régulateur bancaire américain n'est par ailleurs pas plus vulnérable — il l'est probablement moins en fait — au phénomène de capture réglementaire. Finalement, les différences réglementaires entre le Canada et les États-Unis ne sont pas aussi grandes que plusieurs auteurs l'ont prétendu.

Bref, il semble que la thèse de la tempête parfaite, en plus d'être une thèse fondamentalement insatisfaisante d'un point de vue scientifique, doive être élaguée sévèrement. Quelques-uns des principaux arguments la composant sont sérieusement mis à mal dans les trois articles de cette thèse. Par ailleurs, d'autres arguments qui ont été avancés sont aussi revus d'une manière exhaustive dans le dernier chapitre. Au final, il paraît clair que la crise peut s'expliquer plus plausiblement par une structure financière fondamentalement fragile que par n'importe quel autre argument sur un quelconque détail de réglementation. À l'inverse, il paraît clair que le Canada, plutôt que d'avoir une structure financière fondamentalement plus solide, a plutôt profité de facteurs impondérables (la culture des banquiers canadiens par exemple) sur lesquels il serait hasardeux de s'appuyer pour prévenir une prochaine crise. Plutôt que de chercher des détails réglementaires fatidiques, ou de s'en remettre à une thèse qui explique tout et rien, les autorités réglementaires seraient mieux avisées de parer à la fragilité inhérente du système bancaire en mettant en place des réformes structurelles qui viseraient à améliorer drastiquement la capitalisation des banques et à démocratiser le processus de création monétaire. Le pouvoir de création monétaire des banques découle de leur capacité à augmenter la masse monétaire par le crédit. Cette création, qui découle actuellement principalement du modèle d'affaire des banques (leur goût du risque, etc.), crée de l'instabilité, comme l'ont remarqué plusieurs analystes, dont Hyman Minsky (1986). La thèse propose en fin de compte de réorienter les politiques publiques vers une création davantage démocratique du crédit plutôt que vers un recalibrage des outils existants.

INTRODUCTION

There subsists a surfeit of books and articles dedicated to covering the crisis. Many people who rushed to read them in 2009-2010 have ended up feeling less informed than before they started. [...] The latter-day appeal of these crises books seems to have become limited to those who harbor a penchant for crunch porn. By 2012, it seems most people had begun to tune out most serious discussions, and flee the tsunami of *l'esprit de l'escalier*. (Mirowski, 2013, p. 9)

En 2008, le magazine Times publiait une liste de « 25 personnes à blâmer » pour la crise financière (Times, 2008). La liste incluait plusieurs responsables de politiques, comme Alan Greenspan, Hank Paulson, Bill Clinton, Georges W. Bush et même, Wen Jibao, le président de la banque centrale chinoise. Le palmarès incluait aussi de nombreux directeurs de banque, de même que... les « consommateurs américains »¹. Le manque de focalisation du magazine, à l'époque, peut évidemment être mis sur le compte de la précipitation et de la légèreté journalistique, mais ce qui frappe l'étudiant de la crise financière, c'est qu'une bonne partie de la littérature scientifique traitant de la crise de 2007-2009 souffre du même genre de symptôme : tout le monde est coupable, ou presque.

En effet, même si la crise financière a provoqué un déluge d'analyses, de chronologies, de pamphlets et souvent de propositions concomitantes de réforme du système financier, l'étudiant de la crise est étonnement en reste, après toutes ces années, quand vient le temps de statuer sur les leçons définitives à tirer de la secousse financière mondiale. Au plan théorique ou, disons, sur le plan de la certitude scientifique, il est particulièrement difficile de dégager de la vaste littérature produite — souvent en provenance de plusieurs champs d'études, ce qui n'est pas sans ajouter à la complexité — des conclusions sans faille. Dans cette volumineuse littérature, ce qui frappe c'est la grande quantité d'hypothèses qui sont proposées pour expliquer la crise : des hypothèses qui touchent autant aux idées des régulateurs, au rôle des banquiers ou des propriétaires trop « gourmands », à la réglementation déficiente, etc.

¹ Les autres « coupables » étaient : Jimmy Cayne, David Oddsson, Sandy Weil, Fred Goodwind, Burton Jablin, Lew Ranieri, Bernie Madoff, John Devaney, David Lereah, Stan O'Neil, Marion et Herb Sandler, Dick Fuld, Kathleen Corbet, Frank Raines, Ian McCarthy, Joe Cassano et Angelo Mozilo.

À la multiplication des hypothèses s'ajoutent une certaine répétition et, par extension, une certaine complaisance dans l'argumentation : des anecdotes sont reprises *ad nauseam* ; souvent, les mêmes exemples sont utilisés dans un fil narratif qui en vient à être toujours le même ; des accusations sont répétées sans fondement pour, au final, ne prouver que peu de choses. Même les études plus systématiques sur différents aspects de la crise ou sur l'entièreté de l'événement, comme le rapport de la *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC), nous laissent souvent avec davantage de questions que de réponses. Les analyses statistiques de certains peuvent certes nous informer sur des corrélations sans pour autant nous convaincre d'une causalité. De la même manière, les analyses plus normatives qui tentent de revisiter l'histoire menant à la crise, à la lumière de ce que nous savons maintenant, laissent le lecteur songeur sur l'utilité des conclusions ou des propositions de politiques ainsi produites. En fait, malheureusement, il semble que la production initiale sur la crise financière, autant journalistique que scientifique, ait essentiellement servi à entretenir certains « préjugés » sur les causes de la crise :

As the hasty pronouncements about the financial crisis that have been made by many journalists — and scholars — are challenged over time, specialists may come to repudiate what is today the received view. However, the received view has immediate and important consequences. The informed public's impressions of the crisis are based in part on journalists' and scholars' hasty pronouncements. These impressions have now hardened into convictions. Political movements of the right and the left are already acting upon dogmas about the crisis that have little or no basis in fact, and policy changes have been made on the basis of these dogmas. (Friedman et Krause 2011, p. 7)

Très lucide, Mirowski fait un constat d'un autre ordre en déplorant que la crise n'ait pas provoqué de remise en question de certains postulats de la science économique. Sa propre analyse est vouée, dit-il, « [...] to exploring the ways in which the crisis has not served as an exemplary instance of falsification of much of anything [...] » (Mirowski, 2013, p. 34) Autrement dit, la crise a souvent servi à cristalliser des « narratifs » spécifiques qui tendent à voir la crise soit comme l'échec de l'État ou comme l'échec du Marché. Elle a aussi produit un narratif puissant qui tend à mêler les deux dans une ce que nous appelons la thèse de la tempête parfaite.

En effet, et ce n'est rien pour aider, les constats les plus répandus sur les causes de la crise présentent souvent celle-ci comme le fruit soit d'une « tempête parfaite » — un accident, ou un

déluge qui se produit à chaque cent ans (Engelen *et al.*, 2011, p. 1-11) —, soit comme le résultat d'une défaillance réglementaire aux multiples facettes — une compétition trop grande entre les régulateurs, des idées fausses entretenues par ceux-ci, une application trop permissive de règles, elles-mêmes inadéquates, etc. Évidemment, la première hypothèse n'est pas très féconde puisque trop large et la deuxième n'a pas, pour l'instant et sauf exception, profité d'une attention rigoureuse. Aussi, malgré toute l'activité politique, scientifique ou journalistique qui a eu cours depuis le déclenchement de la crise en 2007, la crise financière reste encore aujourd'hui un phénomène difficile à expliquer avec précision. Pol (2012) nous le rappelait, et ce, 4 ans après la crise :

Scientific research on the banking crisis 2007–08 has answered many important questions according to generally accepted methodological standards. However, there remains at least one outstanding question that has not been answered with methodological accuracy: What caused the severe USA banking crisis 2007–08? (Pol 2012, p. 519)

Il va sans dire que notre compréhension limitée de ce qui s'est réellement produit, dans toute sa complexité, n'a d'égal que notre vulnérabilité face à une prochaine crise. Aussi, ces lacunes sur le plan de l'analyse et la manière évidente dont le débat sur les causes de la crise financière a été politisé et escamoté ont mené à des solutions pratiques qui sont moins le produit d'une analyse sérieuse que le fruit d'un compromis. Certes, l'empressement des acteurs politiques ne peut évidemment nous surprendre. Comme le disait Rahm Emmanuel, lorsqu'il était le chef de cabinet de Barack Obama, il ne faut jamais « gaspiller une crise » (voir Mirowski 2013, p. 320). La politique est ainsi faite que la précipitation est souvent nécessaire pour qu'une réforme, aussi imparfaite soit-elle, puisse être entérinée. Une crise peut aussi, évidemment, favoriser une rencontre des trois flux identifiés par Kingdon (1984). Des *solutions* (ou politiques publiques) qui étaient à la recherche d'un *problème* peuvent ainsi devenir des réponses très imparfaites aux questions posées par la crise, en raison du contexte politique. Aussi n'est-il pas étonnant qu'au moment où Barack Obama entre à la Maison-Blanche, alors que la crise produit encore, même aux États-Unis, ses derniers spasmes, un plan de réforme du système financier ait déjà été mijoté par l'administration Bush (Cunningham et Zaring, 2009). Un nouveau plan sera néanmoins rapidement concocté par les démocrates et la loi Dodd-Frank qui en découlera, après de nombreuses modifications par le Congrès, sera quant à elle entérinée avant même le dépôt du rapport, évoqué plus haut, de la commission d'enquête chargée de faire la lumière sur la crise.

Depuis le passage de cette réforme, les différentes agences n'en finissent plus d'écrire et de réécrire les différentes règles qui composeront cette nouvelle législation (voir DavisPolk, 2017), avec tout ce que cela implique de lobbying et de tractations de couloir (voir Krawiec 2013). Alors que toutes les règles découlant de Dodd-Frank ne sont même pas encore rédigées, le nouveau président, Donald Trump, envisage maintenant une nouvelle réforme des règles financières en fonction de certains « principes » et une « rationalisation » du cadre réglementaire américain (The White House, 2017 ; voir aussi The Economist, 2017).

Du point de vue de l'administration publique, en tant que science, le résultat ne peut qu'être critiquable. Les meilleures pratiques, les meilleures politiques publiques sont le produit objectif d'une démarche analytique et ne sauraient relever uniquement de l'« art du possible ». Certes, on s'objectera qu'un événement comme la crise financière de 2007-2009 peut plausiblement s'avérer si complexe qu'il est impossible, voire vain, de tenter de l'expliquer par un système de relations causales. Néanmoins, certaines questions plus ciblées méritent toutefois qu'on s'y attarde et une réponse, même partielle, à ces questions permettrait d'élaguer un peu le champ des hypothèses et d'y voir plus clair. La crise financière est un événement complexe, mais elle reste à être déconstruite pour être mieux comprise. Nous croyons qu'en tentant de répondre à des questions précises — naturellement soulevées par cette littérature abondante évoquée plus haut — nous pourrions amorcer cette déconstruction pour ensuite envisager de comprendre le phénomène à partir de prémisses plus solides. Certains se sont déjà attelés à la tâche et nous tentons, par cette thèse, de contribuer à l'effort.

Une de ces questions précises qui nous semblent promettre des réponses très porteuses pour le débat sur les causes de la crise financière est : pourquoi le Canada a-t-il évité la crise financière qui a fait vaciller tout le système financier de son voisin ? En effet, encore aujourd'hui, et malgré quelques rares articles sur le sujet, une analyse complète de la question reste à faire. L'économiste Nick Rowe répétait d'ailleurs l'évidence dernièrement, à savoir qu'on « on ne sait pas vraiment pourquoi le Canada a été si “chanceux” jusqu'ici. » (Rowe, 2015) Même si plusieurs auteurs vantent le système plus rigoureux de réglementation des banques au Canada, la preuve reste étonnamment évasive sur le sujet et le manque de documentation, problématique. Si des pistes sont déjà avancées et des conclusions peuvent déjà être tirées sur certains aspects, une

réponse définitive, argumentée et documentée adéquatement, n'a pas encore été apportée à cette question. Aussi, une analyse comme celle que nous proposons permettra de fouiller plus à fond la question tout en permettant, par une analyse comparative, de tester la thèse déjà évoquée de la défaillance réglementaire.

Autrement dit, nous soumettons que, par le biais d'une analyse comparée (États-Unis/Canada) des politiques publiques dans le domaine bancaire, nous allons pouvoir non seulement tester une hypothèse plus large sur la crise financière — celle de la défaillance réglementaire —, mais nous allons aussi pouvoir tirer certaines conclusions sur l'exception canadienne.

Pour ce faire, nous allons procéder à une comparaison en trois temps des politiques en matière bancaire dans chaque pays. Nous allons nous intéresser au rôle des idées, des intérêts et des institutions dans la mise au point et dans l'application de la réglementation bancaire. Avec un tel procédé, nous croyons être en mesure de tracer un portrait convaincant des réelles différences et similitudes entre le système canadien et américain de réglementation.

Plus précisément, nous allons premièrement tenter d'expliquer quelles idées ont motivé les transformations récentes dans les politiques bancaires de chaque pays. Plus particulièrement, nous allons nous attarder aux passages de deux mesures législatives similaires qui ont aboli la séparation entre les banques commerciales et les banques d'affaires ou les courtiers en valeurs mobilières (au Canada). Deuxièmement, nous allons étudier les deux organes de réglementation bancaire les plus importants dans chaque pays, soit l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) et le Bureau du surintendant aux institutions financières (BSIF) sous l'angle de la capture réglementaire. Nous allons en fait évaluer la perméabilité de chaque institution à la capture réglementaire par des intérêts dits spéciaux. Finalement, nous allons comparer les institutions de réglementation dans les deux pays en nous attardant autant aux institutions de réglementation, aux règles mises en place ainsi qu'à la structure de l'industrie réglementée. Notons que tous ces thèmes — la structure bancaire et réglementaire dans chaque pays ; l'influence des idées et la capture réglementaire — sont des arguments très répandus dans la littérature sur la crise financière. Ils représentent aussi trois aspects importants de ce que nous appelons l'hypothèse de la défaillance réglementaire que nous considérons comme une variante plus précise de la thèse de

la tempête parfaite.

En effet, comme nous le verrons, plusieurs ont pointé du doigt, pour expliquer la crise américaine, non seulement les règles particulières appliquées avant la crise, mais aussi la structure même de l'appareil réglementaire américain. On a aussi rapidement conclu que certaines idées, notamment celles d'économistes, avaient motivé un mouvement de déréglementation qui serait lui-même une explication de la crise de 2007-2009. Finalement, on a aussi largement adopté la thèse de capture réglementaire stipulant que les organismes de réglementation en étaient venus à défendre l'industrie qu'ils étaient censés réguler. Ce sont là des hypothèses ou des accusations très familières pour l'étudiant de la crise. Pourtant, elles n'ont pas été jusqu'ici traitées ou vérifiées d'une manière objective et rigoureuse. Elles n'ont par ailleurs jamais été traitées d'une manière groupée et sous un angle comparatif. C'est pourquoi notre analyse est originale.

L'analyse trois « i », que nous déclinons ici en trois articles, nous permettra, même en nous concentrant sur des aspects ciblés des politiques bancaires, de faire néanmoins un panorama complet des facteurs déterminants dans la bonne tenue du système financier canadien devant la secousse financière de 2008. D'un côté, notre approche en trois temps, dans trois articles, nous permettra de traiter de sujets qui ont leur propre cohérence et qui font appel, naturellement, à une littérature plus spécialisée. De l'autre, l'approche trois « i », par sa cohérence théorique, permet naturellement de relever tout au cours de l'analyse, comme à la fin, des liens entre les trois aspects traités. Par exemple, la perméabilité à la capture réglementaire, même d'un point de vue strictement administratif est fortement liée à la réflexion — soit les idées — menée dans le domaine de la déréglementation. On peut penser que des organes de réglementation captifs auront une opinion différente sur une mesure législative qu'ils seraient appelés à commenter que des entités jugées « neutres ». Qui plus est, la déréglementation a aussi longtemps été avancée comme une solution à la capture réglementaire. Les institutions quant à elles, sont naturellement le produit de certaines idées, que ce soit une culture de méfiance à l'égard des banques ou une confiance en leur capacité à s'autoréguler. Bref, il est indéniable que les trois éléments étudiés ici sont liés autant en pratique qu'en théorie.

L'objectif de cette thèse est de pouvoir d'un côté, à l'aide d'un procédé comparatif simple, voir qu'est-ce qui explique l'exception canadienne et de l'autre, de pouvoir aussi, encore grâce à une simple comparaison, contribuer à la littérature sur les causes de la crise financière américaine. Le processus se veut inductif et nous espérons que le portrait final pourra relever des faits méconnus jusqu'ici, tracer des liens encore non repérés entre les différentes facettes des politiques bancaires et mettre au jour des différences notables, mais aussi des similitudes entre les deux pays qui nous avaient jusque-là échappées.

1. PROBLÉMATIQUE ET QUESTION DE RECHERCHE

Dans cette section, nous soumettons notre question de recherche principale et les trois thèmes que nous allons explorer pour répondre à cette question. Mais avant, nous allons offrir un survol rapide de la littérature pertinente — sur laquelle nous reviendrons plus en détail dans la partie sur l'« état des connaissances » — afin de mieux situer les questions de recherches, naturellement fondées sur des lacunes identifiées dans ladite littérature.

Tel que vu en introduction, il n'y a pas de consensus dans la littérature sur les causes précises de la crise financière de 2007-2009. Sans surprise, l'hypothèse la plus répandue dans la littérature est celle que nous appelons la thèse de la « tempête parfaite ». En effet, la plupart des auteurs adhèrent, implicitement (par l'accumulation non structurée de causes éparses – voir particulièrement FCIC, 2011) ou explicitement (par la mise en relief de la complexité du phénomène et du danger des explications simplistes — voir Stiglitz, 2010) à cette thèse voulant que la crise financière soit une sorte de déluge qui arrive une seule fois par siècle, une tempête imprévisible, ou comme Grant (2010, p. 375) la décrit : le résultat d'un « multifaceted web of mystery and intrigue ».

D'autres préfèrent néanmoins jeter le blâme sur, d'un côté, le dysfonctionnement du marché, particulièrement les banques et, de l'autre, sur le rôle déstabilisateur de l'État sur ce même marché. Les uns pointent du doigt les banques et les acteurs financiers trop gourmands et sans éthique (par exemple, Ferguson, 2010 et 2012, Johnson et Kwak, 2010) tandis que les autres, même s'ils admettent que les banques ont certes pris des risques inconsidérés, spécifient néanmoins qu'elles auraient agi de la sorte en raisons soit d'un filet implicite de protection établi par l'État et/ou à cause, dans le cas américain, de l'implication de société quasi étatique sur le marché immobilier (Freddie Mac et Fannie Mae) (Thompson, 2012 ; Rajan, 2010).

Certains vont plutôt expliquer la crise par des causes que l'on pourrait qualifier de « structurelles ». La financiarisation de l'économie, soit la part grandissante qu'occupe la finance dans l'économie, est un des phénomènes pointés du doigt (Lapavistas, 2013 ; Turner, 2016). Le « *global saving glut* », une surabondance d'épargne en provenance notamment de la Chine, mais

aussi des pays pétroliers, aurait créé une demande soutenue d'outils financiers cotés en dollars américains — notamment des obligations des sociétés quasi étatiques Fannie Mae et Freddie Mac — qui aurait mené à une baisse généralisée des taux d'intérêt² et à une mauvaise allocation du crédit (Bernanke 2013 ; Marazzi 2011, p. 69-70). D'autres s'intéressent davantage à ce qu'on pourrait appeler l'environnement des idées. Plusieurs auteurs cherchent en effet à mettre en exergue différents mécanismes psychologiques par lesquels la crise financière aurait été rendue possible, notamment la croyance en l'efficacité des marchés, une certaine mentalité de « nouvelle ère » ou la simple incompréhension ou l'ignorance (Fox, 2009 ; Gorton 2010 et 2012 ; Mackenzie, 2011 ; Miller et Rosenfield, 2010).

La dernière hypothèse très populaire — voire aussi dominante que celle de la tempête parfaite — est celle de la défaillance réglementaire. En effet, malgré toutes les théories avancées, celle-ci demeure probablement l'explication précise la plus répandue dans la littérature, même si, comme nous le verrons, elle partage avec la thèse de la tempête parfaite un certain manque de focalisation. Qu'ils soient de gauche ou de droite, la plupart des observateurs de la crise pointent du doigt certaines politiques, certaines règles, qui seraient à la source de la secousse financière. Les mêmes observateurs proposent aussi, naturellement, de nouveaux aménagements réglementaires pour pallier les lacunes identifiées. Pour les uns, plus adeptes de l'auto régulation du marché, il sera impératif de mettre fin à l'aléa moral en mettant en place des mesures qui rendent plus difficile le sauvetage des banques en péril. Pour les autres, plus craintifs des dérives de ce même marché, un contrôle plus serré des activités permises aux banques commerciales sera le bienvenu. Autrement dit, des deux côtés du débat, les critiques admettent tous implicitement que nous vivons résolument dans ce que Brathwaite (2008) appelle le « capitalisme réglementaire » :

² Alan Greenspan, dans ses mémoires publiées en 2007, évoque la fameuse énigme (*conundrum*) que plusieurs s'appliqueront à tenter d'expliquer par la suite (voir Artus *et al.*, p. 19-20). Greenspan référerait à l'énigmatique baisse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis en dépit de la hausse du taux directeur de la Réserve fédérale (Greenspan, 2007, p. 377-391). Une partie de la baisse des taux a été expliquée, en partie, par les achats, par les banques centrales étrangères, de bons du Trésor américains (Chinn et Frieden, 2011, p. 60). Mentionnons que Greenspan expliquait cette « désinflation globale » par la baisse du coût de la main d'œuvre dans le contexte de la mondialisation. Le débat fait néanmoins toujours rage (voir Thornton, 2012). Turner (2016, p. 127-128), par exemple, voit la baisse générale des taux d'intérêt dans une perspective plus longue (à partir du début des années 1990) et l'explique par une diminution des besoins en investissement.

Those who believe we are in an era of neoliberalism – where this means hollowing out of the state, privatization and deregulation – are mistaken. The transition since feudal structures of governance fell to incipient capitalist institutions have been from a police economy, to an unregulable nineteenth-century liberal economy [...] to the provider state economy, to regulatory capitalism. Across all of these transitions, markets in fits and starts have tended to become progressively more vigorous, as has investment in the regulation of market externalities. (Brathwaite, 2008, p. 26-27)

C'est évidemment cette dernière thèse de la défaillance réglementaire qui nous intéressera dans ce travail, pour deux raisons. Premièrement, pour un analyste des politiques publiques, l'étude de la réglementation financière, sa mise au point et son application, est tout indiquée. C'est un sujet qui touche directement l'administration publique et qui présente un bon potentiel de recherche empirique. En effet, et c'est là deuxième raison, la thèse de la défaillance réglementaire a l'avantage d'être relativement précise même si, comme nous le verrons, elle présente des lacunes certaines. Même si elle peut parfois être floue, elle a au moins le potentiel d'être clairement circonscrite. Elle réfère à des lois, à des règles et à l'application de celle-ci dans un contexte administratif (et politique) précis. Contrairement, par exemple, à une thèse sur les flux de capitaux comme déclencheurs de la crise (le *Global Saving Glut*), avec la thèse de la défaillance réglementaire, on peut identifier clairement des mesures, des acteurs et institutions dont il est possible d'identifier les actions. Cela est moins évident quand vient le temps de jauger les actions de la banque centrale chinoise ou des pays exportateurs de pétrole.

Cela dit, même en étant relativement plus précise que les autres hypothèses, celle de la défaillance réglementaire demeure sous-documentée. Le diable est très souvent dans les détails et les accusations d'une réglementation déficiente manquent souvent cruellement de contenu détaillé. Est-ce que le système financier était trop peu réglementé ou était-ce la réglementation en place qui n'était pas adéquate ? Est-ce que le problème se situe au niveau de la formulation des règles ou de leur application ? Et de quelle règle parle-t-on précisément ? Est-ce que le problème se situait au niveau de la compétition entre les régulateurs et de leur mode de financement ? Est-ce qu'il y avait une lacune du côté des niveaux de capitaux propres imposés aux banques ? La liste pourrait continuer longuement. Pourtant, à ce jour, les réponses à ces questions ne sont pas si évidentes. Les preuves solides restent encore rares.

Nous croyons que des réponses pourraient être apportées à ces questions si la question de la

défaillance réglementaire était posée dans un contexte comparatif. En effet, pour un chercheur canadien, toutes les hypothèses avancées plus haut soulèvent naturellement des questions quant à leur validité dans une perspective comparée. Comme on le sait, le Canada n'a pas vécu l'équivalent de la crise américaine et a été largement considéré comme un modèle suite à la crise (Booth, 2009, p. 2). Aucune banque canadienne n'a fait faillite alors que des centaines de banques ont dû fermer boutique aux États-Unis depuis 2008 (Federal Deposit Insurance Corporation [FDIC], 2016). Comme Ratnovsky et Huang (2009), deux économistes du Fonds monétaire international, le soulignent :

The impact of the credit turmoil on Canada appeared serious but clearly mild in comparison with a number of other OECD countries. Funding conditions of Canadian banks deteriorated and their profitability declined, but not as severely as elsewhere. Public bank recapitalizations were not needed, and government guarantees on bank funding (put in place for precautionary reasons) were not drawn upon. This resilience may appear somewhat surprising given the high exposure of the Canadian economy to the U.S. economy, and highlights the fundamental strengths of Canadian banks. (Ratnovsky et Huang, 2009, p. 3)

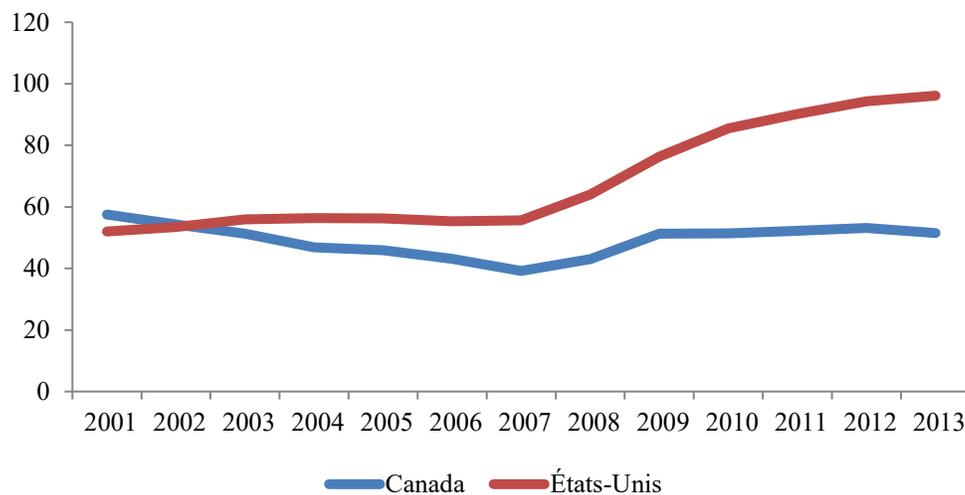
Aussi, les impacts d'une crise bancaire ne se sont pas fait sentir sur les finances publiques canadiennes (voir figure 1). Cette hausse du ratio d'endettement aux États-Unis est en phase avec les expériences de crise bancaire à l'ère contemporaine. En effet, selon Reinhart et Rogoff (2009, p. 142), une crise bancaire provoque une hausse, en moyenne, de 86 % de la dette réelle d'un pays dans les trois années suivant la crise.

Alors qu'il reste toujours pertinent, en 2015, de s'interroger les raisons pour lesquelles le Canada a évité la crise financière, il est aussi pertinent de se demander si les causes avancées pour expliquer l'expérience américaine de la crise restent crédibles, une fois testées par rapport à un « État témoin ». Les deux interrogations sont les deux faces d'un même « puzzle ».

En opposant le cas canadien au cas américain, l'esprit analytique reste naturellement dubitatif devant l'avalanche de propositions, souvent contradictoires, sur les causes de la crise. Par exemple, au Canada, le débat entre interventionnistes et apôtres du marché prend une tournure quelque peu différente puisque, au Canada, l'État garantit les prêts hypothécaires les plus risqués, ce qui a certainement eu un effet stabilisateur (Boone et Johnson, 2009). À l'inverse, comment

interpréter l'argument sur l'« éclatement » réglementaire américain comme cause de la crise alors que le Canada compte, 10 commissions provinciales et trois territoriales des valeurs mobilières qui se retrouvent souvent à superviser des entreprises qui offrent des services bancaires. Finalement, alors que les institutions jugées *Too Big To Fail* sont considérées comme la source de la crise américaine, que penser de la situation canadienne, où l'industrie bancaire est l'une des plus concentrées dans le monde ?

**Figure 1: Dette du gouvernement central
(% du PIB)**



Source: Banque mondiale

C'est parce qu'il reste plusieurs questions comme celles-là en suspend qu'un travail comme celui que nous proposons ici est plus qu'opportun. Ce que nous cherchons à savoir, c'est jusqu'à quel point la crise américaine peut réellement être expliquée par une défaillance réglementaire, c'est-à-dire des politiques publiques en matière bancaire qui seraient si différentes des politiques canadiennes qu'elles pourraient plausiblement expliquer la crise. Ce que nous cherchons à savoir, d'un autre côté c'est si la performance canadienne peut réellement être expliquée par des arguments sur la supériorité réglementaire canadienne en matière bancaire. Autrement dit, la comparaison Canada-Etats-Unis devrait nous informer autant sur la crise américaine que sur l'exception canadienne. Aussi notre question générale de recherche pourrait se lire comme suit : peut-on expliquer la crise américaine et l'exception canadienne par des arguments sur la

supériorité canadienne en matière de réglementation bancaire ou, à l’opposé, par des politiques étasuniennes inadéquates en matière de réglementation bancaire ? Nous suggérons, pour répondre à la question, d’analyser les politiques publiques en matière bancaire dans chaque pays sous trois angles distincts : les intérêts, les idées et les institutions.

Notons d’emblée que nous choisissons d’étudier les politiques publiques dans le domaine *bancaire* pour différentes raisons. Premièrement, l’histoire des crises financières est souvent l’histoire d’institutions bancaires qui créent une quantité insoutenable de crédit (Kindleberger et Aliber 2005, p. 64) et ce, même si nous réalisons bien que la crise de 2007-2009 a surtout affecté les banques par le biais d’un système bancaire dit « parallèle », soit des institutions qui agissent comme des banques, mais qui ne sont pas réglementées comme telles :

[...] shadow banking had a distinctly U.S. focus and referred mainly to nonbank financial institutions that engaged in what economists call *maturity transformation*. Commercial banks engage in maturity transformation when they use deposits, which are normally short term, to fund loans that are longer term. Shadow banks do something similar. They raise (that is, mostly borrow) short-term funds in the money markets and use those funds to buy assets with longer-term maturities. But because they are not subject to traditional bank regulation, they cannot—as banks can—borrow in an emergency from the Federal Reserve (the U.S. central bank) and do not have traditional depositors whose funds are covered by insurance; they are in the “shadows.” (Kodres 2013)

Cela dit, même si le système financier n’est pas composé que de banques, après avoir exploré la possibilité de nous intéresser à la structure réglementaire de chaque pays dans son ensemble (en incluant par exemple la réglementation des marchés de capitaux, des assurances, des agences de notation, etc.), il apparut évident que l’entreprise allait être irréalisable. Il nous a semblé tout aussi évident que, bien que les ramifications de la crise nous menaient naturellement aux confins et même au-delà, du système bancaire traditionnel, la crise de 2007-2009 s’est matérialisée (aux États-Unis) principalement par ses *impacts* sur des institutions bancaires. Leur vulnérabilité aux soubresauts d’un système financier périphérique vient par ailleurs nous rappeler, au final, le rôle crucial qu’elles ont joué dans l’expansion qui a mené à la crise. Pour toutes ces raisons, nous considérons que de s’attarder exclusivement aux banques n’amputera en rien la solidité de notre étude.

Une analyse trois « i »

Une fois le domaine de politiques publiques identifié, il nous est apparu naturel de décliner notre analyse en nous inspirant des trois perspectives classiques en analyse des politiques publiques, soit les institutions, les idées et les intérêts (Palier et Surel, 2005). L'analyse trois « i » est une démarche fondamentalement inductive qui permet de traiter d'une manière relativement exhaustive et systématique d'un champ de politiques publiques sans pour autant imposer au chercheur un cadre théorique rigide. Si des différences notables existent bel et bien entre les politiques publiques des deux pays, une analyse trois « i » devraient, selon nous, les mettre en relief.

Une telle analyse nous permet aussi, évidemment, de focaliser sur des aspects distincts des politiques publiques en matière bancaire. Notre stratégie en trois temps nous permettra de combler une lacune importante dans la littérature, soit l'insistance marquée de la plupart des auteurs sur une seule et même facette de la réglementation, le plus souvent, les institutions. En effet, les institutions sont le thème qui a été le plus étudié dans la littérature sur le Canada de même que dans la (rare) littérature portant et sur le Canada et les États-Unis. Quand on parle d'institutions, on parle ici autant d'institutions tangibles, soit des institutions que l'on peut pointer du doigt, que des règles ou lois qui sont appliquées par ces institutions. Sont ainsi évacués d'autres types de phénomènes, comme les idées ou le rôle joué par les intérêts spéciaux. Nous traiterons pour notre part de ces trois sujets dans trois articles distincts.

Dans un premier article, nous allons traiter de l'influence des idées sur les politiques publiques en matière bancaire, et ce, des deux côtés de la frontière. Nous allons plus précisément analyser les passages de deux lois similaires aux États-Unis et au Canada qui, en 1987 au Canada et en 1999 aux États-Unis, abolissaient la barrière entre les banques commerciales et les banques d'affaires. À partir des débats et des rapports de comités sur ces questions, nous allons dégager les idées-moteurs de ces changements réglementaires. Nous serons à même de voir s'il y a une différence majeure entre les idées utilisées au nord et au sud de la frontière pour promouvoir une mesure de

libéralisation qui est jugée par plusieurs comme étant à la source de la crise financière américaine (entre autres, Helleiner, 2011 ; Warren 2014).

Dans un second article, nous présenterons une analyse détaillée d'un aspect important des politiques publiques, soit le rôle des intérêts dans la réglementation bancaire. Nous allons nous intéresser plus particulièrement à la perméabilité à l'influence des intérêts dits spéciaux de deux institutions de réglementation bancaire au Canada et aux États-Unis, soit le Bureau du surintendant aux institutions financières (BSIF) au Canada et l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) aux États-Unis. Après une revue systématique des solutions proposées dans la littérature pour contrer la capture et une évaluation de la mise en place (ou non) de ces « remparts », nous allons pouvoir statuer sur la vulnérabilité, avant la crise, des deux régulateurs à la « capture réglementaire ». Ainsi, nous allons pouvoir juger de la supériorité canadienne (ou pas) sur cet important aspect des politiques publiques dans le domaine bancaire.

Dans un dernier article, sur les institutions, nous allons présenter une comparaison détaillée des deux pays en matière de réglementation bancaire. Nous présenterons autant comment est structuré l'appareil de réglementation que les règles qui sont édictées par ces institutions. Nous allons aussi naturellement traiter de la manière dont l'industrie se voit elle-même structurée par le biais de la réglementation. À partir de la littérature sur la réglementation optimale, nous allons essentiellement revisiter la thèse de l'exception canadienne à la lumière de données empiriques sur les États-Unis, mais aussi, exceptionnellement, sur d'autres pays qui ont subi une crise bancaire systémique en 2007 ou en 2008.

Cette thèse comblera des lacunes nombreuses présentes dans la littérature sur la crise financière. Premièrement, elle sera l'une des rares études comparatives sur le Canada et les États-Unis. Deuxièmement, elle sera l'une des seules études qui analysera en profondeur les politiques publiques en matière bancaire sous trois angles distincts (les trois « i »). Alors que la plupart des recherches portent essentiellement sur une facette ou l'autre des politiques publiques en matière bancaire, nous serons en mesure de dresser un portrait plus riche de la question. Le traitement séparé, dans le cadre d'une thèse par articles, nous permettra aussi de contribuer à des débats et des littératures spécifiques. Et, finalement, grâce à une analyse trois « i », nous allons pouvoir

porter attention, successivement, à trois aspects des politiques publiques dans le domaine bancaire (les institutions, les intérêts et les idées), tout en nous assurant d'être contraint, en fin de course, de « ré-enchevêtrer » tous les éléments, pour des raisons de simple cohérence. Comme Heclo le souligne très bien : « Interest tell institutions what to do, institutions tell ideas how to survive; ideas tell interests what to mean. » (Heclo, 1994, p. 383) Cette étude permettra surtout de revisiter, d'une manière exhaustive et rigoureuse, les arguments liés à la thèse de la défaillance réglementaire aux États-Unis et, par extension, ceux sur les raisons de l'exception canadienne. Ce travail permettra d'avancer la réflexion sur un mode de réglementation bancaire optimal.

2. ÉTAT DES CONNAISSANCES

The latest crisis, which peaked in 2008, has attracted more attention than any other. While academic analysis is still emerging, opinions are plentiful. (Jacobides, 2015, p. 716)

Nous avons évoqué, dans la section précédente, les thèses les plus populaires sur les causes de la crise financière. Nous les présentons ici d'une manière plus formelle et étoffée.

La littérature sur la crise financière est vaste et continue encore aujourd'hui de grossir (voir figure 2). Pourtant, la confusion règne toujours au sujet des causes précises de la crise financière (Holmstrom 2015, p. 2). En effet, un peu à l'image de la crise financière de 1929, le diagnostic sur les causes de la crise de 2007-2009 risque fort d'être l'objet d'un très long débat³. Même si l'on aurait pu croire que, grâce à notre meilleure compréhension de l'économie, de la finance et même, de la politique et de l'administration publique, il aurait été aisé de statuer sur un nombre limité de causes, ce n'est manifestement pas le cas.

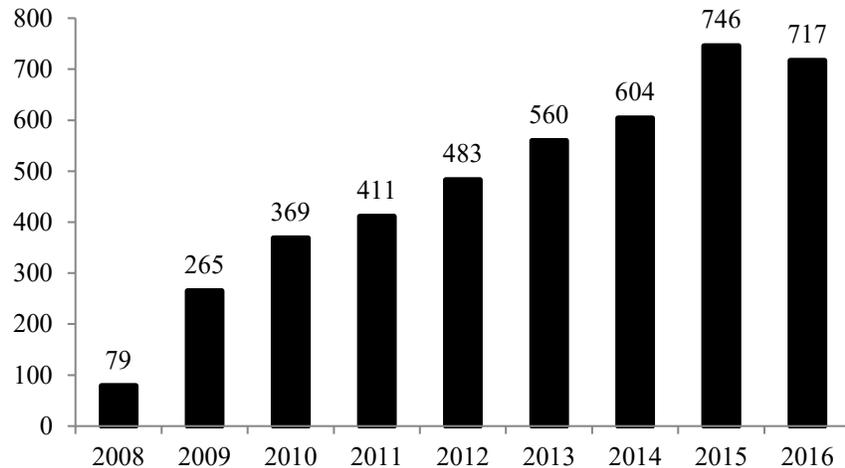
Par exemple, la *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC), dont le rapport est probablement l'ouvrage le plus complet et instructif sur la crise⁴, est arrivé, en 2011, à de nombreux constats nombreux sur les causes de la crise; le portrait d'ensemble n'en est que plus imprécis. Même si les commissaires prétendent, à majorité, que la crise était évitable, bien malin celui qui pourra trouver des solutions précises à tous les problèmes généraux qu'ils énumèrent dans leur volumineux rapport, soient l'« échec de la réglementation financière et de la supervision » et les lacunes en matière de « gouvernance corporative et de gestion du risque » (p. xviii), la « combinaison d'emprunts excessifs, d'investissements risqués et d'un manque de transparence » (p. xix), le « manque de préparation du gouvernement et sa réponse incohérente » (p. xxi), « une

³ Voir Meltzer (2003, p. 271-414) pour une discussion détaillée de plusieurs théories sur la crise des années trente - des théories avancées entre les années 1960 et 1990.

⁴ En plus des dix commissaires, la commission a employé près de 90 personnes pour différentes tâches de recherche et de rédaction.

faillite majeure de la responsabilité et de l'éthique» (p. xxii), l'« abaissement des règles d'emprunts et la titrisation des hypothèques » (p. xxiii), les « produits dérivés transigés de gré à gré » (p. xxiv) et « l'échec des agences de notations » (p. xxv).

Figure 2: Nombre de résultats (non-cumulatifs) contenant l'expression « Great Financial Crisis », 2008-2016, Google Scholar



Collecte effectuée le 16 février 2017

Aussi n'est-il pas étonnant qu'en 2012, Andrew Lo ait procédé à une revue systématique de quelque 21 ouvrages sur la crise, pour conclure :

No single narrative emerges from this broad and often contradictory collection of interpretations, but the sheer variety of conclusions is informative, and underscores the desperate need for the economics profession to establish a single set of facts from which more accurate inferences and narratives can be constructed. (Lo, 2012, p. 1)

La situation n'est peut-être pas si étonnante. Comme Goodhart le remarque, il est difficile pour un seul auteur de fournir un portrait tout à fait cohérent : « Rather like the blind man who feel aspects of the elephant, commentators, like myself, are likely to have a personal view [...] » (Goodhart, 2009, p. 9). Aussi verra-t-on que, face à un problème aussi complexe, chacun se retrouve à insister sur une cause qui sied souvent bien à ses intérêts de recherche⁵. Le phénomène

⁵ Un bon exemple est celui de Helleiner, Pagliari et Zimmerman qui, dès 2010, publient un livre sur la « The Politics of International Regulatory Change », alors que très peu avait encore été accompli à ce chapitre.

est similaire, et même plus accentué, du côté politique, où des solutions sont trouvées avant même que les problèmes ne soient clairement identifiés :

When we began researching the financial crisis in the early months of 2009, we were driven by our dissatisfaction with the analyses then on offer. At the time, there were (understandably) only hypotheses that lacked evidence, and many of them, while equally plausible, contradicted each other. [...] as a result of the profusion of theories about the crisis there was also a widespread recognition that nobody had yet explained convincingly what had gone wrong. The extant paradigms of economics were found wanting, and fresh thinking was deemed not only possible but mandatory. This made the financial crisis not only an important topic because of the human tragedy to which it led, but an exciting field of research intellectually. Very soon, however, politicians and political ideologues began to treat the hypotheses that confirmed their predilections as if they were established facts, and these theories eventually formed the conventional wisdom. (Friedman et Krause 2011, p. 6)

Quoi qu'il en soit sur la valeur intrinsèque de ces hypothèses, nous tenterons de les rendre cohérentes au lecteur. Tel que vu plus haut, une thèse de la tempête parfaite est particulièrement mise de l'avant dans la littérature ; nous traiterons de cette « métahypothèse » dans un second temps. Nous allons aussi traiter en dernier de la fameuse thèse de la défaillance réglementaire est aussi très large et recoupe plusieurs arguments. Dans un premier temps cependant, nous allons explorer les autres hypothèses d'une manière plus « granulaire », même si elles font souvent partie d'un portrait plus vaste ou d'une explication plus « multi causale » de la crise financière.

Notons que nous allons nous attarder, premièrement aux thèses cherchant à expliquer la crise financière *américaine*. Les États-Unis demeurent, en dernière analyse, le foyer de la crise financière si bien que le pays est le point de départ naturel pour une analyse de celle-ci. Pour nous évidemment, il est aussi un point de départ commode pour ce qui deviendra une analyse comparative. Après avoir dégagé les hypothèses populaires sur la crise financière américaine, nous allons analyser les hypothèses sur l'expérience canadienne de la crise. Nous serons ainsi à même de relever les contradictions et/ou les lacunes qui seraient comblées par une analyse comparative rigoureuse.

Le lecteur doit savoir que cette revue de littérature est le produit d'un long processus au cours duquel des banques de données classiques comme Business Source Complete ou simplement,

Google Scholar, ont été utilisées pour dénicher, à l'aide de mot-clés, des articles traitant de la crise financière au Canada et aux États-Unis. Le processus a été long et a été répété de nombreuses fois parce que, comme la figure plus haut en fait foi, l'intérêt pour la crise financière n'a cessé de grandir depuis 2008. Notons qu'à cette recherche dans les banques de données s'est aussi ajoutée une attention fine aux recherches citées dans les articles ou livres consultés. Autrement dit, particulièrement pour la thèse de l'exception canadienne, il a été utile de se référer aux auteurs et auteurs cités dans les articles ou chapitres lus en début de course. Il faut dire que cette revue de littérature a, pour nous, commencé bien avant le début de cette thèse. C'est à la lumière de ces nombreuses lectures depuis quelque huit années que nous pouvons montrer, avec assurance, comment la crise financière américaine est largement considérée comme une tempête parfaite.

2.1 LA CRISE AMÉRICAINE

The reasons behind the crisis [...] are still subject to much debate. Generally, the reasons can be grouped into those that emphasize identifiable structural imbalances, or bad policies, and those that emphasize aspects of statistical probability or human decision making, or bad luck. (Dempster et Isaacs, 2014, p. 84)

Dans cette revue générale de littérature, nous allons nous attarder à la littérature sur la crise bancaire américaine pour tenter d'en dégager certaines tendances dans les arguments choisis ou dans les causes proposées. Tel que vu, peu d'auteurs se limitent à seulement quelques causes. Pour la plupart, les constats sont aussi variés qu'imprécis ; les causes sont nombreuses — parce que « complémentaires » (Levitin, 2009) — souvent à l'excès. Nous revoyons ces hypothèses pour ensuite discuter de plus grandes tendances dans la littérature. Plus spécifiquement, nous allons discuter de la thèse de la tempête parfaite parce que c'est une thèse fédératrice et nous allons traiter de la thèse de la défaillance réglementaire parce qu'elle est une composante parfois essentielle de toutes les autres « microhypothèses » que nous allons présenter en premier lieu.

2.1.1 LE DESEQUILIBRE GLOBAL

Plutôt que de s'intéresser aux causes qu'on pourrait qualifier d'immédiates de la crise financière, quelques auteurs s'attardent davantage à des causes plus « profondes », ou structurelles, de la crise. Alors que certains choisissent de pointer du doigt un acteur en particulier ou une mesure spécifique, les tenants de ces théories tentent de souligner l'importance de phénomènes plus larges. Aussi, on pourrait dire qu'ils s'attardent à l'« environnement » qui s'est avéré propice au développement d'une crise, sans pour autant en être la cause immédiate (Pol, 2012). Aussi, ces explications ne s'appliquent pas exclusivement à la crise américaine, mais bien aux crises financières en général.

Le déséquilibre global est au nombre des phénomènes jugés par certains comme étant une cause structurelle de la crise financière. Ce déséquilibre est lié à l'apparition, depuis la crise monétaire asiatique, d'une « surabondance d'épargne » sur les marchés financiers mondiaux, en provenance de l'Asie, mais aussi des pays producteurs de pétrole. Ce flux de capitaux serait à la source des bulles immobilières qui sont apparues dans différents pays, dont les États-Unis. Obstfeld et Rogoff (2009) sont parmi les premiers à reprendre le concept formulé pour la première fois par Ben Bernanke (2005) avant qu'il devienne président de la Réserve fédérale :

Controversy remains about the precise connection between global imbalances and the global financial meltdown. Some commentators argue that external imbalances had little or nothing to do with the crisis, which instead was the result of financial regulatory failures and policy errors, mainly on the part of the U.S. Others put forward various mechanisms through which global imbalances are claimed to have played a prime role in causing the financial collapse. [...] We too believe that the global imbalances and the financial crisis are intimately connected, but we take a more nuanced stance on the nature of the connections. In our view, both originated primarily in economic policies followed in a number of countries in the 2000s (including the United States) and in distortions that influenced the transmission of these policies through U.S. and ultimately through global financial markets. (Obstfeld et Rogoff, 2009, p. 2)

Frieden et Chinn (2011) mettent aussi l'accent sur le « cycle du flot de capital » dont auraient été victime les États-Unis, un peu comme l'ont été les pays asiatiques en 1997, ou le Mexique dans les années 1980 (voir aussi Duncan, 2012, p. 17-32). Le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, reprendra naturellement cette thèse, dans une série de discours prononcés à

l'Université Georges Washington en mars 2012. Cherchant à rejeter la thèse voulant que la politique monétaire soit responsable de l'afflux excessif de crédit dans l'économie (une thèse sur laquelle nous reviendrons), Bernanke commence par souligner que les bulles immobilières sont davantage corrélées avec les flux entrants de capitaux dans un pays qu'avec la politique monétaire. À preuve, l'Allemagne et l'Espagne avaient la même politique monétaire avant la crise (puisqu'ils sont membres de la zone euro), mais seule l'Espagne a vu se développer une bulle immobilière (Bernanke 2013, p. 52-54 ; voir aussi Bernanke, 2015, p. 92).

Caballero et Krishnamurthy (2011) soulignent aussi l'importance de ce flux entrant de capitaux à la recherche d'investissements surs. Ces investissements surs pouvaient être créés, croyait-on, par un ingénieux procédé de titrisation qui permettait de séparer un lot de dettes de toutes sortes (cartes de crédit, prêts étudiants, prêts hypothécaires) en tranches plus ou moins risquées. Les auteurs avancent cette explication tout en rejetant deux autres explications populaires :

Conventional wisdom is that both the bubble and the risk concentration were the result of mistakes in regulatory policy: an expansionary monetary policy during the boom period of the bubble, and failure to reign in the practices of unscrupulous lenders. [...] while correct in some dimensions, this story misses two key structural factors behind the securitization process that supported the real estate boom and the corresponding leverage. First, over the last decade, the US has experienced large and sustained capital inflows from foreigners seeking US assets to store value [...]. Second, especially after the NASDAQ/tech bubble and bust, excess world savings have looked predominantly for safe debt investments. This should not be surprising because a large amount of the capital flow into the US has been from foreign central banks and governments that are not expert investors and are merely looking for a store of value [...] (Caballero et Krishnamurthy, 2011, p. 584)

La thèse du déséquilibre global est aussi chère au chroniqueur financier Martin Wolf. En 2008, il publiait un ouvrage dans lequel il sonnait l'alarme sur l'état des flux de capitaux dans le monde, un monde dans lequel les États-Unis étaient devenus les « emprunteurs de dernier ressort » profitant d'une forme de « financement à l'achat » de la Chine et des pays producteurs de pétrole (Wolf, 2008, p. 98). Au sujet de la thèse concurrente d'une Réserve fédérale trop accommodante, il écrit ceci : « The Federal Reserve may have followed too loose a policy for too long in the early 2000s, thereby creating a money glut. But it surely did so in response to the global saving

glut. The immediate question is how long these ‘imbalances’ can – and should- last.» (Wolf, 2008, p. 110) Dans un ouvrage subséquent, publié en 2014, Wolf conclut :

To summarize, after the Asian crisis, global macroeconomic balance increasingly coincided with severe divergences between income and spending within significant economies. The same was true inside the Eurozone. But this form of macroeconomic balancing turned out to be fragile, leading ultimately to the global financial crisis. (Wolf, 2014, p. 161)

Justiniano, Primiceri et Tambalotti (2013) font état du débat sur la question et concluent que les flots entrants de capitaux expliquent entre le quart et le tiers de la hausse des prix des maisons aux États-Unis. Dans ses mémoires, Timothy Geithner, président de la Réserve fédérale de New York de 2003 à 2009, adhère à la thèse de Bernanke et les autres :

That [la thèse de la surabondance d'épargne] seemed right to me. The Fed wasn't fueling the credit boom with loose policy anymore – we raised rates to 5.25 percent by 2006, well above the underlying inflation rate – but there was still an awful lot of money sloshing around. In many countries, interest rates were below zero when adjusted for inflation, so the United States, and particularly its high flying housing market, seemed like a relatively attractive place to invest extra cash. (Geithner, 2014, p. 109)

2.1.2 LA FINANCIARISATION

D'autres auteurs pointent plutôt du doigt la financiarisation de l'économie américaine comme la cause fondamentale de la crise financière. Il s'agit d'une thèse de plus en plus populaire qui commence à intéresser de plus en plus d'académiciens qui s'interrogent sur l'utilité de la finance en général. En effet, bien que le développement d'un système financier national semble mener à un développement économique accru (Levine, 2004), certains commencent à se demander s'il n'y a pas un degré optimal de financiarisation au-delà duquel le développement financier devient nocif.

Par exemple, Costas Lapavitsas (2013) considère que la crise financière a levé le voile sur la « transformation des économies capitalistes matures et en développement durant les trois dernières décennies » confirmant ainsi le « rôle pivot » de la finance, autant au niveau domestique

qu'international. « [C]ontemporary capitalism is 'financialized' and the turmoil commencing in 2007 is a crisis of 'financialization' », écrit-il en ouverture de son ouvrage (Lapavistas, 2013, p. 1-2). Jonathan Kirshner écrivait aussi récemment, que la crise financière « was rooted in the financialization of the US economy [...] The US financial sector grew so fast, and generated so much wealth for its participants, that it skewed the balance of the economy. » (Kirshner, 2014, p. 9-10)

Krippner (2005, p. 174) définit la financiarisation comme : « a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production [...] » Chez Krippner, la financiarisation renvoie surtout à la part grandissante de revenus d'entreprises *non financières* qui sont de sources financières (les revenus d'intérêt par exemple). Froud *et al.* (2006, cité dans Krippner 2011, p. 4) ont par exemple montré que General Motors avait, dans les années récentes, généré davantage de profits par le biais de prêts à l'achat de véhicule que sur la vente même du véhicule. Krippner (2011) ne statue pas, comme d'autres, sur le lien entre crises financières et financiarisation, mais conclut plutôt que le phénomène a été un moyen de « dépolitiser l'économie », une manière de dire que le contrôle du crédit a été laissé au marché plutôt qu'aux autorités. D'autres vont néanmoins plus loin et n'hésite pas à voir la financiarisation non pas comme un désengagement opportun (utile politiquement, dans la conception de Krippner) de l'État, mais bien comme une volonté consciente des élites ou, au minimum, comme l'aboutissement d'un processus naturel d'un phénomène de « recherche de rentes » de la part des financiers. Par exemple, Bresser-Pereira (2010, p. 3) définit la financiarisation, qu'il identifie comme la cause principale de la crise financière, comme : « a distorted financial arrangement based on the creation of artificial financial wealth, that is, financial wealth disconnected from real wealth or from the production of goods and services. » Il soutient : « Through risky financial innovations, the financial system as a whole, made up of banks and financial investors, is able to create fictitious wealth and to capture an increased share of national income or of real wealth. » (Bresser-Pereira, 2010, p. 12 ; voir aussi Freeman, 2010⁶)

⁶ Freeman (2010) fait état des effets pervers d'une « économie réelle victime de la financiarisation » quand il traite d'une société de camionnage (YRC – la plus grande entreprise de camionnage aux États-Unis) qui a été acculée à la faillite durant la crise parce que ses créditeurs refusaient de transformer leurs titres de dettes en actions, pour la simple et bonne raison qu'ils détenaient aussi des contrats d'échange sur risque de crédit qui leur assuraient un meilleur rendement en cas de faillite de l'entreprise.

D'autres voient plutôt le lien, ou le catalyseur d'une crise, dans l'effet de la financiarisation sur une hausse des inégalités (Stockhammer, 2013). La financiarisation réduirait substantiellement la part de revenus des travailleurs (voir Lin et Tomaskovic-Devey, 2013) qui, voyant leur situation financière fragilisée, aurait recours davantage au crédit, fragilisant du même coup tout le système financier. Rajan (2010) dénonce d'ailleurs le recours mal avisé des politiciens américains à des politiques d'accès à la propriété qu'il résume par l'expression « Let them eat credit »⁷. Palley s'inquiétait par ailleurs déjà, en 2007, du phénomène d'endettement :

The last two decades have been marked by rapidly rising household debt-income ratios and corporate debt-equity ratios. These developments explain both the system's growth and increasing fragility, but they also indicate unsustainability because debt constraints must eventually bite. The risk is when this happens the economy could be vulnerable to debt-deflation and prolonged recession. (Palley, 2007, p. 3)

2.1.3 LA GOURMANDISE (OU LA STUPIDITE) DES BANQUES

Les deux causes évoquées plus haut sont davantage de nature « structurelles ». Pour ce qui est des causes conjoncturelles, ou plus directes, de la crise, les principaux coupables identifiés dans la littérature sont évidemment les acteurs financiers eux-mêmes, notamment les banques. « Never, never, ever concede for a moment that the crisis was created and nurtured by market participants themselves », écrit Mirowski (2013, p. 302). Essentiellement, la faute des banques est de s'être trop endetté, et ce, par des moyens plus ou moins légaux. Ils ont accumulé des risques énormes dans des véhicules d'investissement structurés (VIS), soit des entités qui finançaient leurs acquisitions de dettes hypothécaires (notamment) par l'émission de papier commercial — des dettes à très court terme, dont l'échéance dépasse rarement une année. Ces VIS étaient souvent détenues par des institutions financières, comme Merrill Lynch, AIG ou Citigroup. La FCIC rapporte que :

The SIV sector tripled in assets between 2004 and 2007. On the eve of the crisis, there were 36 SIVs with almost \$400 billion in assets. About one-quarter of that money was invested in mortgage-backed securities or in CDOs, but only 6% was invested in subprime mortgage-backed securities and CDOs holding mortgage-backed securities. (FCIC, 2011, p. 252)

⁷ Roy et Kemme (2012) font aussi un lien (statistique) entre la bulle immobilière et la hausse des inégalités.

Même si ces véhicules d'investissement n'étaient pas nécessairement très exposés au marché des hypothèques à risques, lorsque le marché monétaire et le marché des pensions ont « figé » en août 2007, les VIS ont été durement touchés par des problèmes de refinancement (voir Gorton, 2010, p. 47). Étant donné que ces VIS étaient garantis (implicitement) par lesdites institutions financières et que souvent peu ou pas de fonds propres étaient mis en réserve dans l'éventualité de pertes, les bilans des banques ont nécessairement été affectés. Cet édifice de dettes plus ou moins garanties et contractées à court terme formait une partie de ce qu'on appelle le « système bancaire parallèle » et les banques, ainsi que les autres institutions financières y sont pour beaucoup dans sa création.

Un autre grief contre les banques renvoie à l'érosion des critères d'inclusion des hypothèques dans des outils financiers complexes. En effet, plusieurs témoignages indiquent que, autant les prêteurs hypothécaires que les banques qui achetaient ces hypothèques se fermaient les yeux sur la qualité plus que douteuse des créances générées durant les « années folles » de la bulle immobilière. La FCIC raconte comment la firme d'évaluation de crédit Clayton Holding a vu des hypothèques qu'elle avait cotées défavorablement être néanmoins incluses dans des produits financiers vendus par les banques :

Because of the volume of loans examined by Clayton during the housing boom, the firm had a unique inside view of the underwriting standards that originators were actually applying—and that securitizers were willing to accept. Loans were classified into three groups: loans that met guidelines (a Grade 1 Event), those that failed to meet guidelines but were approved because of compensating factors (a Grade 2 Event), and those that failed to meet guidelines and were not approved (a Grade 3 Event). Overall, for the 18 months that ended June 30, 2007, Clayton rated 54% of the 911,039 loans it analyzed as Grade 1, and another 18% as Grade 2—for a total of 78% that met the guidelines outright or with compensating factors. The remaining 28% of the loans were Grade 3. In theory, the banks could have refused to buy a loan pool, or, indeed, they could have used the findings of the due diligence firm to probe the loans' quality more deeply. Over the 18-month period, 39% of the loans that Clayton found to be deficient—Grade 3—were “waived in” by the banks. Thus 11% of the loans sampled by Clayton were accepted even though the company had found a basis for rejecting them [...]. (FCIC, 2011, p. 166)

Dernièrement, Matt Taibbi (2014), dans un article sur Alayne Fleishmann, responsable du

contrôle de qualité chez JP Morgan Chase avant la crise, fait état des contraintes que rencontraient les évaluateurs de prêts :

When Fleischmann and her team reviewed random samples of the loans, they found that around 40 percent of them were based on overstated incomes [...] One mortgage in particular that sticks out in Fleischmann's mind involved a manicurist who claimed to have an annual income of \$117,000. [...] But when she and others raised objections to the toxic loans, something odd started happening. The number crunchers who had been complaining about the loans suddenly began changing their reports. The process she describes is strikingly similar to the way police obtain false confessions: The interrogator verbally abuses the target until he starts producing the desired answers. "What happened," Fleischmann says, "is the head diligence manager started yelling at his team, berating them, making them do reports over and over, keeping them late at night." Then the loans started clearing. (Taibbi, 2014)

Plusieurs auteurs soulignent aussi ces lacunes en matière de gestion des risques, mais lient celles-ci à un problème sur le plan des incitatifs dans le secteur financier. Bhagat et Bolton (2014, p. 314) concluent que la formule de rémunération des dirigeants des banques a eu un impact sur la prise (excessive) de risques par ceux-ci. Étant donné qu'il est payant de prendre des risques, en raison des modes de compensation axés sur les rendements à court terme, la plupart des acteurs du système avaient intérêt à accumuler ces risques. Comme Martin Wolf l'explique :

Why did the world's leading economies fall into such a mess? The answer, in part is that people in charge did not believe that they could fall into it. By 'people in charge', I do not just mean the policymakers. One has to include those running financial institutions and those influencing how they ran. But these mistakes did not come out of the blue. They were, no doubt, themselves influenced by the incentives decision-makers faced: incentives to hope for the best and ignore the possibility of the worst – incentives for what I call 'rational carelessness'. (Wolf, 2014, p. 113)

De son côté, la FCIC, après son étude du cas Bear Stearns, conclut que :

[...] the failure of Bear Stearns and its resulting government- assisted rescue were caused by its exposure to risky mortgage assets, its reliance on short-term funding, and its high leverage. These were a result of weak corporate governance and risk management. Its executive and employee compensation system was based largely on return on equity, creating incentives to use excessive leverage and to focus on short-term gains such as annual growth goals. (FCIC, 2011, p. 291)

2.1.4 LA FAUTE DE L'ÉTAT

D'autres auteurs s'appliquent surtout à accuser le gouvernement d'une mauvaise gestion. Plusieurs soulignent l'erreur de la Réserve fédérale d'avoir maintenu trop bas, trop longtemps, les taux d'intérêt. John B. Taylor, l'auteur de la fameuse « règle Taylor » (voir Taylor 1993), critique sévèrement le manque de consistance dans la politique monétaire américaine à partir de 2001 :

Why did the Great Moderation end? In my view, the answer is simple. The Great Moderation ended because of a “Great Deviation,” in which economic policy deviated from what was working well during the Great Moderation. Compared with the Great Moderation, policy became more interventionist, less rules-based, and less predictable. When policy deviated from what was working well, economic performance deteriorated. And [...] we had the Great Recession. (Taylor, 2010, p. 166)

Taylor poursuit en rejetant quelque peu l'hypothèse du déséquilibre global :

This is not the whole government part of the story, of course. The government-sponsored enterprises, Fannie Mae and Freddie Mac, also encouraged the housing boom. But whether or not you include these on the list, the ultimate source of the extraordinary housing boom and the subsequent housing bust and financial distress was government policy. Capital inflows from abroad may have added to the problem, but the evidence is clear that monetary policy had deviated in the direction that would likely lead to poor policy performance. This is in contrast to the policy decisions during the Great Moderation. (Taylor, 2010, p. 168)

Il n'est évidemment pas le seul à soutenir que le problème se situe aussi du côté des deux quasi-sociétés d'État, Freddie Mac et Fannie Mae, qui auraient mis de l'huile sur le feu des créances hypothécaires douteuses. Dans un rapport dissident de la FCIC, Peter J. Wallison, pointe aussi les deux agences chargées d'acheter et de titriser les créances hypothécaires (FCIC, 2011, p. 443-450 ; voir aussi Thompson, 2012). Lawrence White affirme, dès 2008 :

Those who fault “deregulation,” “unfettered capitalism,” or “greed” would do well to look instead at flawed institutions and misguided policies. The expansion in risky mortgages to under qualified borrowers was encouraged by the federal government. The growth of “creative” nonprime lending followed Congress’s strengthening of the Community Reinvestment Act, the Federal Housing Administration’s loosening of down-payment standards, and the Department of Housing and Urban Development’s pressuring lenders to extend mortgages to borrowers who previously would not have

qualified. Meanwhile, FreddieMac and FannieMae grew to own or guarantee about half of the United States' \$12 trillion mortgage market. [...] The credit that fueled these risky mortgages was provided by the cheap money policy of the Federal Reserve. [...] These poorly chosen policies distorted interest rates and asset prices, diverted loanable funds into the wrong investments, and twisted normally robust financial institutions into unsustainable positions. (White 2008)

Même si ces arguments ont été contrés assez solidement par certains analystes (voir Johnson et Kwak, 2010, p. 144-146 ; Thomas et Van Order, 2010) qui soulignent essentiellement que Freddie Mac et Fannie Mae ont investi plutôt tardivement le marché des prêts à haut risque, il reste que ces agences étaient historiquement à l'origine de la pratique même de la titrisation. De plus, leur statut quasi gouvernemental a très certainement pu créer une forme d'aléa moral, d'autant plus qu'elles servaient, d'une manière assez claire, de courroie de transmission de la politique d'accès à la propriété du gouvernement américain. Ross Sorkin relate qu'un des directeurs de Fannie Mae se vantait, dans les années 1990 d'être devenu l'«équivalent de la Réserve fédérale pour l'immobilier» (Ross Sorkin, 2009, p. 184). Les deux sociétés étaient aussi très actives en matière de lobbying, dépensant des fortunes pour, entre autres, convaincre le Congrès de maintenir des taux de capitalisation bas pour les deux entreprises (voir McLean et Nocera, 2010, p. 38-51). De son côté, Rajan (2010) critique plutôt les politiques de « crédit facile » instaurées par le gouvernement américain ; un crédit alloué en raison d'objectifs toujours plus ambitieux d'accès à la propriété, sous Clinton puis sous Bush :

Without any intent of absolving the brokers and the banks who originated the bad loans or the borrowers who lied about their incomes, we should acknowledge the evidence suggesting that government actions, however well intended, contributed significantly to the crisis. (Rajan, 2010, p. 40)

2.1.5 LE PROBLEME DES IDEES

Une autre thèse populaire dans la littérature est celle que les idées, celles des économistes, des responsables de la réglementation et des politiciens, sont responsables d'une bonne partie du problème (voir, par exemple, Frank 2012). Récemment, Martin Wolf (2014, p. 194) affirmait : « [...] it is not enough to blame institutional failure because institutions that failed were those many economists had lauded, particularly those central to modern finance. This then was not an

institutional failure, but an intellectual one. » Il n'est évidemment pas le seul à avoir soulevé le problème.

Au tout premier niveau de ce qu'on pourrait appeler la défaillance intellectuelle, on retrouve le problème de base de l'irrationalité des investisseurs. La crise financière est après tout le résultat d'une bulle immobilière. Comme Robert Shiller (2005, p. 106) le rappelait, après la crise des *dot-com* : « [s]peculative markets expansions have often been associated with popular perceptions that the future is brighter or less uncertain than it was in the past. » Cette croyance en une « nouvelle ère » était manifestement en jeu dans la période pré-crise alors que plusieurs s'imaginaient que le prix des maisons allait sans cesse augmenter. Le phénomène s'explique autant par certains biais cognitifs que par l'ignorance pure et simple.

L'ignorance, peu importe sa forme, aurait en effet joué un grand rôle dans la crise financière (Pol, 2012 ; voir aussi Miller et Rosenfield, 2010). Ross Sorkin (2009) fait par exemple état d'une incompréhension des régulateurs en regard des produits qu'ils devaient réglementer :

Regulators around the world were having trouble understanding how the pieces all fit together. Greenspan would later admit that even he hadn't comprehended exactly what was happening. « I've got some fairly heavy background in mathematics, » he stated two years after he stepped down from the Fed. 'But some of the complexities of some of the instruments that were going into CDOs bewilders me. I didn't understand what they were doing or how they actually got the types of returns out of the mezzanines and the various tranches of the CDO that they did. And I figured if I didn't understand it and I had access to a couple hundred PhDs, how the rest of the world is going to understand it sort of bewildered me.' He was not alone. Even the CEOs of firms that sold these products had no better comprehension of it all. (Ross Sorkin, 2009, p. 90)

Le problème se situait parfois au niveau de la *qualité* des informations qui informait une prise de décision, notamment dans le cas des agences de notation :

In June 2005, Moody's updated its approach for estimating default correlation, but it based the new model on trends from the previous 20 years, a period when housing prices were rising and mortgage delinquencies were very low—and a period in which nontraditional mortgage products had been a very small niche. (FCIC, 2011, p. 147)

Dans d'autres cas, le problème se situait du côté du modèle utilisé pour traiter l'information :

To community activists and local officials, however, the lending practices were a matter of national economic concern. Ruhi Maker, a lawyer who worked on foreclosure cases at the Empire Justice Center in Rochester, New York, told Fed Governors Bernanke, Susan Bies, and Roger Ferguson in October 2004 that she suspected that some investment banks—she specified Bear Stearns and Lehman Brothers—were producing such bad loans that the very survival of the firms was put in question. “We repeatedly see false appraisals and false income,” she told the Fed officials, who were gathered at the public hearing period of a Consumer Advisory Council meeting. She urged the Fed to prod the Securities and Exchange Commission to examine the quality of the firms’ due diligence; otherwise, she said, serious questions could arise about whether they could be forced to buy back bad loans that they had made or securitized. Maker told the board that she feared an “enormous economic impact” could result from a confluence of financial events: flat or declining incomes, a housing bubble, and fraudulent loans with overstated values. In an interview with the FCIC, Maker said that Fed officials seemed impervious to what the consumer advocates were saying. The Fed governors politely listened and said little, she recalled. “They had their economic models, and their economic models did not see this coming,” she said. “We kept getting back, ‘This is all anecdotal.’” (FCIC, 2011, p. 15-16⁸)

Selon Gennaioli, Shleifer et Vishny (2011, p. 2-3), même du côté des investisseurs aguerris, on ne saisissait pas tout à fait les risques en jeu : « [T]here is growing evidence that even sophisticated investors prior to the crisis did not appreciate the possibility of sharp declines in housing prices [...], but also did not have accurate models for pricing securitized debt, particularly Collateralized Debt Obligations [...] ». Coval, Jurek et Stafford (2009) montrent aussi comment, même pour les experts qui s'occupaient de titriser toutes sortes de créances, il était aisé de sous-estimer le risque.

Cette sous-estimation des risques est critiquée depuis les années 60 par Benoît Mandelbrot, le père des mathématiques des fractals, qui conteste l'évaluation des risques que produit la théorie financière moderne qui présuppose l'efficacité des marchés. La branche financière de la science économique est, selon lui, au même stade aujourd'hui que la chimie l'était au 16^e siècle :

⁸ Bernanke (2015, p. 160) souligne aussi que les « modèles » de la Réserve fédérale sont aussi notoirement inefficace pour prévoir les effets économiques d'une crise financière, tout simplement parce que les crises sont rares.

Financial markets are the machines in which much human welfare is decided; yet we know more about how our car engines work than about how our global financial system functions. We lurch from crisis to crisis. In a networked world, mayhem in one market spreads instantaneously to all others – and we have only the vaguest of notions how this happens, or how to regulate it. So limited is our knowledge that we resort, not to science, but to shamans. We place control of the world’s largest economy in the hands of a few elderly men, central bankers. We do not understand what they do or how, but we have blind faith that they can somehow induce the economic spirits to bring us financial sunshine and rain, and save us from financial frost and pestilence. (Mandelbrot et Hudson⁹, 2004, p. 254-255 ; pour une critique similaire, voir Taleb, 2007)

Il n’est évidemment pas le seul aujourd’hui à mettre en exergue les problèmes de la science économique elle-même, qui auraient empêché les économistes de voir venir la crise et, donc, de peut-être la prévenir. Stiglitz (2011) parle plus précisément de l’échec du modèle « standard » en économique. Krugman (2009) affirme quant à lui que les économistes ont confondu la « beauté » de leur modèle mathématique avec la réalité (voir aussi Kay, 2011 ; Leijonhufvud, 2009 ; Frydman et Goldberg, 2011). Plusieurs économistes signaient aussi, en 2008, une sorte de « J’accuse » à la profession :

[...] if one browses through the academic macroeconomics and finance literature, “systemic crisis” appears like an otherworldly event that is absent from economic models. Most models, by design, offer no immediate handle on how to think about or deal with this recurring phenomenon. In our hour of greatest need, societies around the world are left to grope in the dark without a theory. That, to us, is a systemic failure of the economics profession. (Colander *et al.*, 2008, p. 2)

Daron Acemoglu y allait aussi d’un constat semblable :

In our obliviousness to the importance of market-supporting institutions we were in sync with policymakers. They were lured by ideological notions derived from Ayn Rand novels rather than from economic theory. We let these notions set the agenda for our thinking about the world and worse, perhaps, for our policy advice. (Acemoglu, 2009)

Tout comme le magazine *The Economist* :

⁹ Dans la préface rédigée en octobre 2008, Mandelbrot affirme d’emblée : «The worldwide market crash of autumn 2008 had many causes: greedy bankers, lax regulators, and gullible investors, to name a few. But there is also a less-obvious cause: our all-too-limited understanding of how markets work, how prices move, and how risks evolve. » (Mandelbrot et Hudson, 2004, p. xv)

[...] a broader change in mindset is still needed. Economists need to reach out from their specialised silos: macroeconomists must understand finance, and finance professors need to think harder about the context within which markets work. And everybody needs to work harder on understanding asset bubbles and what happens when they burst. For in the end economists are social scientists, trying to understand the real world. And the financial crisis has changed that world. (The Economist, 2009)

Récemment, Gertler, Kiyotaki et Prestipino (2016) écrivaient :

One of the central challenges for contemporary macroeconomics is adapting the core models to account for why the recent financial crisis occurred and for why it then devolved into the worst recession of the postwar period. On the eve of the crisis the basic workhorse quantitative models used in practice largely abstracted from financial market frictions. These models were thus largely silent on how the crisis broke out and how the vast array of unconventional policy interventions undertaken by the Federal Reserve and Treasury could have worked to mitigate the effects of the financial turmoil. Similarly, these models could not provide guidance for the regulatory adjustments needed to avoid another calamity. (Gertler, Kiyotaki et Prestipino, 2016, p. 2)

Amato et Fantacci (2012, p. vii) considèrent pour leur part que la crise financière est aussi une crise de la « manière dont nous comprenons [...] la finance ». Akerlof et Shiller (2009, p xi) affirment que « [...] ignorance of how the economy really works has led to the current state of the world economy [...] ». De son côté, Geoges Soros croit que :

One cannot escape the conclusion that both the financial authorities and market participants harbour fundamental misconceptions about the way financial markets function. These misconceptions have manifested themselves not only in a failure to understand what is going on; they have given rise to excess, which are at the root of the current market turmoil. (Soros, 2009, p. xxiv)

Gary Gorton concourt en quelque sorte à leur diagnostic quand il affirme que les économistes ont tout simplement ignoré la nature nouvelle de la monnaie :

Think of economist and bank regulators looking out at the financial landscape prior to the financial crisis. What did they see? They did not see the possibility of a systemic crisis. Nor did they see how capital markets and the banking system had evolved in the last thirty years. They did not know, of the existence of new financial instrument

or the size of certain money markets, like the sale and repurchase market. They did not know what ‘money’ had become. They looked from a certain point of view, from a certain paradigm, and missed everything that was important. (Gorton 2012, p. viii)

Et Quiggin (2010) consacre tout un ouvrage aux « idées zombies » qui auraient mené à la crise et qui survivent aujourd’hui :

Before the Global Financial Crisis ideas like the Efficient Market Hypothesis and the Great Moderation were very much alive. Their advocates dominated mainstream economics. Their influence, acknowledged or not, guided the thinking of the practical men and women whose decisions created a financial system without parallel in history. [...] The result was a global economy in which both households and nations lived beyond their means (Quiggin, 2010, p. 1)

Comme on le voit, ils sont plusieurs à faire le lien entre les économistes et les régulateurs ou simplement à mettre l’emphase sur l’influence de la science économique sur les politiques publiques. Dani Rodrik est d’avis que « [t]he economists’ narrative gave intellectual cover to freeing up finance and convinced politicians that what was good for Wall Street was also good for Main street. » (Rodrik, 2011, p. 132) Cette idée économique, ou ce mythe, que les marchés sont rationnels s’est transformée en un lieu commun accepté par plusieurs, dont Alan Greenspan. Justin Fox résume ainsi ce qu’il appelle l’« idéologie de Greenspan » : « Financial markets knew best. They moved capital from those who had it to those who needed it. They spread risk. They gathered and dispersed information. They regulate global economic affairs with a swiftness and decisiveness that governments couldn’t match. » (Fox, 2009, p. xii) Sheila Bair, qui a dirigé la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) de 2006 à 2011, parle aussi d’un « état d’esprit » chez les régulateurs voulant qu’il ne doive y avoir aucune réglementation et que le marché doive être responsable de se policer lui-même (Bair, 2012, p. 48). Adair Turner, qui a dirigé la *Financial Service Authority* en Grande-Bretagne de 2008 jusqu’à son abolition en 2013, croit aussi qu’une certaine « philosophie régulatrice » était directement issue de l’approche néoclassique en économie :

[...] the neoclassical approach does tend to dictate a particular regulatory philosophy, in which policy makers ideally seek to identify the specific market imperfections preventing the attainment of complete and efficient markets, and in which regulatory intervention should ideally be focused not on banning products or dampening down

the volatility of markets but on disclosure and transparency requirements that will ensure that markets are as efficient as they can be. (Turner, 2012, p. 42)

Kay (2015, p. 223-224) parle plutôt de capture intellectuelle de l'appareil réglementaire, visible dans le passage d'un modèle qui mettait l'emphasis sur les obligations légales à un modèle de régulation qui fait essentiellement la promotion d'une « abstraite intégrité des marchés ». Kwak (2014) parle quant à lui de « capture culturelle ».

En octobre 2008, Alan Greenspan donnera du poids à une telle interprétation de l'importance des idées en insistant, lors de son passage devant un comité du Congrès, sur l'échec de certaines idées auxquelles lui et d'autres adhéraient :

Those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholders' equity, myself included, are in a state of shocked disbelief [...] This modern risk-management paradigm held sway for decades. The whole intellectual edifice, however, collapsed in the summer of last year. (cité dans Andrew, 2008)

Dans la foulée de ces constats, le lecteur assidu des ouvrages sur la crise n'en finit plus de lire et relire l'extrait de Keynes sur l'influence des économistes sur les politiciens, citée jusqu'à plus soif¹⁰. Mirowski commente d'une manière instructive la boutade du célèbre économiste :

[...] the injection of economic ideas into quotidian politics has been conducted in ways both more concrete and yet more convoluted than is suggested by this rather tendentious bit of economists' self-flattery. Economic doctrines rise to dominance because they have been built up from compelling intellectual trends located elsewhere in the culture, and often, in other sciences; and, in turn, depend upon promoters and funders to impress their importance upon other economist, and thenceforward the larger world. Ideas may be retailed, but they are not simply marketed, whatever the

¹⁰ Il s'agit en fait du paragraphe qui conclut l'ouvrage phare de Keynes. Nous complétons ici la citation jusqu'à la fin :

Practical men who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influence, are usually the slaves of some defunct economist. Madmen in authority, who hear voices in the air, are distilling their frenzy from some academic scribbler of a few years back. I am sure that the power of vested interest is vastly exaggerated compared with the gradual encroachment of ideas. Not, indeed, immediately, but after a certain interval; for in the field of economic and political philosophy there are many who are influenced by new theories after they are twenty-five or thirty years of age, so that the ideas which civil servants and politicians and even agitators apply to current events are not likely to be the newest. But, soon or late, it is ideas, not vested interests, which are dangerous for good or evil. (Keynes, 1964, p. 383-384)

neoliberals insist otherwise. As with history, men make ideas, but not as straightforwardly as they please. Ideas have a nasty habit of transubstantiating as they wend their way throughout the space of discourse; sometimes proponents do greater harm to their integrity than do their opponents. Other times, people seem congenitally incapable of grasping what has been proffered them; and creative misunderstanding drives thought in well-worn grooves. In a riot of Dubious Signifiers, the Big Lie is king; but that does not preclude the fact that juddering call and response strewn around it can be regularly bent to political ends. (Mirowski, 2013, p. 13)

Dans la même veine, certains soulignent le malheureux mélange d'idée et d'intérêts dans toute l'histoire. Charles Ferguson (2010, 2012) dénonce l'influence évidente et intéressée des économistes sur les débats au sujet de la réglementation financière en mettant au jour, à l'aide nombreux exemples troublants, le problème de conflit d'intérêts dans la profession aux États-Unis. Le réalisateur de *Inside Job* soutient que l'on ne devrait pas se surprendre du phénomène et qu'il est déjà connu dans d'autres domaines comme la pharmacologie où les recherches payées par l'industrie sont plus susceptibles de produire des résultats favorables (Ferguson, 2012, p. 240 ; voir aussi Salmon, 2012). Il résume ainsi le problème :

These days, if you see a famous economics professor testify in Congress, appear on television news, testify in an antitrust case or regulatory proceeding, give a speech, or write an opinion article [...], there is a high probability that he or she is being paid by someone with a big stake in what's being debated. Most of the time, these professors do not disclose these conflicts of interest in their public or media appearances, and most of the time their universities look the other way. (Ferguson 2012, p. 241)¹¹

Simon Johnson avait déjà soulevé le problème en 2009 :

Wall Street's seductive power extended even (or especially) to finance and economics professors, historically confined to the cramped offices of universities and the pursuit of Nobel Prizes. As mathematical finance became more and more essential to practical finance, professors increasingly took positions as consultants or partners at

¹¹ Carrick-Hagenbarth et Epstein (2012), qui ont étudié les cas de 19 économistes « prestigieux » aux États-Unis qui ont pris part aux débats sur la réforme de la gouvernance financière, ont aussi constaté que la divulgation de possible conflit d'intérêts n'était pas courante. La mention de liens avec l'industrie, dans les communications revues par les auteurs varient entre 0 et, au mieux 45% du temps. Onze économistes, parmi les quinze économistes qui avaient des liens identifiés avec l'industrie, ne les avaient pas divulgués. Selon une analyse faite par des journalistes de Reuters (Flitter, Cooke et da Costa, 2010), de 96 témoignages donnés par des professeurs devant le Comité du Sénat sur les banques et le Comité de la Chambre sur les services financiers, entre 2008 et 2010, aucune règle entendue de divulgation ne semble exister. Environ le tiers des témoins n'ont pas révélé leur affiliation à l'industrie financière.

financial institutions. [...] This migration gave the stamp of academic legitimacy (and the intimidating aura of intellectual rigor) to the burgeoning world of high finance. (Johnson, 2009)

Même s'ils tentent de tracer un portrait plus nuancé du rôle de certaines idées, Golub, Kaya et Reay, après avoir étudié les procès-verbaux du Federal Open Market Committee (FOMC) avant la crise, ils n'en concluent pas moins que :

Attributing the Fed's failures to free-market ideology, reliance on unrealistic models and regulatory capture is too simplistic - FOMC discussions are remarkably pragmatic and Fed policymakers and staff are highly sophisticated. Instead we argue that a combination of factors, most prominently confidence in 'post hoc interventionism' as the best policy response to bubbles, and institutional routines that directed attention away from the crucial issues, were what blinded the Fed to mounting systemic risks in the pre-crisis period. Along with Greenspan's skepticism about the efficacy of regulation, these two considerations contribute significantly to our understanding of the Fed's pre-crisis thinking. (Golub, Kaya et Reay, 2014, p. 28)

2.1.6 DEUX THESEES DOMINANTES

Les quelques thèses présentées plus haut n'épuisent évidemment pas le lot de causes avancées pour expliquer la crise financière. Sont ainsi exclues des explications centrées sur le rôle des agences de notation (Ferguson, 2010 ; 2012, p. 106-108), de l'arbitrage réglementaire en général (Moshirian, 2011), ou plus particulièrement en regard des obligations des banques en matière de ratio de capitaux propres (Acharya et Richardson, 2009 ; Friedman et Krause ; Kling 2010, p. 515-517 ; Jablecki et Machaj, 2009). Plusieurs théories « populaires » tendent aussi à « blâmer les victimes » de la crise, notamment les emprunteurs ayant profité de politiques d'accès à la propriété (Treas, 2010). Ces quelques thèses présentées plus haut sont par ailleurs faussement compartimentées ici. Pour des raisons évidentes, il était important de relever quelques-unes des grandes hypothèses sur la crise, sans pour autant les inclure tout de suite dans une trame explicative plus large. Une trame dont elles font habituellement partie, sauf exception.

En effet, après avoir parcouru toute cette littérature, il devient évident, pour l'étudiant de la crise,

que deux grandes thèses ressortent du lot. La première de ces tendances ou la principale thèse avance que la crise financière américaine était en quelque sorte un événement imprévisible, une tempête parfaite aux multiples causes. La deuxième thèse est celle de la défaillance réglementaire, soit la prétention que la crise financière est le produit d'un mauvais fonctionnement ou d'une mauvaise calibration de la réglementation en place.

LA TEMPETE PARFAITE

Tel que vu, le portrait présenté ci-haut a quelque chose de faussement compartimenté. Comme il est ardu, voire impossible, de faire un compte-rendu systématique de la littérature sans s'éterniser inutilement en nuances et spécifications de toutes sortes, nous avons opté pour ce genre de présentation qui n'en demeure pas moins un portrait fiable des différentes directions qu'a prises la littérature sur la crise. Néanmoins, outre quelques articles ou ouvrages très ciblés, beaucoup des auteurs cités jusqu'ici adhèrent autant, explicitement, à une thèse particulière, qu'implicitement, à une thèse plus générale que nous appelons la thèse de la tempête parfaite. « Implicitement » parce que nous parlons souvent ici d'ouvrages qui, par leur incapacité à départir les causes profondes des causes superficielles, finissent par noyer le poisson dans un océan de faits, de fausses causes et d'anecdotes.

Derrière la thèse de la tempête parfaite se cache l'idée que l'événement est si complexe qu'il est peut-être au final futile de rechercher des causes précises. Stiglitz (2010) est un bon exemple, lorsqu'il parle de la « combinaison toxique » entre un « marché déréglementé inondé de liquidités, des taux d'intérêt bas, une bulle immobilière globale, le déficit commercial et fiscal américain et l'accumulation de dollars par la Chine » (Stiglitz, 2010, p. 1). Dans son premier chapitre, « The Making of the Crisis », l'auteur poursuit son énumération des causes de la crise : la bulle immobilière (p. 1), la concentration de l'économie dans le secteur immobilier et la création de « produits complexes » par les banques (p. 2), l'interrelation des « paris » faits par les banques (entre elles), l'endettement de celles-ci, l'évaporation de la confiance envers ces institutions (p. 3), Alan Greenspan et la guerre en Irak (p. 4), des hypothèques à haut risque et avec des clauses cachées (p. 5), l'appât du gain des banquiers, les agences de notations et les régulateurs (p. 6) et finalement, l'aléa moral (p. 7). Stiglitz enchaîne ensuite avec une synthèse de

l'argument de la tempête parfaite :

Lax regulation without cheap money might not have led to a bubble. But more importantly, cheap money with a well-functioning or well-regulated banking system could have led to a boom, as it has at other times and places. (By the same token, had the rating agencies done their job well, fewer mortgages would have been sold to pension funds and other institutions, and the magnitude of the bubble might have been markedly lower. The same might have been true even if rating agencies had done as poor a job as they did, if investors themselves had analyzed the risks properly.) In short, it is a combination of failures that led the crisis to the magnitude that it reached. (Stiglitz, 2010, p. 9)

Plus récemment, l'économiste Alan Blinder (2013) adopte un argument similaire :

It would be emotionally satisfying to pin the blame for the crumbling of the financial system on a single culprit – such as greedy bankers, who certainly deserve their share. But it's only a share. While it is natural to crave simple explanations, complicated events are, well, complicated. It is hard to imagine how something as sweeping and multifaceted as the financial crisis could have stemmed from a single cause or has a single villain. (Blinder, 2013, p. 27)

Des économistes de la *British Academy*, dans une lettre adressée à la Reine d'Angleterre en réponse à sa question sur le pourquoi de l'échec de la science économique à voir venir la crise, soulignent aussi l'effet de système, ou le risque systémique qui n'a su être détecté par les économistes et les régulateurs :

So where was the problem? Everyone seemed to be doing their own job properly on its own merit. And according to standard measures of success, they were often doing it well. The failure was to see how collectively this added up to a series of interconnected imbalances over which no single authority had jurisdiction. This, combined with the psychology of herding and the mantra of financial and policy gurus, lead to a dangerous recipe. Individual risks may rightly have been viewed as small, but the risk to the system as a whole was vast. (Besley et Hennessy, 2009)

Finalement, Artus *et al.* (2008) tentent aussi d'éviter les explications trop simples, voire simplistes : « Les déséquilibres qui ont conduit à la crise des subprimes ne se sont pas enchaînés de façon linéaire et unidirectionnelle. C'est même tout le contraire : on a assisté à la conjonction de nombreux événements qui se sont renforcés les uns les autres, ce qui complique évidemment l'analyse. » (Artus et al. 2008, p. 13) Les auteurs pointent néanmoins du doigt la « situation

macroéconomique instable » qui est elle-même déclinée en « six faits stylisés principaux » — une ample liquidité, une baisse globale de l’inflation et de sa volatilité, une baisse généralisée des primes de risque, une baisse des taux d’intérêt à long terme, une expansion du crédit dans un contexte non inflationniste et une montée des prix d’actifs. Ensuite, les auteurs mentionnent les dysfonctionnements microéconomiques — une exigence de rentabilité, un relâchement des conditions d’attribution des prêts et des pratiques financières à haut risque (titrisation, produits dérivés, concentration des risques).

LA DÉFAILLANCE RÉGLEMENTAIRE

Néanmoins, même ces auteurs qui insistent sur la complexité du phénomène et sur le danger de s’en remettre à des analyses simplistes adhèrent aussi, parmi d’autres, à une autre thèse très populaire, celle de la défaillance réglementaire.

Tout d’abord, tous les ouvrages, ou presque, sur la crise financière ont une partie plus ou moins longue sur le mouvement de déréglementation financière qui a eu lieu, aux États-Unis et ailleurs, depuis la chute de Bretton Woods (voir surtout Madrick, 2011). C’est une cause implicite ou explicite de pratiquement tous les récits sur la crise. Noam Chomsky voit la « libéralisation de la finance dans les années 1970 » comme « une des racines » de la crise (Chomsky, 2010, p. 212 ; voir aussi Posner, 2015, p. 1893). Frank (2012, p. 3) soutient qu’il y a un consensus sur la cause de la crise, soit l’effort prolongé, sur des décennies, pour affaiblir la supervision bancaire et encourager l’expérimentation financière. Elizabeth Warren écrit, en 2014 : « The real cause of the crash was not some inevitable cycle; this crash was the direct consequence of years of deliberate deregulation and resulting dangerous actions of the big banks. » (Warren, 2014, p. 177)

De son côté, la FCIC consacre un chapitre à la question, dans lequel elle évoque l’« expansion des activités bancaires » par l’élimination graduelle du *Glass-Steagall Act*, mais aussi, et surtout, le manque de réglementation dans le domaine des produits dérivés et des compensations pour les travailleurs de la finance (FCIC, 2011, p. 52-66). Ferguson, comme d’autres, insiste aussi particulièrement sur le passage, à la fin 2000, du *Commodity Futures Modernization Act* qui excluait les produits dérivés du périmètre réglementaire, et ce, même après la chute spectaculaire,

en 1998, du fonds spéculatif *Long Term Capital Management* (Ferguson, 2010, 2012, p. 44-47). Ainsi, les contrats d'échange sur risque de crédit furent pratiquement officiellement *non* réglementés en 2000 :

Credit default swaps, and many other modern financial products, evade tidy characterization within traditional classifications of financial devices. They could be classified as insurance or securities or futures and therefore subject to state, SEC or CFTC regulation. In fact, however, many of these devices were simply put beyond regulatory reach in the Commodities Futures Modernization Act of 2000. Whether due to this statutory exemption or general problems of classification and jurisdiction, it became clear that trillions of dollars in notional amount of these products had been created without the kind of transparency, for markets or regulatory authorities that usually accompany financial instrument creation, trading and settlement. (Cunningham et Zaring, 2009, p. 21)

Le cas des *credit default swaps* est particulièrement troublant puisqu'il n'est pas tout à fait vrai de dire qu'ils n'étaient pas réglementés. En fait, ils étaient reconnus par les organes de réglementation pour des d'allègements en capital ; si une banque détenait une telle assurance sur une dette contractée, elle pouvait réduire le capital qu'elle conservait en cas de perte. En 2007, AIG Financial affirmait, dans ses états financiers, que 72 % des CDS qu'elle vendait l'étaient pour des clients à la recherche d'un tel allègement réglementaire (Yorulmazer, 2012, p. 3).

Plusieurs auteurs, même s'ils soulignent ces mêmes faits, insistent aussi sur la manière dont la réglementation existante a été appliquée. Posner (2010, p. 79) affirme : « At the root of the financial collapse [...] was a failure of regulation, compounded of unsound monetary policy and deregulation, non regulation, and lax – excessively permissive – regulation of financial intermediation. » Chinn et Frieden (2011, p. 163) affirment pour leur part que, même si la « cause ultime » de la crise a plus à voir avec les flux entrants de capitaux (excessifs), il reste que

[...] an abject failure of regulatory oversight was unquestionably critical. More vigilant regulators could have spared the country some of the worst excesses of the capital flow cycle. Thirty years of almost continual deregulation of finance would have to be reconsidered, and some of it would have to be reversed.

Bhidé (2010, p. 3) affirme pour sa part : « Finance has been on the wrong trajectory for more than half a century : Its defects derive from academic theories and regulatory structure whose origin

date back to the 1930s. » La FCIC dans la deuxième conclusion de son rapport, pointe du doigt la réglementation déficiente :

We conclude widespread failures in financial regulation and supervision proved devastating to the stability of the nation's financial markets. The sentries were not at their posts, in no small part due to the widely accepted faith in the self-correcting nature of the markets and the ability of financial institutions to effectively police themselves. More than 30 years of deregulation and reliance on self-regulation by financial institutions, championed by former Federal Reserve chairman Alan Greenspan and others, supported by successive administrations and Congresses, and actively pushed by the powerful financial industry at every turn, had stripped away key safeguards, which could have helped avoid catastrophe. This approach had opened up gaps in oversight of critical areas with trillions of dollars at risk, such as the shadow banking system and over-the-counter derivatives markets. In addition, the government permitted financial firms to pick their preferred regulators in what became a race to the weakest supervisor. (FCIC, 2011, p. xviii)

Brooksley Born (2011) reprend les conclusions de la FCIC et insiste surtout sur la non-réglementation, notamment des pratiques en matière de prêts hypothécaires par la Réserve fédérale. La SEC est aussi pointée du doigt pour ne pas avoir exigé une divulgation de la qualité des prêts qui allaient être titrisés. Finalement, Born, qui a agi comme commissaire de la CFTC de 1996 à 1999, déplore aussi la déréglementation des produits dérivés transigés de gré à gré (voir aussi Kay, 2015, p. 221-222). Ben Bernanke (2013, p. 117) a aussi jugé que « [...] the crisis revealed many weaknesses in our regulatory system. ». Il avoue que :

[...] the Federal Reserve could have been more aggressive on the supervisory and regulatory side to make sure, for example, that the mortgages being originated were of better quality, that firms were appropriately monitoring their risk, and so on. So I think the first line of defense should be regulation and supervision. (Bernanke 2013, p. 59)

Finalement, même Alan Greenspan (2013, p. 103-120), dans un récent ouvrage, y va de propositions pour améliorer la réglementation financière aux États-Unis.

Bordo, Redish et Rockhoff (2015) offrent une étude comparative Canada-États-Unis et identifient les différences entre les deux systèmes réglementaires en insistant notamment sur la fragmentation du système *bancaire* et *réglementaire* américain, qui serait à la source des

nombreuses crises financières vécues par nos voisins. La fragmentation de l'industrie renvoie tout simplement au nombre très grand d'institutions financières présentes aux États-Unis. Contrairement au Canada, l'interdiction pour les banques américaines d'ouvrir des filiales dans d'autres États, depuis le *Macfadden Act* de 1927, a eu évidemment pour effet de fragmenter l'industrie. Certes, des États peuvent faire des ententes entre eux pour permettre l'ouverture de filiales (ou le *branching*). Trente États ont actuellement des ententes pour permettre l'ouverture de filiales tandis que quatre États permettent à tous les autres d'installer des filiales sur leurs territoires. Soixante-quinze pour cent de ces trente-quatre états ne permettent cependant que le *branching* par le biais d'achat d'une banque existante. Finalement, 16 États américains interdisent toujours de telles pratiques (Brean, Kryzanowski et Roberts, 2011). Cette fragmentation augmente la possibilité qu'une banque soit touchée, fatalement, par un risque régional, comme cela s'est produit durant les années 1930 aux États-Unis, mais pas au Canada.

La fragmentation réglementaire renvoie quant à elle au nombre important de régulateurs bancaires nationaux et étatiques. Elle est le résultat d'une moins grande centralisation des pouvoirs réglementaires au niveau fédéral. Les États-Unis se retrouvent ainsi avec un « *dual system* » où les institutions financières sont réglementées par un régulateur national et un régulateur étatique. La FCIC explique bien les objectifs du système :

To create checks and balances and keep any agency from becoming arbitrary or inflexible, senior policy makers pushed to keep multiple regulators. In 1994, Greenspan testified against proposals to consolidate bank regulation: "The current structure provides banks with a method . . . of shifting their regulator, an effective test that provides a limit on the arbitrary position or excessively rigid posture of any one regulator. The pressure of a potential loss of institutions has inhibited excessive regulation and acted as a countervailing force to the bias of a regulatory agency to overregulate." Further, some regulators, including the OTS [Office of Thrift Supervision] and OCC [Office of the Comptroller of the Currency], were funded largely by assessments from the institutions they regulated. As a result, the larger the number of institutions that chose these regulators, the greater their budget. (FCIC, 2011, p. 54)

Même si le système de double réglementation américain a ses défenseurs (voir Boyer et Ponce, 2012 ; Kane 1984 ; Cunningham et Zaring, 2009¹²), il est de plus en plus pointé du doigt avec la

¹² Cunningham et Zaring soulignent quelques avantages du modèle réglementaire pré-crise aux États-Unis :

crise financière. Bair (2012, p. 45) raconte comment le travail interagences était pénible : « It was not uncommon for the OCC and Fed to team up against the FDIC, dividing the issues among them. So, as if fighting a hydra-headed monster, we would get agreement with one on one issue, and then the other would come out of the woodwork with completely different concern and so on. » Ses mémoires de son passage à la FDIC sont remplies d'histoires de sur les « différences de vues entre les régulateurs bancaires », les « désaccords philosophiques » et les « batailles washingtoniennes classiques de territoire » et autres « shenanigans » (Bair, 2012, p. 67, 99, 172, 219).

Agarwal *et al.* (2012) concluent que ce double système réglementaire se caractérise par une « inconsistance » entre la supervision menée par les régulateurs nationaux (la Réserve fédérale et la FDIC), plus sévères, et les régulateurs étatiques, moins rigoureux, probablement parce que plus captifs des banques qu'ils réglementent et desquelles ils tirent leurs revenus. De plus, les auteurs concluent que les états où les régulateurs étatiques sont les moins sévères — en comparaison de leur équivalent national — souffrent d'un nombre plus grand de crises bancaires. Butler et Macey (1988) considéraient d'ailleurs que la compétition réglementaire était un « mythe », sans réels bénéfices évidents. Le rapport de la FCIC (2011) quant à lui, fait état d'un système réglementaire qui fait les frais d'une guerre de territoire :

Cox, the former Minnesota prosecutor, and Madigan, the Illinois attorney general, told the Commission that one of the single biggest obstacles to effective state regulation of unfair lending came from the federal government, particularly the Comptroller of the Currency (OCC), which regulated nationally chartered banks—including Bank of America, Citibank, and Wachovia—and the S, which regulated nationally chartered thrifts. The OCC and OTS issued rules preempting states from

Because the model has received a great deal of criticism, it is worth emphasizing its values, chiefly innovation and regulatory discipline by providing a range of alternatives. The model featured a multiplicity of regulators, some of whom compete against one another, creating a market for law, and a crisis-driven evolutionary process. (Cunningham et Zaring, 2009, p. 8)

Ils ajoutent :

True, the prevailing US fragmentary system of financial regulation is, as we have explained, not a particularly coherent one. But it also offers recognizable virtues. Chief among these is the application of divided government to financial regulation. Believers in a Madisonian vision of divided government may be inclined to keep the financial regulatory system in the form closely resembling the current one (whether or not treated as modified by the 2008 crisis-response centralization). Divided government slows down the ability of new visionaries (which may include Messrs. Paulson and Volcker) with a comprehensive approach to regulation to implement that vision. And there are those who believe that this would be no bad thing, such as, for example, those persuaded by the Burkean advantages of making change difficult. (Cunningham et Zaring, 2009, p. 49)

enforcing rules against national banks and thrifts. Cox recalled that in 2001, Julie Williams, the chief counsel of the OCC, had delivered what he called a “lecture” to the states’ attorneys general, in a meeting in Washington, warning them that the OCC would “quash” them if they persisted in attempting to control the consumer practices of nationally regulated institutions. (FCIC, 2011, p. 13)

De son côté, Gillian Tett (2010) déplore l’effet de « silo » :

[...] from the perspective of someone who has both trained as a social anthropologist but now works as a financial journalist, I would highlight two other issues, which are not usually featured in the financial debate. One of these is the problem of “silos”, or the fact that many part of the financial world have been dangerously fragmented in recent years, both in a structural sense (i.e. how banks and regulators have been organised) and in a cognitive sense (i.e. how financiers and policy makers conceive of finance). That has made it very hard for anyone inside or outside the banking world to “join up the dots”, and see how systemic risks were building across the system. (Tett, 2010, p. 122)

Nous aurons l’occasion d’y revenir, mais notons aussi, en terminant, que plusieurs auteurs mettent en exergue un autre problème lié à la réglementation, soit celui de la capture réglementaire. Martin Wolf identifiait dernièrement six causes de la crise financière, dont le problème de l’influence de l’argent en politique :

[...] possibly the most disturbing was (and is) the ability of the financial industry to use its money and lobbying clout to obtain the lax regulations it wanted (and wants). This has not ended. On the contrary, the push-back against post-crisis regulation demonstrates that it is very much with us. This is one of the reasons why crises will recur. Regulation will be eroded, both overtly and covertly, under the remorseless pressure and unfailing imagination of a huge, well-organized and highly motivated industry. This is not about fraud narrowly defined. It is more about the corruption of a political process in which organized interests outweigh the public interest.

Finally, regulators will never keep up with all this. They lack the resources, the motivation and, in last resort, the knowledge to do so. The only solution is to create a financial system whose failure the world economy would survive relatively unscathed. (Wolf, 2014, p. 147)

Shela Bair avertissait aussi en 2012 : « People need to understand that we are at risk of another financial crisis unless the general public more actively engages in countering the undue influence

of the financial services lobby¹³. » (Bair, 2012, p. 8) La commission d'enquête sur les causes de la crise américaine évoque aussi le problème de la capture :

To create checks and balances and keep any agency from becoming arbitrary or inflexible, senior policy makers pushed to keep multiple regulators. In 1994, Greenspan testified against proposals to consolidate bank regulation: "The current structure provides banks with a method . . . of shifting their regulator, an effective test that provides a limit on the arbitrary position or excessively rigid posture of any one regulator. The pressure of a potential loss of institutions has inhibited excessive regulation and acted as a countervailing force to the bias of a regulatory agency to overregulate." Further, some regulators, including the OTS and Office of the Comptroller of the Currency (OCC), were funded largely by assessments from the institutions they regulated. As a result, the larger the number of institutions that chose these regulators, the greater their budget¹⁴. (FCIC, 2011, P. 54)

Tel que vu plus haut, la thèse de la défaillance réglementaire, sans être une métahypothèse comme celle de la tempête parfaite, englobe néanmoins plusieurs autres hypothèses. Cela va de soi quand on y réfléchit. Par exemple, le problème des incitatifs dans le secteur bancaire, la politique monétaire trop permissive, le contrôle du crédit hypothécaire et même, d'une certaine manière, la surveillance contre les « tempêtes parfaites », ce sont toutes là des causes qui nous renvoient soit à une non-réglementation soit à une réglementation déficiente. D'ailleurs, Nichols, Hendrickson et Griffith affirment, après avoir énuméré une foule de causes possibles de la crise : « Although it is not accurate to claim that all of these perspectives can be reduced to a few categories, it is generally true that they do break down into either the perspective that too much regulation was the problem or not enough regulation is to blame. » (Nichols, Hendrickson et Griffith, 2011, p. 237) Même la cause la plus immédiate de la crise, soit la bulle immobilière, ne peut s'expliquer qu'en se référant à un certain nombre de règles qui favorisaient l'investissement dans l'immobilier au profit d'autres types d'investissement (Ellis, 2008).

¹³ Bresser-Pereira (2010, p.5) rapporte les dires de l'économiste en chef de Citigroup:

As Willem Buiter observed in a post-crisis symposium at the Federal Reserve Bank of Kansas City, the special interests related to the financial industry do not engage in corrupting monetary authorities, but the authorities internalize, "as if by osmosis, the objectives, interests and perceptions of reality of the private vested interests that they are meant to regulate and survey in the public interest."

¹⁴ Bair (2012, p. 45) raconte aussi comment le travail inter-agences était pénible: « It was not uncommon for the OCC and Fed to team up against the FDIC, dividing the issues among them. So, as if fighting a hydra-headed monster, we would get agreement with one on one issue, and then the other would come out of the woodwork with completely different concern and so on. »

Le cas des deux hypothèses concurrentes que nous avons présentées, qui jettent le blâme sur les banques ou sur l'État, est particulièrement parlant. Dans cette opposition, les solutions avancées pour prévenir une crise (l'assurance dépôt, un prêteur de dernier ressort) se retrouvent ironiquement à être pointées du doigt par ceux qui cherchent à prouver que l'État crée un aléa moral.

[...] regulation also can play a role in perpetrating and perpetuating financial crises. Poorly designed regulation can exacerbate market failures and make financial crises more likely and deeper. Some regulatory policies encourage overinvestment or promote moral hazard. Legal rules empower certain informational intermediaries and other gatekeepers in ways that widen informational asymmetry and create dysfunctional incentives. Statutes and regulations can increase agency costs and opacity, and feed individual actors' propensities to make bad decisions. (Partnoy, 2014, p. 2)

Plus généralement, la réglementation peut avoir comme effet de protéger certaines entreprises et de limiter la concurrence. Les agences de notations, qui profitent d'un statut particulier, sont un bon exemple (The Economist, 2014). En fait, la théorie de la capture réglementaire était, à l'origine, centrée sur ce phénomène de protection d'un secteur par le biais de la réglementation (Stigler, 1971).

2.2 L'EXCEPTION CANADIENNE

La littérature portant sur le Canada dans le contexte de la crise financière se concentre davantage, le lecteur l'aura prédit, sur les raisons qui ont fait en sorte que le Canada a évité une bonne partie de la crise financière. Certes, le Canada a vécu sa propre crise du papier commercial, avec des conséquences majeures sur certaines institutions, notamment la Caisse de dépôt et placement du Québec. Lorsque, en août 2007, le marché monétaire international a « figé », le Canada a été affecté, comme la plupart des pays, par un problème de reconduction de dettes à court terme¹⁵.

¹⁵ Malgré ce que plusieurs croient, la crise financière a bel bien débuté en août 2007 et non en août 2008, lors de la chute de Lehman Brothers. C'est en effet à l'été 2007 que le marché des pensions (*repo market*) a cessé de fonctionner normalement. Ce marché de créances à court terme est fondé sur des prêts garantis par des actifs. À l'image d'un prêteur sur gage, ces transactions impliquent un échange entre un prêt et une caution (*collateral*) qui peut être saisi par le prêteur si l'emprunteur ne rembourse pas le prêt (voir Holmstrom 2015, p. 3-4). Ce marché de pensions, avec d'autres marchés monétaires (c'est à dire des marchés basés sur des créances à court terme,

Trente-deux milliards de papiers commerciaux adossés à des actifs se retrouvaient alors sans aucun acheteur. En simple, on parlait de créances qui ne pouvaient être renouvelées, mais aussi d'actifs (qui ne servaient pas nécessairement de collatéral) qui étaient dépréciés d'office.

L'analyse reste à faire sur la manière dont le Canada a géré cet épisode de la crise, il semble évident que la célérité avec laquelle les intervenants économiques ont décidé de restructurer le papier commercial, en revoyant les échéances, n'est certainement pas étrangère à la manière dont, finalement, le Canada a été immunisé de la crise. Le peu d'analyse qui a été faite dans la littérature scientifique de la crise du papier commercial — à l'exception notable et récente de Halpern *et al.* (2016) — n'a d'égal que la manière désinvolte avec laquelle on statue sur une absence plus ou moins nette de tout symptôme de crise durant la phase aiguë de la secousse financière (aux États-Unis). Il semble souvent suffire de rappeler qu'aucune banque canadienne n'a fait faillite pour attribuer un sans-faute au Canada. Pourtant, Macdonald (2012) calcule que le gouvernement a bel et bien offert une aide substantielle aux banques canadiennes durant la crise, notamment par le biais de prêts de la Banque du Canada et par l'achat d'actifs (des prêts hypothécaires) par la Société d'hypothèque et de logement du Canada. L'auteur avance qu'au sommet de l'intervention gouvernementale, en mars 2009, trois banques (CIBC, BMO et Scotia) auraient été insolvables sans l'aide de l'État. Qu'il soit le seul à avoir même tenté un tel calcul en dit long sur le traitement de la crise financière au Canada. Quoi qu'il en soit, le Canada demeure, selon plusieurs, un exemple à suivre en matière de stabilité financière. En 2012, quand on demanda au premier ministre Stephen Harper si le modèle bancaire était exportable, il fournissait cette réponse :

Je crois que certains aspects sont plus facilement exportables que certains autres. [...] nous tentons d'encourager des pratiques internationales et des formes de réglementation internationale qui semblent très canadiennes, qui sont, je crois,

normalement en deçà d'une année), forment ce qu'on appelle le système bancaire parallèle ou *shadow banking system*. Plutôt que d'emprunter à une banque, les entreprises utilisent ce système de financement qui, en temps normal, est plutôt efficace. Les banques aussi, plutôt que de se contenter d'attendre des dépôts de client, financent aussi leurs opérations grâce aux marchés monétaires. Gorton (2010) suggère que c'est un nouvel indice (lancé en 2006) qui synthétise la valeur des obligations basées sur des prêts hypothécaires à risque, qui est la source de ce qu'il appelle la « panique de 2007 ». L'indice a commencé à dégringoler dès le début de 2007... la vraie panique est survenue quelque 6 mois plus tard. C'est à cause d'une hausse des coûts de financement sur ces marchés, puis d'une impossibilité à se financer, que Bears Stearns devra, six mois plus tard, être rachetée par JP Morgan, avec l'aide de la Réserve fédérale.

solides, prudentes, complètes, tout en n'étant pas excessives ou punitives, ou qui ne tentent pas de soumettre les institutions financières à une microgestion. [...] La partie du modèle plus difficilement exportable est le fait que le secteur financier canadien a une structure particulière dans laquelle l'aspect bancaire et l'aspect des assurances sont dominés par un nombre relativement restreint de joueurs importants, et cela permet une interaction vraiment approfondie entre les responsables de la réglementation du gouvernement indépendants et les personnes assujetties à cette réglementation. Conserver cette indépendance, mais également cette interaction et ce flux d'information, et garder cette façon de comprendre le monde réel est une chose qu'il serait difficile de transposer en Europe, en général, ou aux États-Unis. (Harper, 2012)

La littérature, somme toute assez limitée, sur le sujet, semble être en accord avec le premier ministre, à tout le moins sur les causes du succès canadien.

Lacoursière (2014) fournit l'analyse la plus récente des différences entre la réglementation bancaire canadienne et américaine. Avec une perspective de juriste, l'auteur énumère les différences réglementaires entre les États-Unis et le Canada, soit, entre autres, l'hermétisme du système bancaire canadien (p. 280), la situation oligopolistique des banques canadiennes (p. 290) et une présence moins grande du système bancaire parallèle (p. 292). Il souligne, sans néanmoins donner de détails, que les organismes de supervision canadiens sont d'une « efficacité redoutable » (p. 275), que la réglementation canadienne est plus « efficiente » et que les banquiers canadiens partagent une « culture plus conservatrice » (p. 319).

Le chapitre de Knight (2011) est aussi un bon exposé de la situation au Canada et aux États-Unis. Il explique la différence entre le Canada et les États-Unis par différents facteurs : la concentration des services financiers dans les grandes banques canadiennes, une moins grande intensité de la titrisation au Canada (27 % des hypothèques en 2007, comparativement à 67 % aux États-Unis). Il souligne aussi l'importance de la protection contre l'entrée de joueurs étrangers sur le marché bancaire canadien, un facteur qui expliquerait, selon lui, pourquoi les banques canadiennes sont restées plus « conservatrices ». Sans grande compétition, elles pouvaient compter sur des revenus relativement stables. Comme d'autres, il souligne aussi le rôle stabilisateur du réseau national de succursales construit par les banques canadiennes ainsi que le marché hypothécaire reposant essentiellement sur les banques qui maintenaient les hypothèques dans leur bilan (p. 23). Knight critique aussi le processus américain de réglementation qui se caractériserait par une

« multiplicité d'initiatives par des administrations successives » et donc par « moins que cohérence » (p. 7, 9). À l'opposé, note-t-il, le Canada révisé sa Loi sur les Banques à chaque cinq ou dix ans, un processus qualifié de plus « ordonné » (p. 15). La loi canadienne sur les banques aurait, selon lui, établi au Canada « culture de gestion de risque plus alerte » (p. 11). Plus spécifiquement, au sujet de la mise en œuvre de la réglementation par le BSIF, il affirme que :

[Office of the Surintendant of Financial Institutions]'s close micro-prudential supervision is embedded within a broader structure of macro-prudential regulation in which the key government agencies responsible for the stability and efficiency of the Canadian financial system have cooperated closely for many years to assure financial stability. (Knight, 2011, p. 13)

Il juge aussi favorablement (mais sans donner de détails) le travail Comité de surveillance des institutions financières :

All of these institutions – the Department of Finance, the Bank of Canada, OSFI, and CDIC meet regularly in the Financial Institutions Supervisory Committee (FISC) to ensure appropriate 'macro-prudential' regulation of the system, discussing in detail the financial stability issues in the Canadian financial system, based on the Bank of Canada's macro-financial stability assessments and OSFI's views on the financial conditions of individual institutions. Except for the fact that this committee lacks the representation of a national securities market regulator, it essentially functions as the macro-prudential regulatory body. (Knight, 2011, p. 14)

Knight parle même d'une philosophie différente en matière de réglementation aux États-Unis et au Canada : « By the late 1990s, the macroeconomic policy environments of Canada and the United States shared a number of characteristics in common, but the philosophy and practice of financial regulation now differed markedly in the two countries. » (Knight, 2011, p. 16)

Calomiris et Haber (2014) ont eux aussi fait une analyse comparative des « origines politiques des crises bancaires », incluant notamment le Canada, les États-Unis, le Brésil et le Mexique. Les auteurs s'attardent beaucoup à l'histoire du système bancaire canadien (et américain) pour faire ressortir ce qu'ils appellent le « *grand bank bargain* » propre à chaque pays. Ils mettent ainsi en relief les racines politiques de la structure bancaire en relativisant l'apport concret de la réglementation qui ne serait finalement qu'un produit historique :

[...] these advantageous features of the Canadian regulatory system should not be seen as independent causes of the success of Canadian banking. Rather, Canada's regulatory system – limited-duration charters, nationwide branching, and conservative regulation – are all outcomes of Canada's Game of Bank Bargains. If smart regulation alone accounted for Canada's success, it would be easily emulated. Unfortunately for the rest of the world, that is not the case. (Calomiris et Haber 2014, p. 327)

Smith (2012) fait aussi un portrait comparatif des deux systèmes bancaires, d'un point de vue historique. Il remonte à l'origine politique des deux systèmes et soutient que le système canadien, avant même la signature de la constitution et jusqu'à de la mise au point de la Loi sur les banques en 1871, était déjà fondé sur un oligopole qui aurait été impensable aux États-Unis, vu la méfiance des citoyens envers les intérêts financiers. Cette différence culturelle renverrait à une certaine conception « jeffersonienne », aux États-Unis, du rôle de la finance qui l'aurait emporté aux débuts de la république sur une conception davantage inspirée d'Hamilton¹⁶. Au Canada, cette conception américaine de la démocratie était suspecte et l'est encore dans une certaine mesure, selon Smith :

[...] the British influence on Canadian political culture affected the evolution of the country's banking system indirectly. Even today, the Canadian version of democracy involves voters' greater degree of deference to elected politicians than would be normal in the United States. The predominant theory of parliamentary representation in Canada has been the "trustee principle," which says that legislators must advance their constituents' interests, not their wishes. This interpretation of democracy is very different from the popular American theory that congressmen ought to act as

¹⁶ Brean, Kryzanowski et Roberts (2011) font le même constat :

Under the influence of Hamilton, America had actually started out with a relatively centralised banking system, not unlike the Canadian one. The tension between the Hamiltonian and Jeffersonian visions of a financial system form one of the great leitmotifs of American history [...] Based on subsequent events, the US paid a heavy price for the Jeffersonian aversion to large banks and a more concentrated banking system. While the Constitution gives the federal government control of the money supply, it is silent on the control of banks, which create money. This helped the Jeffersonians and their successors block the creation of a new central bank until 1912, when both bankers and Progressives agreed on its general necessity, if not its specific form. From the mid-1830s, through the first decade of the twentieth century, the American economy had been probably the most financially crisis-prone in the developed world [...] (Brean, Kryzanowski et Roberts 2011, 262-263)

Voir aussi Johnson et Kwak (2012, p. 18-20) et Bernanke (2013, p. 15). Pour une critique sentie de la conception hamiltonienne et pour un compte-rendu des débats de l'époque aux États-Unis à propos de la place de la finance et du gouvernement dans la création de monnaie, voir Zarlenga (2002, p. 389-432). En administration publique, Stillman II (1983) a déjà proposé une typologie similaire des conceptions de l'administration publique aux États-Unis.

delegates for their constituents. Had they been put to the Canadian electorate in a referendum, the basic principles of the Canadian banking and currency statutes of 1870 and 1871 (i.e., the gold standard, regulations that promoted oligopolistic banking, laws favouring creditors over debtors) would likely have failed by a landslide. Under such a scenario, Canada might have acquired a decentralized banking system similar to that of the United States. Instead, Canada's banking and currency laws reflected the ideas of a small elite of political and business leaders rather than those of the uneducated masses. Hence the semi-democratic nature of Canada's political system, rather than differences between Canadian and American values, shaped Canada's banking and currency laws after 1867. (Smith 2012, p. 5-6)

Notons que Knight (2011) explore aussi les racines historiques de la structure bancaire canadienne en insistant sur le pouvoir structurant des industries de la fourrure, du bois, des mines, etc. :

Staple industries and extensive transportation systems are highly capital-intensive. Satisfying their financial needs requires relatively large financial institutions that are multi-regional in scope, and sufficiently sophisticated to tap large amounts of savings from debt and equity markets abroad to finance mineral and other resource exploration and exploitation. This gave the larger, more aggressive domestic banks the inside track to become national institutions. Thus the consolidation of the Canadian banking system was already well underway at the turn of the twentieth century, a development that was less pronounced in the US until much later. (Knight, 2011, p. 6)

Brean, Kryzanowski et Roberts (2011), pour leur part, expliquent ainsi les différences entre les deux systèmes réglementaires en insistant sur la différence « culturelle » entre les deux pays :

The two most significant – and sustained – differences involve the institutional structure of financial systems in the neighbouring nations and the modes of financial sector regulation. A more subtle difference, although perhaps a driving force underlying the institutional and regulatory differences, is ‘cultural’ and historic as reflected in the founding principles of the two nations. This goes back to the US credo, ‘Life, liberty and the pursuit of happiness’ versus Canada’s ‘peace, order and good government’. Whereas the American Constitution and its subsequent interpretations were shaped by an inherent distrust of political influence on commerce and finance, Canadians have been generally more accepting of the state’s role in overseeing, regulating and providing individual (e.g. health care) and corporate services. (Brean, Kryzanowski et Roberts, 2011, p. 260)

Bordo, Redish et Rockhoff (2015), comme nous l’avons déjà vu, soulignent les avantages d’un régulateur unique et d’un fort réseau de succursales pour les banques. Anand et Green (2012)

traitent quant à eux de la relative opacité de la réglementation au Canada. Ils y voient des avantages pour le fonctionnement du BSIF tout comme ils voient des bénéfices à la situation d'oligopole dans laquelle se retrouvent les grandes banques canadiennes. Celles-ci respecteraient les directives du BSIF de crainte de subir des « effets de réputation ». La centralisation de l'information permettrait aussi au BSFI d'éviter la collusion entre les institutions réglementées (Anand et Green, 2012, p. 425, 406). Roberge (2010, p. 4) offre quant à lui une analyse du système réglementaire canadien qui met l'accent sur l'importance des réseaux entre régulateurs et régulés, de même qu'au sein de l'industrie. L'existence de ces réseaux permettrait d'expliquer que le Canada a su gérer plus efficacement la crise du papier commercial et la crise bancaire internationale subséquente : « [...] smaller policy communities, with restrained membership, good communication and trust among actors, are likely to be better position to face external pressures. » Il conclut :

The Canadian case makes clear that new policies and new regulations are not going to suffice to address important issues relating to the governance of the financial services sector. Serious consideration needs to be given on how government actors relate to market actors, and vice versa. The Canadian performance as it turns out represents a challenge to those who support strong new rules to reign in financial markets, highlighting that they may not necessarily work and that a key factor for success is good network cohesion. The case also represents a challenge, however, for free market advocates, in light of the country's effective supervisory and regulatory regime. (Roberge 2010, p. 12-13)

Boone et Johnson (2010) viennent quant à eux, tempérer les louanges du système canadien. Selon les deux auteurs, les raisons du succès canadien ont davantage à voir avec l'assurance hypothécaire offerte par le gouvernement canadien et la « camaraderie » entre les banques, les régulateurs et la Banque du Canada (voir aussi Livesey, 2012, p. 16). L'organisation différente du marché immobilier, où les banques ont été moins exposées aux prêts à haut risque, est aussi étudiée par Kiff (2009). Crawford (2015) lie, lui aussi, le succès canadien à la structure de son marché hypothécaire. Au Canada, les prêts à risques étaient moins disponibles et les prêts les plus risqués (avec un ratio prêt/valeur de plus 80 jusqu'à 95 %) étaient assurés par la Société d'hypothèque et de logement. De plus, les intérêts sur un prêt ne sont pas déductibles d'impôts au Canada et les prêts ne sont pas « sans recours » comme aux États-Unis. Le Financial Stability Board (FSB, 2012, p. 13) affirme que :

Another contributing factor is that banks were not significantly exposed to troubled US subprime mortgage securities or to anything equivalent domestically. In fact, the structure and regulation of the mortgage finance market contributed to financial stability during the crisis. In Canada, residential mortgages - typically provided at an initial fixed rate that is reset after 3-5 years and amortised over 25 years - comprised 42% of banks' domestic currency loans at year-end 2010 and the vast majority of these are held on the originating bank's books as opposed to being sold and securitized.¹⁷ These practices create strong incentives for banks to employ robust underwriting standards. (FSB 2012, p. 13)

Par ailleurs, selon le FSB (2012, p. 13), les opérations de pension au Canada étaient aussi davantage sécurisées par des obligations gouvernementales plutôt que, comme aux États-Unis, par des titres privés. Ratnovski et Huang (2009) ont quant à eux souligné l'importance du type de financement pour une institution, les banques canadiennes ayant moins recours au financement autre que par les dépôts bancaires (voir aussi Booth, 2009, p. 9)

TABLEAU 1 : LES ÉLÉMENTS DE L'EXCEPTION CANADIENNE

Protection contre la compétition	Lacoursière (2014) ; Knight (2011)
Oligopole bancaire	Lacoursière (2014) ; Smith (2012) ; Anand et Green (2012)
Système bancaire parallèle moins important ; moins de financement des banques sur les marchés à court terme	Lacoursière (2014) ; Ratnovski et Huang (2009) ; Booth (2009)
Réglementation plus efficace ; coopération (petits réseaux, « camaraderie »), philosophie différente, régulateur bancaire unique ; opacité ; réglementation basée sur des principes plutôt que sur des règles ; ratio de capitaux propres plus élevés.	Lacoursière (2014) ; Knight (2011) ; Bordo, Redish et Rockhoff (2015) ; Anand et Green (2012) ; Roberge (2010) ; Boone et Johnson (2010) ; Puri (2012) ; Longworth (2014) ; Lynch (2010) ; Ritholtz (2013) ;
Culture plus conservatrice des banquiers	Lacoursière (2014) ; Knight (2011) ; Calomiris et Haber (2014) ; Puri (2012) ; Longworth (2014) ;
Moins de titrisation des hypothèques	Knight (2011) ; Crawford (2015)
Concentrations des services financiers dans les grandes banques	Knight (2011) ; Longworth (2014)
Le réseau national de succursales	Knight (2011) ; Calomiris et Haber (2014) ; Bordo, Redish et Rockhoff (2015)
Révision périodique de la Loi sur les banques	Knight (2011) ; Calomiris et Haber (2014) ; Longworth (2014) ;
Marché hypothécaire plus stable : assurance hypothécaire	Crawford (2015) ; Boone et Johnson (2010) ; Kiff (2009) ; FSB (2012) ; Crawford (2015) ; Longworth (2014) ;
Histoire/culture	Brean, Kryzanowski et Roberts (2011) ; Smith (2012) ; Calomiris et Haber (2014) ; Knight (2011)

2.3 LACUNES

Nous avons décidé de présenter notre revue de littérature en commençant par les écrits sur la crise financière américaine. C'est évidemment l'événement qui a provoqué le plus le grand nombre (de tentatives) d'explications. Nous avons dégagé certaines « microhypothèses » et deux grandes thèses, dont une « métahypothèse ».

Tout d'abord, il semble évident que, d'un point de vue scientifique, la thèse de la tempête parfaite est tout à insatisfaisante et ne peut être invalidée avec ne serait-ce qu'un début de certitude. Robert Solow commente ainsi le flou du diagnostic de la tempête parfaite :

Whenever the US economy returns to some sort of normality, or preferably before then, it will be necessary to improve and extend the oversight and regulation of the financial system. The main goal should be to make another such episode much less likely, and to limit the damage if one occurs. To make progress in that direction requires some understanding of the origins of the current mess. I once saw a hospital discharge diagnosis that read "sepsis of unknown etiology"; that sort of thing will not help in this case. The need is not only for a clear picture of what happened but for an assessment of the motives and actions of the main players, the causes and consequences of what they did, and the ideas and institutions that encouraged, inhibited, and shaped the outcomes. (Solow, 2009)

Si la thèse est critiquable sur la forme, elle est aussi sur le fond. Engelen *et al.* (2011) discutent précisément cette thèse de l'accident plus ou moins imprévisible — comparée, chez certains, à l'explosion de la navette *Challenger* ou à l'explosion de la plate-forme *Deep Water Horizon* — et la rejettent au profit de la thèse de la « débâcle d'élite » :

If we are considering debacles and hubris, the point of comparison is not accidents like Challenger or Three Mile Island but foreign military adventures like Suez, Vietnam, Afghanistan, and Iraq, which start from hubris and end in debacle: that is, humiliating defeat failure or collapse into defeat. (Engelen *et al.*, 2011, p. 10)

Comme on l'évoquait, la thèse de la défaillance réglementaire souffre aussi d'un problème sur le plan de la précision. En effet, c'est une thèse qui englobe beaucoup de dimension. Est-ce qu'on

parle de règles déficientes ou d'une mauvaise application, par les régulateurs, des règles en place ? Y avait-il trop de règles ou pas assez ? Néanmoins, entre ces deux thèses concurrentes, il apparaît évident que celle de la défaillance réglementaire offre un meilleur potentiel, notamment pour un chercheur en administration publique. Qui plus est, les thèses sur les causes de la crise financière américaine et celles tentant d'expliquer pourquoi le Canada a évité ladite crise ont en commun d'être liées, d'une manière ou d'une autre, à la thèse plus générale de la défaillance réglementaire. D'un côté, on pointe du doigt la déréglementation, de l'autre, la réglementation plus efficace.

Or, la thèse de la défaillance réglementaire — et, par extension, celle du succès réglementaire canadien — n'a pas fait, selon nous, l'objet d'un traitement adéquat dans la littérature. En fait, elle souffre des deux mêmes problèmes que la littérature générale, c'est-à-dire qu'elle est en manque d'un soutien empirique rigoureux et d'une justification dans un cadre comparatif.

La comparaison pourrait, dans le cas qui nous occupe, nous permettre d'atteindre un seuil de rigueur absolument minimal, mais qui n'a pas été atteint jusqu'ici. Par exemple, nous avons vu que certains ont accusé le cadre réglementaire éclaté aux États-Unis, ainsi que les innovations financières. Pourtant, plusieurs pays qui n'ont qu'un régulateur unique et qui ont été peu touchés par les nouvelles technologies financières n'en ont pas moins subi une crise (Barth, Caprio Jr et Levine, 2012, p. 3). D'autres arguments présentés en appui à la thèse de la défaillance réglementaire tiennent aussi sur des fondations peu solides. Par exemple, après la crise, aux États-Unis, on a décidé d'abolir l'*Office of Thrift Supervision* (OTS), jugée plus ou moins complaisante envers des entreprises financières comme la tristement célèbre société de prêts hypothécaires *Countrywide Financial*. Plusieurs auteurs, dont Chinn et Frieden (2011, p. 78), se plaisent d'ailleurs à rapporter qu'en 2006, Countrywide, un des plus grands producteurs de prêts à haut risque, aurait changé son statut — de société de portefeuille bancaire à institution d'épargne — afin d'éviter la réglementation plus sévère de la Réserve fédérale et de profiter d'une réglementation supposément plus souple auprès de l'OTS. L'événement est devenu en quelque sorte emblématique des défaillances réglementaires aux États-Unis. Il serait la preuve que le « magasinage réglementaire » aurait contribué à la crise. Or, Donelson et Zaring (2011) offrent des résultats qui viennent tempérer les soupçons quant à la régulation plus faible de la part de

l'OTS. Somme toute, concluent-ils, la performance des institutions réglementée par l'OTS n'était pas inférieure aux autres institutions. De plus, les institutions réglementées par l'OTS n'ont pas obtenu plus d'argent dans le sauvetage des banques en 2008 et 2009.

Un autre bon exemple d'une certaine confusion dans la littérature est le lien direct qui est tracé entre toute forme de déréglementation et une augmentation supposée de l'instabilité financière — comme si toutes mesures visant à assouplir ou abolir certaines réglementations étaient nécessairement à la source de la crise financière — est le passage, en 1994, du *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*, qui permettait, dans une certaine mesure, l'ouverture de succursales aux banques américaines à travers différents États, comme les banques canadiennes peuvent le faire depuis toujours. Cette ramification permettrait en fait aux banques d'être plus stables en raison d'une diversification géographique de leurs actifs et d'économies d'échelle (Jayaratne et Strahan, 1997). La loi a évidemment mené à une certaine consolidation du secteur bancaire américain (voir Heiney 2011), un développement qui, ironiquement, est associé aux avatars de la déréglementation (voir notamment Sherman 2009, p. 9). La FCIC s'inquiétait aussi de ce développement dans son rapport :

In 1994 Congress authorized nationwide banking with the Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act. This let bank holding companies acquire banks in every state, and removed most restrictions on opening branches in more than one state. It preempted any state law that restricted the ability of out-of-state banks to compete within the state's borders. Removing barriers helped consolidate the banking industry. Between 1990 and 2005, 74 “megamergers” occurred involving banks with assets of more than \$10 billion each. Meanwhile the 10 largest jumped from owning 25% of the industry's assets to 55%. From 1998 to 2007, the combined assets of the five largest U.S. banks—Bank of America, Citigroup, JP Morgan, Wachovia, and Wells Fargo—more than tripled, from \$2,2 trillion to \$6,8 trillion. (FCIC, 2011, p. 52-53)

Pourtant, quand on regarde plus attentivement les faits, on remarque que le système bancaire américain était encore, à la fin des années 1990, l'un des moins concentrés au monde (Bove, 2014 ; Carpentier et Suret, 2003, p. 439).

L'abolition du *Glass-Steagall Act*¹⁷ est un autre exemple d'argument en manque d'une démonstration détaillée. Il suffit souvent aux auteurs de mentionner qu'il s'agit de l'abolition de la séparation entre banque d'investissement et banque commerciale pour que la cause soit considérée entendue (Warren, 2014, note 91 ; Campbell, 2011, p. 221). Timothy Geithner est un des rares, dans ses mémoires, à tenter de discuter de l'importance réelle de l'abolition de ce que plusieurs appellent un « pare-feu » entre les deux types de banques :

[...] most of the firm in the center of the crisis – Bear, Lehman, AIG, Merrill, Fannie, Freddie – were basically unaffected by the repeal of Glass Steagall, because they were not commercial banks. And traditional banking – making loans, especially real estate loans – ended up being pretty risky too. WaMu, Wachovia, IndyMac, and hundreds of smaller institutions that blew up in the crisis were basically overextended banks and thrifts, not far-flung financial conglomerates made possible by the disappearance of Glass-Steagall partition. (Geithner, 2014, p. 391; voir aussi Blinder, 2013, p. 266-267, qui affirme que de penser que l'abolition du Glass-Steagall Act a mené à la crise, relève de la « légende urbaine ».)

Dès 2008, Leonhardt affirmait :

[...] Gramm-Leach-Bliley is often cited as a cause, even by some of its onetime supporters. Yet the criticism is often vague, which means that anyone trying to understand the causal chain — how the end of Glass-Steagall led to the end of Lehman Brothers — will have a hard time doing so. To many banking experts, the reason is simple enough: namely, that the law didn't really do much to create the current crisis. It is a handy scapegoat, since it's easily the biggest piece of financial deregulation in recent decades. But one act of deregulation, even a big one, and the absence of other, good regulations aren't the same thing. The nursemaid of the current crisis isn't so much what Washington did, in other words, as what it didn't do.

¹⁷ Le Glass-Steagall Act réfère en fait aux sections 16, 20, 21 et 32 du *Banking Act* de 1933. La section 16 empêche les banques à chartes nationales (supervisées par l'OCC) de transiger des valeurs mobilières pour leur propre compte. La section 20 interdit aux banques à chartes nationales ou étatiques qui sont membres de la Réserve fédérale d'être affiliées à des sociétés qui sont oeuvrent « principalement » dans le commerce des valeurs mobilières, La section 21 interdit aux sociétés qui sont principalement engagés dans le commerce des valeurs mobilière d'accepter des dépôts. Finalement, la section 32 empêche les banques membre de la Réserve fédérale de partager un conseil d'administration avec des sociétés qui oeuvrent « principalement » dans le domaine du commerce des valeurs mobilières.

Les sections 16 et 21 ont toujours force de loi. Ce que le Gramm-Leach-Bliley Act a modifié, c'est en fait la capacité de nouvelles entités – les *financial holding company* – de détenir autant des sociétés bancaires que des sociétés qui commercent les valeurs mobilières ou qui souscrivent des actions corporatives (des banques d'affaires). (voir Matthews, 2013)

Les auteurs oublient en effet souvent de faire état de toute l'histoire et de détails importants, qui peuvent mener à des conclusions plus nuancées. Par exemple, il y aurait aussi lieu de mentionner que l'abolition du *Glass-Steagall Act* avait déjà commencé dans les années 1980, sous la gouverne de Paul Volcker, alors que la Réserve fédérale accordera aux sociétés de portefeuille bancaires de détenir des sociétés qui faisaient la souscription de papier commercial et d'obligations municipales, à condition que ces sociétés ne tirent pas plus de 5 % de leurs revenus de ces activités. Ce ratio sera plus tard augmenté à 10, puis à 15 % (Kregel, 2010 ; voir aussi Matthews, 2013). Par ailleurs, il convient de préciser que des travaux d'économistes tendent à montrer que les craintes qui auraient motivé le passage à l'époque du *Glass-Steagall Act*, n'étaient, somme toute, pas fondées (voir Krosner et Rajan, 1994). En fait, tel qu'évoqué par Suárez et Kolodny (2011), qui font une analyse fine du passage de la loi — et des nombreuses tentatives précédentes, pendant presque 20 ans —, le principal problème lié au passage du FMA est qu'il change la structure du système bancaire sans adapter la structure du système réglementaire :

Contrary to the conventional wisdom, allowing U.S. financial institutions to become diversified was not the cause in and of itself of the crisis. In fact, the United States was a laggard when it came to allowing single firms to deal in securities and to offer commercial and insurance services. But what FMA did was facilitate a change in the institutional landscape of the financial industry without creating a corresponding regulatory structure to oversee it. This was the key mistake: commercial banks continued to be supervised by the Federal Reserve and the Treasury Department—via the Office of the Comptroller of the Currency or the Office of Thrift Supervision, the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), and individual states; securities firms were primarily under the authority of the Securities and Exchange Commission (SEC); and insurance companies were regulated by individual states and by the Department of Labor. Thus, FMA set the stage for the crisis because after 1999 no single regulatory government body had a 360-degree view of the entire portfolio of activities undertaken by each integrated company and the associated systemic interactions and risks. (Suárez et Kolodny, 2011, p. 76)

Nous aurons l'occasion de revenir sur ces arguments, mais notons, en terminant, que plusieurs pays, dont le Canada, avaient déjà, depuis quelques années, dans leur propre mouvement de déréglementation, décloisonné leur secteur financier. Pourquoi ce qui est bon pour le Canada devrait nécessairement être toxique pour son voisin ?

Le texte de Porter (2010) est aussi un bon exemple de la manière dont l'exception canadienne est traitée. L'auteur prétend, comme beaucoup d'autres que le BSIF est un régulateur « fort et de qualité ». La réglementation du BSIF serait plus « stricte » envers les courtiers en valeurs mobilières. Or, la seule preuve qu'il offre en appui à cette prétention se trouve dans deux articles de la journaliste (et nouvelle ministre) Chrystia Freeland (2009, 2010). Il en va de même pour Lacoursière qui, tel que vu, prétend que le BSIF est d'une « efficacité redoutable ». Aucune analyse n'est faite, par exemple, sur le budget de l'organisation, ses employés, la manière dont la surveillance est menée, concrètement. Il est aussi pertinent, nous semble-t-il, de mentionner qu'une bonne partie de la littérature sur la crise provient de sources officielles, comme la Banque du Canada. Les évaluations « objectives » demeurent relativement rares. Puri (2012) écrit : « the resilience of Canada's financial sector is largely due to its conservative behaviour and regulatory framework, and the high degree of public trust in the Bank of Canada and other financial regulators. » Seule une étude annuelle de PricewaterhouseCooper sur le secteur bancaire canadien, une firme comptable, est citée à l'appui de l'affirmation. Le comportement « conservateur » des banques ne semble pas être expliqué, ni comment on mesure la « confiance » envers la banque centrale canadienne, qui n'a par ailleurs pas de responsabilités officielles en matière de surveillance bancaire. Mentionnons aussi que certaines thèses sur les spécificités canadiennes laissent naturellement dubitatif. Les arguments sur les avantages de l'oligopole bancaire canadien, par exemple, vont directement à l'encontre de la théorie voulant que le problème des banques *Too Big to Fail* soit à la racine de la crise.

Ce ne sont là que quelques exemples du manque de rigueur souvent apparent dans le traitement de la thèse de la défaillance réglementaire aux États-Unis et de l'exception canadienne. La situation ne saurait satisfaire les scientifiques puisque, comme Andrew Lo le mentionnait, après avoir revu une vingtaine d'ouvrages sur la crise :

Without the immutable hard platform of objective facts on which we can build an accurate narrative of the crisis that stands the test of time, there's little hope for scientific progress as the waves of public opinion toss our perspective in one direction or another. (Lo, 2012, p. 35)

La thèse de la supériorité canadienne au plan réglementaire est en manque d'une telle plateforme ; elle n'est pour l'instant pas appuyée par beaucoup plus de preuves que pour le cas

américain. En fait, la thèse paraît même contradictoire avec ce que plusieurs se sont appliqués à démontrer, c'est-à-dire que le Canada fait preuve de laxisme en matière de réglementation des valeurs mobilières¹⁸. Évidemment, nous allons nous concentrer davantage sur la réglementation des banques, mais, même dans ce domaine, la preuve de la réglementation canadienne supérieure reste à faire. L'analyste de la performance canadienne durant la crise reste la plupart du temps contraint d'accepter des vérités communément admises sur la supériorité des processus de réglementation canadiens. Il doit ni plus ni moins accepter la thèse qui semble trouver sa preuve dans le simple fait que le Canada a évité la crise. En effet, il est frappant de constater que la littérature sur le sujet présente, en général, une autre version de la (non) — tempête parfaite qui frôle la tautologie. Le procédé des auteurs qui se sont attardés à la question implique tout d'abord d'identifier une foule de spécificités du système bancaire ou financier canadien, pour ensuite proposer que l'ensemble de ces différences soit, plus ou moins immanquablement à la source du succès canadien. Ledit succès devient la preuve implicite que ces spécificités y sont pour quelque chose. Les tentatives de réfutation de ces idées communément admises sont rares¹⁹.

En simple, ce qu'il manque à cette littérature sur le Canada, de même qu'à la littérature sur les États-Unis, c'est une attention plus focalisée sur des phénomènes empiriquement démontrables dans un contexte comparatif. Autant dans la littérature américaine que canadienne, la thèse de la défaillance réglementaire (ou de la supériorité réglementaire) manque de soutien empirique. Nous soutenons que la simple comparaison des deux systèmes bancaires avant la crise, sous différents angles, permettrait d'éclairer la question d'une manière potentiellement décisive. Une telle comparaison nous permettrait par exemple de juger des différences réelles entre les deux

¹⁸ Jackson (2006) étudie par exemple la différence dans l'application (*enforcement activity*) des autorités réglementaires provinciales en matière de valeurs mobilières cette fois. Après avoir contrôlé pour le nombre d'employés, l'activité économique et la capitalisation boursière, l'auteur conclut que l'activité des autorités canadiennes est clairement moins intense que leur contrepartie américaine (la SEC). Bhattacharya (2006), qui a comparé la Commission ontarienne des valeurs mobilières et la SEC, conclut aussi que cette dernière est davantage vigoureuse dans son application de la loi. Dans la même veine, Livesey (2012) fait le catalogue de toutes les non-interventions des autorités canadiennes dans plusieurs secteurs de la finance au pays. Kempa (2010, p. 255) souligne aussi l'important problème de coordination, au Canada, entre quelque 50 entités impliquées dans la réglementation des marchés, en incluant les services de police, les associations de l'industrie et les 13 commissions des valeurs mobilières.

¹⁹ Voir, néanmoins, Calmès et Théoret (2013) qui concluent que les sources de revenus non-traditionnels des banques canadiennes sont plus volatiles que celles des banques américaines. Macdonald (2012) apporte quant à lui des bémols à la bonne conduite des banques canadiennes durant la crise. Boone et Johnson (2010) critiquent aussi vertement le modèle bancaire canadien, notamment l'endettement des banques (supérieur aux banques américaine) et la « camaraderie » entre les régulateurs canadiens et les banques.

systèmes bancaires, autant du point de vue des règles imposées que de la structure de l'industrie. Par exemple, il est significatif que la question de l'implication de la banque centrale dans la réglementation bancaire aux États-Unis n'ait pas été traitée dans la littérature (sur le sujet, voir Freytag et Masciandaro, 2005). À l'opposé, on se demande pourquoi la (relative) non-implication de la Banque du Canada serait un facteur positif pour le Canada. Similairement, qu'en est-il des rôles différents joués par la FDIC américaine — qui joue aussi le rôle de régulateur — et la CDIC au Canada, deux organismes chargés d'assurer les dépôts bancaires? On parle ici de l'organisation de la réglementation qui, dans la littérature sur la crise, n'a été touchée que superficiellement jusqu'ici²⁰. Il en va de même pour le *type* de règles appliquées dans les deux pays. En effet, on évoque parfois le fait que le Canada applique des principes, plutôt que des règles (Porter, 2010; Bureau du vérificateur général, 2010, p. 17), mais le sujet n'est jamais abordé sérieusement.

Un autre bon exemple d'un sujet laissé de côté par la littérature est le phénomène de capture réglementaire qui aurait supposément contribué à la crise financière chez nos voisins. Certes, le sujet est évoqué par plusieurs, mais aucune donnée probante n'est fournie au-delà de l'anecdote. Dernièrement, Kay (2015, p. 219) évoquait le problème des « portes tournantes », sans pour autant offrir de preuve concrète : « In all regulated industries people who show aptitude for regulatory work are likely to receive attractive offers from firms in the industry. It is difficult for regulatory agencies to hire and retain employees of high calibre, and in the main they do not succeed in doing so. »

Carpenter et Moss (2014), qui ont récemment fait paraître un ouvrage collectif sur la capture réglementaire, rappellent que leur volume est le premier ouvrage à avoir été produit depuis 30 ans, soit depuis l'étude de Quirk (1981) :

Cries of regulatory capture, from all quarters, have been met with little more than murmurs from the academy for some time now. A surfeit of claims has been neither demonstrated nor disproved. Although early models and stylized case studies greatly advanced our understanding of the danger, there has been relatively little follow-up in

²⁰ McPhilemy (2013), MacKenzie (2011), Golub, Kaya et Reay (2014) sont des exceptions puisqu'ils s'intéressent à l'impact des processus décisionnels et des structures sur la qualité du travail de vérification ou de réglementation. Ces auteurs ne s'intéressent pas, cependant, aux régulateurs bancaires américains ou canadiens.

recent decades. Our conception of how capture works in practice, and what limits it, remains very far from complete. (Carpenter et Moss, 2014, p. 3)

Aussi, même si quelques bonnes analyses théoriques de la capture réglementaire (Dal Bo, 2006 ; Etzioni, 2009) et des mécanismes qui pourraient permettre de l'éviter (Barkow, 2012 ; Ramirez, 2000) ont été produites, aucune étude systématique sur de la présence ou non de ces mécanismes dans les appareils de réglementation financière n'a été menée jusqu'à ce jour, sauf exception²¹. La littérature sur le sujet est plutôt éparpillée dans de multiples publications²². Il va sans dire que toutes ces sources sur la capture ne traitent pas du Canada, mais exclusivement des États-Unis et, même si le système bancaire canadien, vu sa concentration, s'avère vulnérable à la capture (Carpentier et Suret, 2003, p. 443).

Une autre lacune spécifique de la littérature sur la crise, autant au Canada qu'aux États-Unis, c'est le traitement pour le moins inégal du mouvement de déréglementation qui a eu lieu à partir des années 1970. Encore ici, il manque une perspective comparative pour évaluer concrètement le phénomène, notamment l'influence de ces idées, supposément issues de la science économique. Tel que vu, la « déréglementation » est souvent pointée du doigt dans la littérature, mais encore là, l'accusation manque de substance et relève davantage de l'amalgame peu objectif que de la véritable explication. Faut-il le rappeler, le Canada a aussi connu son propre mouvement de déréglementation (voir figure 3 et, entre autres, Bodkin 1990 ; Bienefield, 1992 ; Thickell, 2000 ; Harris, 1998). Non seulement le compte-rendu comparatif de cette période reste à faire, mais la question de l'influence de certaines idées, au sud et au nord du 45^e parallèle, reste entière. Si la déréglementation était basée sur l'idée que les marchés sont relativement efficaces et qu'il serait mieux de les laisser à eux-mêmes, est-ce que cette idée n'a pas eu autant d'attrait au Canada ou

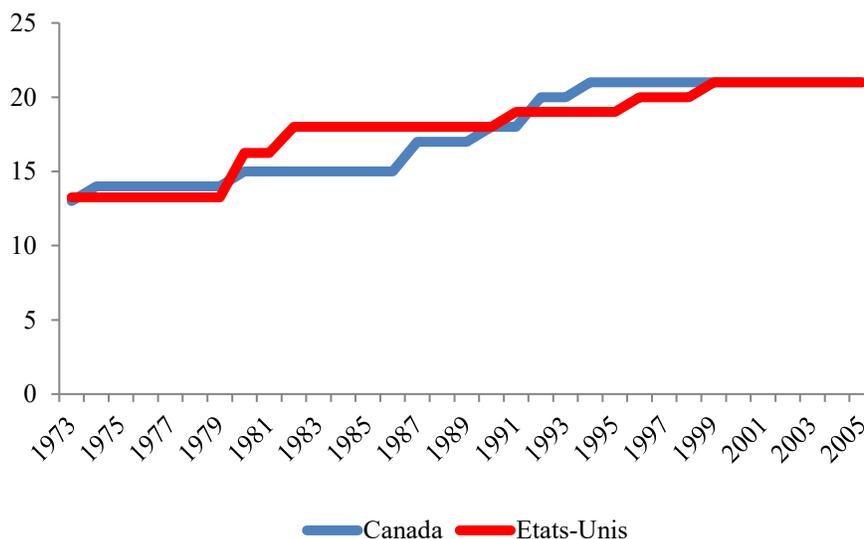
²¹ Young (2012) étudie le cas du comité de Bâle, Barkow (2012) traite du nouveau *Consumer Financial Protection Bureau* et Ramirez (2000) s'intéresse à la Réserve fédérale. Quirk (1981, p.143-174) traite du problème dans quatre agences américaines. Bower et Cox (2012) traite de la capture réglementaire dans le domaine de la supervision des fusions et acquisition. Young (2012) a étudié la capture réglementaire au niveau du Comité de Bâle sur la supervision bancaire. Igan, Mishra et Tressel (2009) traitent du lobbying de certaines institutions financières avant la crise financière.

²² Par exemple, le financement des organes de réglementation n'a été que partiellement traité jusqu'ici (Chon, 2013; GAO, 2003; Perino, 2004; Morgensen, 2007; De Rugy et Warren, 2008). Le processus de mise au point d'une règle financière aux États-Unis a été couvert par une étude de cas de Krawiec (2013). L'organisme américain *Project On Government Oversight* (POGO) s'est beaucoup intéressé au phénomène des « portes tournantes » à la SEC (POGO, 2011, 2013) et l'organisme OpenSecrets (2014) offre une base de données mise à jour régulièrement sur membre du gouvernement qui font le saut dans l'industrie.

est-ce plutôt que ces idées sur les marchés n'ont pas réellement motivé les changements législatifs dans les deux pays ?

Le problème des idées a été relevé, comme on l'a vu, par plusieurs auteurs. Pourtant, outre quelques analyses qui s'intéressent surtout aux racines historiques des différences entre les deux cultures (américaine et canadienne), la question plus immédiate de l'influence des idées de déréglementation dans un passé pas si lointain, est en manque d'une réponse cohérente. La situation est d'autant plus problématique qu'une bonne partie (pas tous) des arguments sur l'exception canadienne reposent sur des intangibles comme une « philosophie régulatrice », qui serait différente au Canada. Plusieurs auteurs parlent favorablement aussi d'une « culture » différente au Canada, faisant souvent vaguement référence au conservatisme des banquiers canadiens. Aussi, le traitement est souvent victime d'un glissement apparent vers la normativité.

Figure 3: Indice de libéralisation financière



Source : Abiad, Detragiache et Tressel, 2008

Bref, s'il fallait résumer la lacune générale de la littérature sur la crise financière, nous dirions qu'il manque une analyse comparative de plusieurs aspects la réglementation bancaire entre les États-Unis et un état « témoin » qui a évité le gros de la crise, soit le Canada. Au final, ce qui est clair pour nous, c'est qu'une étude doit maintenant tenter d'analyser objectivement, rigoureusement et d'une manière systématique les différents aspects de la réglementation

bancaire aux États-Unis et au Canada. Pour ce faire, l'analyse « trois i » semble tout indiquée pour permettre, enfin, de traiter de la question d'une manière plus structurée.

3. CADRE CONCEPTUEL ET MÉTHODOLOGIE

Le lecteur aura compris, avec l'exposition précédente des lacunes de la littérature, que nous avons déjà commencé à évoquer les thèmes sur lesquels porteront nos trois articles. Il est difficile de dire si ces thèmes ont été choisis en fonction d'un cadre conceptuel préalablement identifié ou si le cadre conceptuel que nous présentons dans cette section s'est imposé de lui-même. Avec un sujet aussi large que les politiques publiques dans le domaine bancaire et surtout, avec une thèse aussi touffue que celle de la tempête parfaite, il nous est apparu qu'un cadre conceptuel plus exploratoire était mieux avisé.

Les politiques publiques qui touchent le domaine bancaire sont nombreuses et n'ont pas fait, à notre connaissance, l'objet d'un traitement formel et descriptif. Comme tout domaine complexe de politique, les politiques bancaires nous renvoient non seulement à la surveillance bancaire à proprement dit, mais aussi à d'autres formes plus subtiles de régulation. Les banques ou les autres institutions de dépôt sont accréditées par les États qui les soumettent à une surveillance de la part de superviseurs bancaires. Ces États peuvent être nationaux ou fédérés, comme c'est le cas aux États-Unis et au Canada où les institutions de dépôts peuvent être surveillées par un organe étatique ou provincial ou un organe fédéral. Les banques sont aussi soumises à des règles dans le cadre de la fourniture, par les États, d'une assurance-dépôt. Elles doivent cotiser à un fonds et se soumettre à certaines règles de divulgation. Les réserves de fonds propres sont quant à elles dictées par une entente internationale, celle de Bâle qui est mise en œuvre par les États signataires. La banque centrale joue aussi un rôle important dans la régulation des banques, notamment au niveau du contrôle des réserves bancaires (une fraction des dépôts) — à ne pas confondre avec les fonds propres. Il existe aussi des structures de surveillance dites macroprudentielles qui servent à évaluer les risques non pas spécifiques à chaque banque, mais plutôt de nature systémique.

À ces éléments s'ajoutent aussi les règles de protection des consommateurs, de même que les règles qui s'appliquent, parfois, à certains employés des banques qui ont obtenu une certification, par exemple pour vendre de l'assurance, etc. ; certains organes d'autoréglementation sont aussi à

l'œuvre dans le domaine. La régulation des banques passe aussi par les obligations qu'elles ont de faire affaire avec des agences de notations de crédit ou de respecter certaines normes comptables, souvent internationales.

Les banques peuvent aussi, évidemment, être soumises à des règles qui visent, ponctuellement, à influencer sur la quantité de crédit dans l'économie, notamment en matière de prêts hypothécaires dont les normes sont parfois relâchées ou resserrées par les gouvernements en place. Elles peuvent se voir imposer des règles en matière d'attribution de primes, comme ce fut le cas, après la crise de 2009 aux États-Unis. Plus généralement, les banques sont gouvernées aussi par leurs actionnaires qui peuvent exiger des changements en matière de gouvernance ou de représentation.

Aussi, il n'est pas étonnant, dans une certaine mesure, que les hypothèses affluent pour expliquer une crise bancaire. Les sources de réglementation sont si nombreuses. Est-ce que le problème se situe au niveau des provinces ou États, de l'État fédéral ou du système de règles internationales ? Est-ce que le problème se situe sur le plan de la régulation des institutions ou des individus qui y travaillent ? C'est un peu pourquoi, aussi, nous affirmons que la thèse de la défaillance réglementaire s'apparente à une thèse de la tempête parfaite.

Pour y voir plus clair, il nous fallait faire des choix. Des choix largement déterminés, tel que vu, par la littérature elle-même qui met de l'avant des hypothèses plus précises sur certains éléments de défaillance réglementaire. Même à ce niveau, le choix des hypothèses à creuser plus à fond demeurait large, c'est pourquoi il nous fallait choisir un cadre conceptuel qui nous permettait de scruter les politiques bancaires sous des angles différents.

Aussi, il appert que le cadre choisi, soit l'analyse « trois i » est un outil conceptuel parfaitement adapté au sujet qui nous occupe. Il semble en effet que les auteurs qui ont traité de la crise financière en viennent naturellement à exposer la complexité du phénomène en utilisant instinctivement ces trois catégories que sont les institutions, les idées et les intérêts. Ils traiteront naturellement d'une réglementation financière défaillante, de règles inefficaces, ou d'une organisation réglementaire sous-optimale. Et, comme on l'a vu, l'influence des idées reste aussi un thème récurrent de la littérature, autant celles des régulateurs, des économistes que des

politiciens. Finalement, le milieu financier étant ce qu'il est, on aura tôt fait d'identifier différents mécanismes où l'intérêt public passe après l'intérêt individuel. Bref, les trois thèmes se marient naturellement dans le flot d'hypothèses, particulièrement, comme à l'a vu, pour les tenants de la thèse de la tempête parfaite.

C'est pourquoi donc, nous avons naturellement décidé d'étudier la question de la crise financière américaine et de la non-crise canadienne (sous l'angle des politiques bancaires) à l'aide d'une approche classique en analyse des politiques publiques (Hecló, 1994 ; Hall, 1997 ; Palier et Surel, 2005). L'approche est en fait moins « classique » que ses trois composantes qui ne sont pas si souvent intégrées dans une analyse unique. En fait, la littérature montre plutôt souvent une opposition entre ces trois perspectives (voir Paquin, 2016, p. 108-133). Pour les tenants de la dépendance au sentier, les institutions joueront un rôle primordial dans le conservatisme ou la résistance au changement. D'autres, comme les tenants du choix rationnel, viendront plutôt insister sur le rôle déterminant des intérêts chez différents acteurs (les lobbys, mais aussi les politiciens) tandis que ceux qui croient en le rôle idées viendront avancer que des idées fortes peuvent être moteurs de changement.

Le lecteur se doute probablement que, même si les trois catégories classiques des idées, des institutions et des intérêts sont habituellement traitées sous l'angle de leur influence sur le *changement* dans les politiques publiques, nous utiliserons l'approche trois « i » davantage comme un moyen d'analyser des politiques publiques à un point déterminé dans le temps. L'approche trois « i » est utilisée ici avant tout pour explorer un champ de politiques. C'est une approche avant tout multi causale qui permet de ne pas sous-estimer ou surestimer certains facteurs plus que d'autres, comme c'est souvent le cas dans la littérature sur la crise, alors que, par exemple, les juristes auront tendance à s'intéresser davantage aux lois régissant le système bancaire tandis que les économistes privilégieront certains aspects très précis des activités des banques ou de leur structure ; les auteures plus populaires insisteront sur la « capture », par des intérêts puissants, des modes de régulation du système financier, etc. Bref, comme Palier et Surel l'affirment (2005, p. 8), une telle approche, dite des « trois i », permet de « rester attentif à la pluralité des dimensions possibles de l'analyse et à la diversité également des “causes” possibles dans l'étude de l'action publique. »

C'est aussi une approche adéquate pour « décomposer » un projet qui a une dimension exploratoire comme celui que nous présentons. L'approche « trois i » est aussi particulièrement bien adaptée pour un projet de thèse par articles. Même si elle impose une cohérence générale pour l'ensemble du travail qui est similaire à une thèse traditionnelle, la thèse par articles permet néanmoins le « forage » ciblé, en plusieurs temps, d'une problématique complexe. Au final, nous voyons l'approche « trois i » comme un outil d'analyse ; c'est une technique de travail plus qu'une théorie dont découlent des hypothèses claires :

S'il ne s'agit pas ici de proposer une nouvelle approche théorique ni de préconiser une méthodologie particulière, nous voudrions formuler ce qui nous semble être les trois temps nécessaires d'une démarche qui vise à analyser les politiques publiques de manière inductive, en tenant compte de la pluralité des variables en présence, et qui permette de comprendre comment s'articulent et se combinent les mécanismes causaux à l'origine des phénomènes étudiés. (Palier et Surel, 2005, p. 9)

Aussi, nous tenons à préciser que nous n'employons pas, pour cette thèse, une théorie causale qui nous permettrait de formuler des hypothèses découlant d'un schème de pensée précis. Tel que vu, notre problématique et les questions de recherche qui en découlent sont avant tout le fruit d'un « puzzle » de nature comparative. Nous cherchons essentiellement à valider ou invalider des hypothèses sur la crise américaine en les testant sur le cas canadien, afin, du même coup, de pouvoir statuer objectivement²³ sur les hypothèses sur l'exception canadienne.

²³ Cela dit, il serait hasardeux de prétendre que nous n'adhérons à aucun a priori théorique. En fait, comme nous l'avons déjà évoqué en introduction, notre intérêt pour la réglementation (ou la régulation au sens large) des banques découle non seulement d'un intérêt naturel pour les politiques publiques, mais de la conviction que le système financier, que le « marché » est au fond une production de l'État ; que la forme que ce marché prend est le fruit des politiques publiques mises en place par cet État. Nous sommes aussi d'avis que loin d'avoir été « évidé », l'État est aujourd'hui plus présent qu'il ne l'a jamais été et qu'il est confronté à des tâches de plus en plus complexes de gestion de risque (Moss, 2002). Nous sommes donc naturellement sensibles aux arguments d'un John Braithwaite (2008) qui prétend que nous ne vivons pas dans un capitalisme néolibéral, mais plutôt dans un capitalisme réglementaire. Nous sommes aussi sympathiques aux conclusions de Steven K. Vogel (1998) qui affirme, dans *Freer markets, more rules*, que libéralisation ne signifie pas dérèglementation. Nous croyons, comme Stephen H. Haber et Charles W. Calomiris (2014), que les crises bancaires ne sont *pas* des événements imprévisibles et répartis d'une manière aléatoire. Elles sont plutôt le produit d'institutions qui régulent autant les incitatifs des politiciens, des banquiers, des emprunteurs que des contribuables. Graeber (2011) rappelle l'évidence historique au sujet de la symbiose entre marché et État : « [...] despite the dogged liberal assumption [...] that the existences of states and markets are somehow opposed, the historical record implies that exactly the opposite is the case. Stateless societies tend also to be without markets. » (Graeber, 2011, p. 50) Nous tenons aussi, d'emblée, à souligner que nous n'entretions pas d'antipathie particulière envers l'industrie financière en général, ou envers les banques plus particulièrement. Comme Robert Shiller (2012, p. 3), nous croyons que la finance est essentiellement une « technologie » bénéfique à la société, pour autant qu'elle soit, périodiquement, « corrigée et réalignée ».

Tel que vu, la nature de notre problématique et de notre question de recherche nous a naturellement éloigné d'autres approches d'analyse (ou théories) en politiques publiques qui se concentrent aussi souvent sur des explications du changement. Cairney (2012, p. 17) explique bien comment les théories en analyse des politiques publiques visent essentiellement à expliquer le statu quo ou le changement, la stabilité et l'instabilité dans les politiques publiques. Que ce soit l'équilibre ponctué de Jones et Baumgartner, les coalitions d'intérêts de Sabatier et Schlager (2001), le modèle des trois flux de Kingdon (2011) ou même le changement de paradigme chez Hall (1997), les outils en analyse de politiques publiques servent essentiellement à analyser le mouvement dans lesdites politiques.

Notre thèse vise de son côté plutôt à étudier des hypothèses qui mettent en cause des politiques publiques particulières et non pas à étudier le changement de politiques publiques, sauf dans le cas particulier du rôle des idées (voir chapitre 4). Nous n'étudions pas non plus la mise au point des politiques publiques, mais plutôt la manière dont certaines politiques publiques ont ou n'ont pas pu causé la crise financière américaine ou évité la crise canadienne. Même si notre thèse touche nécessairement à différents aspects du « cycle des politiques publiques », nous ne cherchons pas à statuer sur l'importance d'une étape par rapport à une autre. En quelque sorte, notre thèse, même si elle demeure très ambitieuse dans son objet, n'en demeure pas moins assez simple dans sa méthode comparative et descriptive.

Mais revenons aux trois dimensions de cette analyse, les trois « i » tel que nous allons les traiter dans cette thèse par article.

La première dimension des politiques publiques en matière bancaire que nous allons étudier porte sur l'influence des idées dans la mise au point des dites politiques. L'importance des idées dans le développement des politiques publiques ne fait aucun doute pour la grande majorité des auteurs en analyse des politiques publiques. Ils sont en effet nombreux à acquiescer à la fameuse formule de Hecló (1974, cité dans Hall, 1993, p. 275-276) : « Government not only 'power' [...] they also puzzle. Policy-making is a form of collective puzzlement on society's behalf [...] ». Selon

Sabatier et Schlager (2000), toutes les théories ou cadres d'analyse en politiques publiques ont une composante plus ou moins importante liée aux idées.

Une idée est évidemment un concept quelque peu vague qui regroupe une foule de phénomènes. Les idéologies en font évidemment partie, de même que leurs « équivalents », à savoir les « cadres normatifs » et les « cadres d'interprétation » ou encore les « idées programmatiques » (Campbell, 2002). Muller (2000) propose quant à lui le concept de référentiel, qui « consiste en des valeurs fondamentales, des perceptions des problèmes [...], des relations causales pertinentes et des images favorables [...] » (cité dans Sabatier et Schlager, 2000, p. 223). Hall (1993) préfère quant à lui parler de paradigme. À l'instar d'Hecllo, pour qui le processus des politiques publiques s'apparente à une « interrogation », Hall compare le développement des politiques au processus scientifique tel que théorisé par Kuhn (1983). Il définit ainsi un paradigme : « Like a *Gestalt*, this framework is embedded in the very terminology through which policymakers communicate about their work, and it is influential precisely because so much of it is taken for granted and unamenable to scrutiny as a whole. » (Hall, 1993, p. 279)

Tous ces concepts ne sont évidemment pas, à strictement parler des « équivalents ». La différence entre ceux-ci se trouve évidemment dans le traitement ou l'utilisation qu'en fait l'auteur, de même que dans son support empirique. On pourrait avancer qu'il existe en fait deux pôles dans l'approche cognitive qui attirent les auteurs soit vers une vision plus large ou plus restreinte des idées ; ces deux pôles pourraient être pensés comme l'inconscient et le conscient de l'approche dite cognitive (voir Chevalier, 2008).

Pierre Muller et Peter Hall représentent de bons exemples d'une distinction évidente dans le traitement d'un même thème. En effet, le référentiel chez Muller est plus englobant que le paradigme de Hall et pourtant, les deux traitent, au final, du même sujet, soit la propagation de la pensée néolibérale à partir de la crise « stagflationniste » des années 1970. Muller parle de référentiel « global » de marché²⁴ alors que Hall préfère parler de paradigme monétariste. La

²⁴ Muller (1985) avance aussi l'idée de « référentiel sectoriel », qui correspondrait davantage à la vision de Hall mais chez Muller, ce référentiel est largement « déformé à travers le prisme des rapports d'hégémonie [...] globaux. » (cité dans Chevalier 2008)

différence se trouve essentiellement au niveau du seuil d'invalidation. Hall offre une vision des idées appuyées fortement sur la science économique alors que le référentiel de Muller est davantage basé sur d'autres ressorts plus larges que la science :

[...] ce qui distingue le paradigme du référentiel concerne les conditions de leur invalidation alors un paradigme se verra invalidé in fine travers épreuve de la vérification expérimentale il en est évidemment pas de même pour ce qui concerne invalidation un référentiel qui reposera sur une transformation des croyances des acteurs concernés (Muller, 2000, p. 194)

Cela dit, les deux approches demeurent imparfaites et ont été critiquées pour leur manque de valeur scientifique. Après tout, comment est-ce possible de prouver la valeur causale d'une idée ? Blyth (1997) offre d'ailleurs une critique acerbe, mais juste du « tournant idéal » en économie politique. Même si les idées sont manifestement une pièce importante du puzzle quand vient le temps d'expliquer un changement, des lacunes demeurent dans la présentation de la preuve.

[...] while such hypothesized changes in "world-views" and/or "policy paradigms" are persuasive at a descriptive level, analyses of them remain very impressionistic. Attributing a change in behavior to a change in ideas is tenable only if it is counterfactually demonstrated that the change could not have occurred without the ideas. The lack of such a methodological check is a weakness on two counts. First, even if ideas are important, it is very hard to say how important because of the confluence of other factors. [...] Second, even in cases where the influence of ideas is likely to be strong, as in those under consideration, if the counterfactual argument can not be established, then ideas become simply another rather than the causal factor. (Blyth, 1997, p. 236)

Blyth plaide pour de « meilleures idées » dans le traitement des idées, sans donner de pistes réellement nouvelles ou porteuses. La vérité est que le chercheur présentant une analyse des idées ne peut jamais complètement chasser tous les doutes sur la valeur de sa démonstration.

Néanmoins, le scepticisme qui demeure dans la discipline est doublé, paradoxalement, d'une certitude à propos de l'importance des idées. Aussi, il demeure important, selon nous, de tenter, avec un maximum de rigueur, de faire encore la démonstration de l'importance des idées dans la mise au point des politiques publiques. Nous sommes d'avis qu'il est possible de fournir une argumentation convaincante à partir d'une analyse comparative de l'influence des idées dans

certaines « forums », tel que proposé par Bruno Jobert (1994). Ces forums incluent le forum scientifique, le forum de la communauté des politiques publiques et celui de la rhétorique politique (voir Palier et Surel, 2005, p. 25). Béland (2005) suggère aussi de traiter des idées à partir de la « mise à l'agenda », ce qui rendrait la tâche plus facile à l'analyste. À l'aide de ces suggestions, et en nous inspirant de travaux similaires (notamment Helleiner, 2001), nous allons tenter de montrer à l'aide de quelle (s) idée (s) la déréglementation des banques est survenue au Canada et aux États-Unis. Nous allons nous attarder plus spécifiquement à l'abolition de la séparation entre banques commerciales et banques dites d'affaires ou courtiers en valeurs mobilières. Pour ce faire, nous allons nous intéresser presque exclusivement aux idées exprimées dans un cadre formel, celui des commissions parlementaires chargées d'étudier un projet de loi et d'entendre les opposants ou les partisans. Ces commissions et comités doivent faire rapport aux élus. Par une étude détaillée de cette documentation, nous allons pouvoir explorer quelles idées ont poussé à la déréglementation dans chaque pays.

La deuxième dimension des politiques publiques qui sera étudiée dans le cadre de cette thèse est celle des intérêts. Les intérêts, dans sa conception classique, sont un thème qui a été beaucoup étudié en analyse des politiques publiques :

Le repérage des intérêts en présence, des préférences des acteurs et de leurs stratégies constitue sans doute l'approche la mieux balisée dans l'analyse de l'action publique. Elle s'est concentrée de manière précoce, par exemple, sur les questions relatives à la rationalité de la prise de décision, aux logiques propres à l'action collective et aux modalités d'influence et d'interaction qui caractérisent les relations de pouvoir dans un secteur donné de l'action publique. Pour comprendre le développement des politiques sociales, il est ainsi nécessaire de repérer les acteurs en présence, leurs préférences, leurs forces, leur capacité d'action et de mobilisation, ainsi que leurs stratégies. (Palier et Surel, 2005, p. 11)

Nous prévoyons pour notre part étudier, dans une perspective comparative toujours, la manière dont les politiques publiques en matière bancaire sont influencées par les intérêts dits spéciaux. Nous nous intéresserons plus particulièrement aux « remparts institutionnels » contre la capture réglementaire. Celle-ci se définit comme le « processus par lequel des intérêts spéciaux influencent l'intervention étatique, quelle que soit sa forme [...] » (Dal Bo, 2006, p. 203). Le concept évoque naturellement Marx et sa dénonciation de l'emprise des grandes entreprises sur

les institutions politiques, mais il a surtout été développé par Olson (1971 [1965]) et Stigler (1971) (voir l'historique présenté par Laffont et Tirole, 1991, p. 1089-1090). De nombreux auteurs ont déjà identifié des mécanismes divers de capture (Laffont et Tirole, 1991 ; McCarthy, Poole et Rosenthal, 2012 ; Baker, 2010 ; Etzioni, 2009).

Bref, plutôt que d'emprunter le chemin classique de tenter d'identifier si des groupes d'intérêt y sont pour quelque chose dans la mise au point ou dans l'application des politiques publiques, nous allons plutôt étudier la question telle un négatif, c'est à dire en analysant les mesures en place pour contrer ou tempérer l'influence que pourrait avoir de tels groupes. C'est une manière particulièrement intéressante de traiter de la question non seulement parce qu'elle ne l'a jamais été de cette façon, mais aussi parce qu'elle est particulièrement d'intérêt pour l'étudiant de l'administration publique.

Finalement, la dernière dimension est celle des institutions. Le sujet des institutions est si large qu'il serait périlleux d'essayer d'en faire ici la synthèse. Par exemple, pour March et Olsen (1996, p. 249), le concept est très inclusif : « Institutions organize hopes, dreams, and fears as well as purposeful actions », nous disent-ils. En fait le terme en est venu à avoir tant de significations que dans un manuel récent sur l'analyse des politiques publiques, Cairney (2012, p. 70) introduit le concept en affirmant d'emblée que « [...] personne n'est vraiment certain de savoir ce qu'est une institution [...] ». Cette incertitude a certainement beaucoup à voir avec l'apparition des néo institutionnalismes qui ont sensiblement élargi le spectre de ce qui peut être identifié comme une institution. Hall et Taylor (1996) identifient trois de ces néo institutionnalismes qui, même s'ils incluent des institutions tangibles, s'évertuent essentiellement à mettre en relief d'autres types d'institutions comme les idées ou la culture. Cela dit, l'institutionnalisme « classique » reste tout aussi difficile à circonscrire clairement (Cairney, 2012, p. 70). Il renvoie davantage à des institutions qu'il est possible en quelque sorte de pointer du doigt, même s'il inclut des institutions qui se manifestent d'une manière informelle. Il s'est néanmoins davantage développé par l'étude d'institutions formelles comme des organisations, mais aussi des lois, comme celles délimitant le droit de propriété (un exemple classique est De Soto, 1994). Stinchcombe (1997) résume ce qui selon lui distingue le « vieil institutionnalisme », qu'il a appris des Veblen, Commons et autres, de l'« institutionnalisme moderne » :

Institutions, I learned then, shaped the creation and functions of units in market and the relations between them. But unlike the institutions of modern institutionalism, people ran these institutions by organizing activities on their behalf. Institutions were, in the first instance, created by purposive people in legislatures and international unions, and in pamphlets of business ideologists in Northern England. Modern institutionalism, to create a caricature, is Durkheimian in the sense that collective representations manufacture themselves by opaque processes, are implemented by diffusion, are exterior and constraining without exterior people doing the creation or the constraining. (Stinchcombe, 1997, p. 2)

Notre attention, dans cette thèse, sera portée vers des institutions classiques comme les organismes de réglementation et les règles qu'ils mettent au point et qu'ils appliquent. L'idée est faire état de la manière dont ces institutions structurent l'industrie réglementée. Nous employons ainsi une idée bien ancrée en économie politique internationale, voulant que les marchés (les acteurs privés) soient en grande partie des créations plus ou moins autonomes de l'État²⁵. Les marchés seraient ainsi largement enchevêtrés dans un système de politiques de toutes sortes et ils ne sont souvent dysfonctionnels qu'en raison d'un mauvais calibrage desdites politiques.

3. 1 À PROPOS DU LIEN ENTRE LES « TROIS I »

Même si l'approche « trois i » est un outil adéquat pour réaliser une thèse par article, il n'en demeure pas moins que l'approche n'a pas été conçue expressément pour cela. Les « trois i » sont une manière d'étudier un objet afin d'offrir un portrait plus complet. Au final, les « trois i » sont ni plus ni moins naturellement enchevêtrés, même s'ils ont été, superficiellement, détachés dans le processus. Aussi, le travail de réenchevêtrement ne saurait poser trop de problèmes, d'autant plus que l'objet de recherche — les politiques publiques dans le domaine bancaire — demeure le même pour tous les « i ».

²⁵ Par exemple, Strange (1988, p. 23) décrit ainsi la relation entre les marchés et l'État : « Markets cannot play a dominant role in the way in which a political economy functions unless allowed to do so by whoever wields power and possesses authority. » Dani Rodrik (2007, p. 154) résumait bien, plus récemment, la nécessité pour une économie de marché d'être « enchevêtrée » dans un ensemble d'institutions: « Markets require institutions because they are not self-creating, self regulating, self stabilizing, or self legitimizing. »

Concrètement, même si nous ne pouvons statuer d'avance sur les résultats de notre recherche, nous soupçonnons qu'il y aura très certainement des liens évidents à faire entre les protections du système canadien contre la capture (notamment la capture de l'appareil législatif) et l'évolution de l'idée de déréglementation. Nous soupçonnons aussi que la protection contre les intérêts spéciaux a certainement eu un impact sur les institutions de réglementation, notamment les règles mises au point pour règlement le secteur bancaire. Il semble aussi évident que les idées qui ont été entretenues dans chaque pays et qui ont influencé le débat sur la déréglementation ont certainement eu un impact sur d'autres débats, comme la relation générale entre l'État et son secteur bancaire. Il y aurait aussi matière à statuer sur l'influence plus ou moins grande des institutions dans ce débat d'idées sur la réglementation.

Même si ces hypothèses ou ces relations s'avéraient non-concluantes, le portrait qui serait dressé de chaque système, à partir de nos trois analyses, n'en demeurerait pas moins pertinent. L'idée au final est de mieux comprendre comment chaque assemblage d'idées, d'institutions et d'intérêts donne naissance à un système bancaire particulier, plus ou moins stable.

3.2 MÉTHODOLOGIE

Le but de ce travail est essentiellement de revenir sur les différents arguments qui ont été mis de l'avant pour expliquer la crise financière américaine et pour expliquer l'exception canadienne. Comme on l'a vu, l'objectif est essentiellement d'informer le débat sur la réglementation optimale en procédant à un *élagage* de la thèse de la défaillance réglementaire qui comprend, comme on l'a vu aussi, plusieurs arguments.

Dans cette entreprise d'élagage, l'approche « trois I » offre un outil idéal, fondamentalement inductif. Comme on l'a vu, la perspective comparative a le potentiel de nourrir des questionnements autant sur le modèle de réglementation optimale que sur les véritables sources de l'instabilité bancaire américaine. La littérature sur l'exception canadienne soulève naturellement des questionnements sur la crise américaine ; celle-ci mène à des interrogations sur

le modèle canadien. Ces allers-retours sont aussi souvent le propre de la recherche qualitative, comme le rappellent Deslauriers et Kérisit (1997, p. 106), il faut rappeler que « la recherche qualitative présente un caractère itératif et rétroactif : on y rencontre la simultanéité de la collecte de données, de l'analyse [...] et de l'élaboration de la question de recherche, ce que d'aucuns ont appelé le modèle d'adaptation continue. » Feyerabend (1979) évoque aussi un processus similaire de découverte chez les enfants qui peut aussi s'appliquer au chercheur :

D'abord, nous aurions une idée ou un problème, ensuite, nous agirions, c'est-à-dire que nous parlerions ou construirions, ou détruirions. Cependant, ce n'est certainement pas ainsi que se développent les enfants. Ils font usage des mots, ils les combinent, ils jouent avec eux jusqu'au moment où ils en saisissent le sens qui jusqu'alors leur avait échappé et l'activité ludique initiale est une condition essentielle de l'acte final de compréhension. Il n'y a pas de raison que ce mécanisme cesse de fonctionner chez les adultes. (Feyerabend, 1979, p. 23)

Aussi, si notre objectif est clair, nous ne pouvons prétendre savoir ce que nous allons découvrir. L'intuition première de cette thèse est que la thèse de la défaillance réglementaire et celle de l'exception canadienne ne sont que peu appuyées empiriquement. C'est à partir de ce constat que nous avons lancé l'investigation.

Néanmoins, la méthode qui sera employée dans cette thèse est claire. Pour réaliser les trois pans de ce travail, nous allons utiliser une approche qualitative essentiellement basée sur une analyse documentaire, mais aussi sur des entrevues (de validation) bien ciblées servant autant à orienter nos travaux qu'à recueillir des données nouvelles. L'analyse documentaire comprendra une synthèse des recherches originales et des sources secondaires déjà publiées, mais inutilisées dans la présente optique. Elle sera additionnée d'une analyse de documents officiels tels les procès-verbaux de comités parlementaires et les rapports de comités spéciaux et de groupes d'experts. Finalement, une revue de presse des grands quotidiens financiers viendra compléter notre corpus documentaire et appuyer notre analyse. Nous aurons aussi recours, si nécessaire à des demandes d'accès à l'information pour obtenir des données, notamment, sur des régulateurs bancaires, au Canada et aux États-Unis.

La portion « entrevue » de ce travail sera réalisée d'abord et avant tout pour soutenir, orienter et valider la recherche documentaire. On le sait, cette dernière a ses limites et doit naturellement

être bonifiée. On parle donc, par exemple, d'entrevues avec des membres de l'administration publique, des régulateurs, des économistes ou encore des politiques impliqués dans certains débats sur les politiques de réglementation financière. L'idée est évidemment d'orienter la recherche, mais aussi, à terme, de valider, d'une manière continue, les conclusions provisoires tirées de notre analyse documentaire — bref, de procéder à une forme de « triangulation » (Mason, 2011, p. 66). Les gens interviewés sont davantage considérés, dans cette perspective, comme des « collaborateurs » qui nous aideront à « construire conjointement du sens » (Savoie-Zajc, 2005, p. 301) Nous ne prévoyons pas, néanmoins, citer ces collaborateurs dans la thèse.

Comme nous allons le voir, chaque article emploiera aussi une méthodologie particulière afin d'étudier en profondeur un aspect particulier des politiques publiques en matière bancaire. Dans notre premier article, nous allons nous attarder essentiellement aux rapports et aux procès-verbaux de comités parlementaires américains et canadiens en rapport avec l'étude de deux projets de loi. Nous procéderons à une analyse de texte pour faire ressortir les arguments avancés par des législateurs, mais surtout des responsables d'organes de réglementation. L'objectif est de voir quels arguments sont utilisés pour défendre une même mesure de déréglementation et de mettre en exergue les similarités ou les différences.

Dans notre deuxième article, sur les remparts contre la capture réglementaire, nous tenterons premièrement de construire un idéal type d'organisation qui serait, si l'on veut, immunisée contre la capture réglementaire pour ensuite comparer deux régulateurs bancaires, soit le BSIF au Canada et l'OCC aux États-Unis, à cet étalon. Cet idéal type est construit à partir de la littérature existante sur les meilleures pratiques pour éviter la capture réglementaire. À partir de cette littérature, nous évaluons ces remparts avant de les inclure ou de les exclure de notre idéal type. Ensuite, nous chercherons essentiellement à évaluer comment le BSIF et l'OCC étaient perméables à la capture à l'aune de cet idéal type. Notre évaluation porte sur les années précédant la crise, soit 2006 ou 2007. Afin de pouvoir comparer les deux entités, nous devons devoir fouiller la littérature officielle produite par les deux organisations (rapports annuels, sites web, etc.) et nous allons aussi procéder à des demandes d'accès à l'information pour combler certaines lacunes.

Finalement, notre troisième article procédera tout d'abord à une recension des arguments qui composent ce que nous appelons la thèse de l'exception canadienne. À partir de la littérature sur l'exception canadienne, nous identifions les arguments récurrents. Nous offrirons ensuite offrir une critique de ces arguments à partir de données empiriques et de la littérature scientifique pertinente aux débats concernés. La comparaison ne se limitera pas ici aux simples cas canadien et américain, mais inclura aussi une comparaison avec plusieurs pays qui ont subi une crise bancaire en 2007 ou 2008.

Le dernier chapitre nous permettra de résumer les constats des trois articles précédant tout en considérant des sujets, ou des arguments, qui ne l'auraient pas été jusque là. L'idée sera de poursuivre l'élagage et de faire des constatations sur l'état final de la thèse de la défaillance réglementaire, d'en tirer des conclusions et de proposer des améliorations aux politiques existantes.

4. L'ABOLITION DU GLASS-STEAGALL ACT : LES IDÉES DE DÉRÉGLEMENTATION AU NORD ET AU SUD DE LA FRONTIÈRE

Résumé

Une analyse des témoignages lors de l'étude de deux projets de loi qui prévoyaient, au Canada en 1987 et, aux États-Unis en 1999, d'abolir les barrières entre banques d'affaires et banques commerciales, révèlent que les motivations du législateur et des régulateurs n'étaient pas directement liées à une quelconque idéologie sur l'efficacité des marchés ou sur les bénéfices de l'autoréglementation. Les raisons invoquées étaient plutôt liées à la nécessité d'adapter la réglementation aux pratiques financières et bancaires existantes et de ne pas nuire à la compétitivité de l'industrie financière nationale. Les deux raisons étaient intimement liées dans une forme de déréglementation compétitive. Par ailleurs, les véritables différences dans les idées avancées dans le cadre de ces deux projets de loi étaient davantage liées à la forme juridique privilégiée pour les nouvelles entreprises financières et à la manière de réglementer ces nouvelles entités. Aussi, on ne peut avancer que l'idéologie, ou un certain « fondamentalisme de marché » soit en cause. Les idées en cause, divergentes, étaient plutôt liées à la manière de reréglementer le secteur financier.

Mots-clés : *Glass-Steagall Act*, déréglementation, idées, Loi sur les Banques, Gramm-Leach-Bliley Act, crise financière.

Plusieurs thèses ont été avancées pour expliquer la crise financière américaine de 2007-2009. Une des thèses les plus répandues suggère que la crise serait le produit d'un long processus de déréglementation du secteur financier. Cette thèse est elle-même liée à une proposition sur le rôle qu'auraient joué les idées dans ce mouvement de déréglementation. Certains avancent que des idées, ou croyances, en la rationalité des marchés — des idées proposées notamment par des économistes — auraient motivé ledit mouvement de déréglementation. Aussi, la boutade de Keynes à propos de l'influence des économistes sur les « hommes de pratique » n'aura jamais eu autant d'écho qu'après la crise financière :

Practical men who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influence, are usually the slaves of some defunct economist. Madmen in authority, who hear voices in the air, are distilling their frenzy from some academic scribbler of a few years back. I am sure that the power of vested interest is vastly exaggerated compared with the gradual encroachment of ideas. (Keynes, 1964 : 383-384)

John Quiggin affirme par exemple : « Before the Global Financial Crisis ideas like the Efficient Market Hypothesis and the Great Moderation were very much alive. Their advocates dominated mainstream economics. Their influence, acknowledged or not, guided the thinking of the practical men and women whose decisions created a financial system without parallel in history. » (2010 : 1)

Justin Fox (2009 : xii) avance aussi que ce « mythe » sur la rationalité des marchés s'est transformé en un lieu commun accepté par plusieurs, dont l'ancien président de la Réserve fédérale. Il résume ainsi l'« idéologie de Greenspan » : « Financial markets knew best. They moved capital from those who had it to those who needed it. They spread risk. They gathered and dispersed information. They regulate global economic affairs with a swiftness and decisiveness that governments couldn't match. » Dani Rodrik (2011 : 132) est aussi d'avis que les économistes ont fourni une « couverture intellectuelle » pour libéraliser la finance et ont convaincu les politiciens que ce qui était bon pour Wall Street était aussi bon pour Main Street.

Mirowski (2013) croit, de son côté, que les régulateurs, aux États-Unis comme en Grande-Bretagne, s'en sont remis à quelques-uns des postulats de la théorie économique néoclassique. Un mélange d'idéologie et d'intérêts économiques les aurait convaincus de promouvoir la déréglementation des marchés de capitaux (Williams et De Graaf, 2009 : 393, 397 ; voir aussi Kwak, 2014). Shela Bair, qui a dirigé la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) de 2006 à 2011, parle aussi d'un « état d'esprit » chez les régulateurs tendant vers l'autoréglementation (2012 : 48). Adair Turner (2012 : 42), qui a dirigé la *Financial Service Authority*, croit qu'une certaine « philosophie régulatrice » était directement issue de l'approche néoclassique en économie (voir aussi Kay, 2015 : 223-224). Johnson et Kwak parlent, quant à eux, carrément de « l'idéologie de Wall Street » : « Despite the scandals and crises that marked the 1990s, this was the decade when Wall Street translated its growing economic power into political power and when the ideology of financial innovation and deregulation became conventional wisdom in Washington on both sides of the political aisle. » (Johnson et Kwak, 2010; 89)

La thèse de l'influence des idées sur le mouvement de déréglementation pose néanmoins plusieurs problèmes, notamment parce que la déréglementation est un concept flou qui amalgame

toutes sortes de mesures qui ont été mises en place sur une longue période (voir Sherman, 2009). Ces mesures diversifiées ne peuvent évidemment toutes avoir le même impact du point de vue de la stabilité financière. Par ailleurs, l'attribution d'idées à des régulateurs ou à des politiciens est faite sans que l'assertion ne soit appuyée par des faits. Il est loin d'être clair que les régulateurs, outre le cas évident d'Allan Greenspan, et même les législateurs, adhèrent vraiment à des postulats d'économistes comme l'efficacité des marchés, sous une forme ou une autre.

Il faut dire aussi que la littérature scientifique n'offre pas de solutions « clé en main » au chercheur qui voudrait étudier le rôle des idées dans un domaine de politique précis. Si, dans le domaine de la réglementation financière, les études sur l'influence des idées sont à peu près inexistantes pour la période précédant la crise, quelques auteurs se sont intéressés à d'autres domaines de réglementation pour conclure que, sans un consensus académique fort chez les économistes, les réformes réglementaires des années 1980 (en télécommunications, en transport aérien notamment) n'auraient pu être possibles (Derthick et Quirk, 1985 : 57). Quelques études, plus sociologiques, sur le rôle des économistes dans différents pays, en regard de leurs liens avec l'État, ont été produites (Stewart, 1989 ; Pechman, 1989 ; Fourcade, 2009) et, plus généralement, l'influence des économistes sur les politiques publiques est un sujet débattu depuis assez longtemps, par les économistes eux-mêmes (Hayek, 1974 ; Nelson, 1987 ; Hamilton, 1992 ; Krugman, 2009). Selon Frey (2006), qui fait une revue exhaustive de littérature sur le sujet, les recherches tendent à montrer que l'influence des économistes n'est pas si grande qu'on pourrait le croire (pour un exemple récent, voir Farrell et Quiggin, 2012). Néanmoins, l'intégration des économistes dans des fonctions administratives serait naturellement cruciale dans l'augmentation de leur influence (Furner, 1996).

Cela dit, outre les économistes, plusieurs acteurs différents peuvent et doivent porter une même idée pour qu'elle devienne une « vérité communément admise ». Comme Hall (1989) le spécifie dans son étude de la propagation des idées keynésiennes, les idées méritent d'être appréhendées à partir de trois approches : celle centrée sur les économistes eux-mêmes et leur capacité persuasive, celle centrée sur l'État qui se concentre sur la « configuration institutionnelle » et son impact sur la réceptivité de l'appareil étatique aux nouvelles idées issues de la science économique et, finalement, l'approche centrée sur les coalitions, qui s'intéressent à l'attrait plus

général des idées auprès d'autres groupes politiques. Le procédé de Hall est aussi celui que préconise Bruno Jobert (1994) qui soutient, similairement, que plutôt que d'étudier un paradigme en isolation, on doit plutôt étudier les interactions et les articulations de celui-ci dans trois « forums » : « [le] forum scientifique (où sont imposées les analyses des problèmes) [le] forum de la communauté des politiques publiques (où sont discutées les recettes et les solutions) et [le] forum de la rhétorique politique (où se déterminent les opportunités d'agir ou non) » (cité dans Palier et Surel, 2005 : 25)

C'est au forum politique que nous nous intéresserons principalement dans cet article. Aussi, à partir des témoignages, en comités parlementaires, des régulateurs (en incluant les ministres responsables), nous allons tenter de voir quelles idées motivaient leur appui (presque unanime) à une même mesure de déréglementation. Aussi, afin d'étudier la question de l'influence des idées sur la déréglementation, nous proposons une analyse comparative de deux initiatives d'importance de déréglementation, au Canada et aux États-Unis, soit l'abolition — au Canada en 1987, puis aux États-Unis en 1999 — de la séparation entre les banques commerciales et les banques d'affaires (ou, pour le Canada, les courtiers en valeurs mobilières).

Soulignons que l'abolition du *Glass-Steagall Act* (1) est par ailleurs considérée, par plusieurs, comme une cause de la crise financière de 2007-2009 aux États-Unis (voir Crawford, 2011 ; FCIC, 2011 : 52-66). Grant (2010 : 374), entre autres, soutient que : « Some of the roots the current financial crisis started taking hold in 1999, when Congress passed the Financial Services Modernization Act of 1999, also known as the Graham-Leach-Bliley Act. » (Voir aussi Campbell, 2011 : 221 ; Helleiner, 2011 : 73).

Le Canada offre ici un point de comparaison intéressant pour tester l'hypothèse de l'influence des idées sur le mouvement de déréglementation. Non seulement le Canada a-t-il été relativement épargné par la crise, mais le pays a aussi procédé, avant les États-Unis, à sa propre déréglementation financière. Aussi, le but de cet article est non seulement de constater quelles idées ont motivé une certaine forme de déréglementation au Canada et aux États-Unis, mais aussi de mettre en contexte la thèse sur la déréglementation comme cause de la crise financière américaine.

Deux projets de loi

Au Canada, les modifications apportées à la Loi sur les banques en 1987, dans le cadre du projet de loi C-56, furent l'aboutissement d'un long processus de réforme financière qui avait commencé sous l'administration Trudeau père (Yakabuski, 1993 : 111-112). Les modifications ne représentaient par ailleurs pas la fin du processus qui se poursuivra, en 1992, par la permission, donnée aux banques, de vendre de l'assurance. Le processus de réforme sera alimenté par différents événements, notamment l'élection du gouvernement progressiste-conservateur de Bryan Mulroney, la faillite de deux institutions financières en 1984 et, comme nous le verrons, des initiatives législatives au Québec et en Ontario. Les secousses financières survenues au début du mandat des progressistes-conservateurs vont mener, en 1984, à la mise en place de la commission Etsey. Un comité, piloté par Robert Wyman, se penchera aussi, la même année, sur une réforme de la Société d'assurance-dépôts du Canada. En avril 1985, le gouvernement publiera un Livre vert intitulé « La réglementation des institutions financières du Canada : propositions à considérer » (ministère des Finances, 1985), qui sera critiqué par les comités de la Chambre (Finances et affaires économiques) et du Sénat (Banques et commerce). Le livre Vert proposait déjà de réunir différentes catégories d'institutions (sans néanmoins préciser exactement quels types d'institutions) au sein d'une même société de portefeuille financière. Ce n'est qu'en mai 1987 qu'un projet de loi (C-56) sera déposé pour permettre l'achat direct de courtier de valeurs mobilières par les banques (2). Nous allons nous attarder ici surtout aux commentaires formulés par les régulateurs lors des audiences qui se sont tenues, devant les comités du Sénat et des Communes, en 1987, mais aussi à des témoignages entendus en 1985, lors de l'étude du Livre vert.

Aux États-Unis, selon Crawford (2011), plusieurs tentatives de modification ou d'abrogation du *Glass Steagall Act* ont été tentées dans les années 1980 et, tel que vu, le *Glass-Steagall Act* a commencé à être dilué dès ces années-là (voir note 1). Ce n'est cependant qu'en 1999 que le *Financial Modernization Act* prévoira l'abolition complète de la loi en laissant libre cours aux fusions entre banques commerciales et banques d'affaires. Le projet de loi sera étudié par trois comités, au printemps 1999, soit ceux de la Chambre sur les banques et les services financiers et

celui sur le commerce, et par le comité du Sénat sur les banques, l'habitation et les affaires urbaines.

Même si quelques différences sont évidentes dans les argumentaires utilisés par les régulateurs au nord et au sud pour justifier la déréglementation du secteur financier, il est clair que les similitudes sont beaucoup plus importantes. Des deux côtés, on insiste sur la nécessité d'adapter la réglementation à de nouvelles réalités dans le domaine financier et d'ainsi maintenir la compétitivité du secteur financier national dans un contexte de compétition internationale. Néanmoins, chaque pays a ses spécificités dans les raisons particulières qui sont invoquées pour appuyer la déréglementation. Nous allons aussi traiter des différences importantes dans la manière dont les deux législatures ont décidé de concevoir la « reréglementation » du secteur financier ainsi libéralisé.

La réglementation adaptative

Ironiquement, la principale raison invoquée pour décloisonner le secteur financier, autant aux États-Unis qu'au Canada, est que ledit décloisonnement était de toute manière plus ou moins effectif. Autrement dit, la réglementation devait s'adapter à une réalité nouvelle. Alan Greenspan (1999) résume assez bien la position quand il évoque le caractère multiforme des nouveaux produits financiers pour montrer qu'une séparation entre les différentes fonctions financières est déjà émoussée dans les faits : « The technologically driven proliferation of new financial products that enable risk unbundling have been increasingly combining the characteristics of banking, insurance, and securities products into single financial instruments. » Donna Tanoue (1999), directrice de la FDIC, juge aussi que : « The financial markets have changed dramatically [...]. Improvements in information technology and innovations in financial markets have rendered the current system increasingly obsolete [...] ». Et John D. Hawke, directeur de *l'Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), s'en remet au même type d'analyse :

Technological advances and the development of new financial products and services have increasingly blurred the old lines that once separated the offerings of banks, securities firms, and insurance companies. [...] there is a strong case that the time has come for Congress to unambiguously undo antiquated constraints that exist in current

law and bring the statutory framework into line with the realities and needs of the marketplace. (Hawke, 1999)

Le comité de la Chambre sur les banques et les services financiers reprendra d'ailleurs les mêmes arguments dans son rapport :

While there have been significant changes in the type of savings, investment, and financing products available and the companies offering those products during the last two decades because of technology, interest rate deregulation, and increased corporate and consumer access to the equity and credit markets, there has not been a corresponding change in the statutory framework governing the financial marketplace. (House of Representatives, 1999a: 97)

Le comité du Sénat sur les banques concourt aussi à ces arguments :

Many of the statutes addressing financial services, dating from the Great Depression or even earlier, are not well adapted to the changes taking place in the financial services industry. In particular, developments in technology, globalization of financial services, and changes in the capital markets have rendered the laws governing financial services unsuitable and outdated in many respects. (United States Senate, 1999: 3)

Autrement dit, l'État doit s'adapter au marché ; de toute manière, le marché lui continuera d'évoluer, avec ou sans réglementation. Greenspan (1999) avertit d'ailleurs : « [t]he market will continue to force change whether or not Congress acts. » Le Secrétaire du Trésor, Robert Rubin (1999), affirme aussi : « Financial modernization will continue in the absence of legislation, but it can, with good legislation, occur in a more orderly fashion. » C'est aussi l'avis d'Ellen Seidman, directrice de l'*Office of Thrift Supervision* (OTS) :

Because regardless of what happens in the coming weeks and months on the legislative front, the market will continue to modernize. Legislation should facilitate this trend, promoting flexibility for existing, and future, financial institutions, including insured depositories, while maintaining a framework to ensure the system's continued safe and sound operation, fair service to all, and the health and stability of the national and global economies. (Seidman, 1999)

Au Canada, l'argumentaire pour la déréglementation est aussi teinté d'une urgence d'adapter la réglementation à la réalité financière du moment. Le Livre vert de 1985 spécifie d'emblée que les institutions financières sont « en pleine mutation » et que « le partage traditionnel des rôles est perturbé ». Les changements du système financier auraient surtout « pris la forme d'une diversification qui a vu les institutions empiéter sur leurs "domaines" respectifs. » Cela aurait, selon le ministère, rendu « plus floues les distinctions entre les diverses catégories d'institutions. » (ministère des Finances, 1985 : iii) Le Ministère ajoute : « On admet généralement que la législation existante n'a pas été conçue en fonction de la structure qui apparaît maintenant dans le secteur financier, de sorte qu'un réexamen fondamental de la manière, dont la politique publique, est mis en œuvre dans ce secteur s'impose. » (ministère des Finances, 1985 : iii) L'objectif, selon le Livre Vert, est d'élaborer une approche réglementaire qui « favorise, au lieu d'y faire obstacle, l'innovation et l'efficacité de notre secteur financier » (ministère des Finances, 1985 : 1). Dans son rapport sur le Livre vert, le comité de la Chambre des communes affirme aussi que « [l]es faillites [...] et l'évolution rapide des innovations financières, précipitée par le progrès technique, font ressortir la nécessité d'une déréglementation [...] » (Chambre des Communes, 1985 : 6)

Le comité canadien du Sénat affirmera, pour sa part, que la réglementation doit éviter d'« imposer une structure préétablie au système financier ». Le comité sénatorial fait le lien entre l'adaptabilité de la réglementation et le maintien de la compétitivité du secteur financier canadien : « Cette marge de souplesse est essentielle pour permettre aux institutions canadiennes d'accéder et de se maintenir au rang d'établissements internationaux dans le climat concurrentiel actuel. » (Sénat du Canada, 1986 : 15)

La déréglementation compétitive

L'argument sur la compétitivité du secteur financier national est en effet intimement lié à l'impératif d'adapter la réglementation aux nouvelles réalités financières. En 1999, le comité américain des banques et des services financiers de la Chambre avertit que : « If Congress fails to enact legislation of this nature, American international preeminence in financial markets will come into question [...] » (House of Representatives, 1999a; 97) Alan Greenspan (1999) lie, lui

aussi, la modernisation de la réglementation à la capacité de l'industrie financière américaine à maintenir sa position globale : « Unless soon repealed, the archaic statutory barriers to efficiency could undermine the global dominance of American finance », prévient-il.

L'argument sur la compétitivité est aussi invariablement lié à des arguments sur la défense des consommateurs :

The Committee believes that overhaul of our financial services regulatory framework is necessary in order to maintain the competitiveness of our financial institutions, to preserve the safety and soundness of our financial system, and to ensure that American consumers enjoy the best and broadest access to financial services possible with adequate consumer protections. (United States Senate, 1999: 4; voir aussi House of Representatives 1999a: 97; House of Representatives 1999 b: 98)

Quand Bill Clinton va signer la loi, il va aussi amalgamer ces différents objectifs :

Today I am pleased to sign into law S. 900, the Gramm-Leach-Bliley Act. This historic legislation will modernize our financial services laws, stimulating greater innovation and competition in the financial services industry. America's consumers, our communities, and the economy will reap the benefits of this Act. [...] Removal of barriers to competition will enhance the stability of our financial services system. Financial services firms will be able to diversify their product offerings and thus their sources of revenue. They will also be better equipped to compete in global financial markets. (Clinton, 1999)

Au Canada, le ministre délégué aux Finances, Thomas Hockin, défend son projet de loi avec des arguments sur la compétitivité : « Je répète que l'un des changements les plus importants qu'apportera le projet de loi C-56, c'est la possibilité pour l'industrie canadienne des valeurs mobilières d'avoir accès à de nouvelles sources de capitaux et, par conséquent, de pouvoir mieux résister à la concurrence croissante sur les marchés internationaux. » (Chambre des communes, 1987a : 62 : 8)

Plus loin, le ministre affirme que les modifications réglementaires « [...] permettront à nos institutions financières d'avoir un plus grand accès au marché des valeurs mobilières, domaine qui prend de plus en plus d'importance à l'échelle mondiale, et leur permettront d'asseoir leur position de concurrence sur les marchés internationaux. » (Chambre des communes, 1987a : 62 : 11)

Selon Yakabuski, la négociation sur le libre-échange n'est d'ailleurs pas étrangère aux nouveaux

pouvoirs qu'on considère maintenant donner aux banques :

Whereas McDougall [la ministre précédente] had been unbending in her rejections of the banks' demands for greater powers, on an equal footing with other financial institutions, the 48-year-old Hockin was more inclined to consider their position. His openness was explained by the growing importance accorded by the Mulroney government to the negotiation of a Free Trade Agreement with the United States. One of the central and most innovative features of the government's proposed treaty was free trade in services, including financial services. It was clear to the government that all Canadian financial institutions, except the banks, were dwarfed by their American counterparts. Thus, assuring a strong Canadian presence in the financial sector meant strengthening the banks. (Yakabuski, 1993 : 148-149)

En fait, cette idée que la déréglementation est nécessaire dans une optique de compétitivité renvoie parfaitement à ce que Vogel (1998 : 187) décrit comme de la « déréglementation compétitive ». C'est aussi l'avis de Yakabuski :

Policy-makers in the Department of Finance were well aware that the growing support for deregulation in the U.S. would have serious implications for Canadian financial institutions. The mindset in Finance appeared to be that once deregulation begins in one major jurisdiction, it cannot be resisted by others closely linked to it. A more liberal regulatory environment in the U.S. would encourage Canadian financial institutions to expand south of the border rather than in Canada. (Yakabuski, 1993 : 108 ; voir aussi Amoako-Adu et Smith, 1995 : 1211-1212)

Roberge (2006 : 253) rappelle, à ce chapitre, que les politiques concernant les services financiers sont toujours à deux volets, « reflecting both international and domestic considerations » (voir aussi Mügge et Stellinga, 2010 : 334).

D'ailleurs, la question du libre-échange sera, tout le long des audiences du comité de la Chambre, le sujet qui suscitera de vifs débats, particulièrement sous l'angle de la réciprocité avec les États-Unis. En pleine négociation d'un accord commercial avec les États-Unis, certains législateurs se demandaient si le Canada n'offrait pas une libéralisation aux banques américaines sans que les États-Unis ne rendent la pareille. Le Conseil économique du Canada soulignera, devant le comité, que la réciprocité entre le Canada et les États-Unis est « cruciale » : « Tant que le *Glass-Steagall Act* n'aura pas été abrogé aux États-Unis, les banques américaines ne devraient pas être autorisées

à faire le commerce des valeurs mobilières sur les marchés canadiens. » (Sénat du Canada, 1987 : 25 : 35) De son côté, le député Garneau expliquera ainsi son opposition à C-56 : « Nous sommes en train de négocier le libre-échange avec les États-Unis, et avant même d'être convenus de quoi que ce soit, nous allons donner à des sociétés étrangères [...] l'occasion d'acheter nos maisons de courtage sans avoir prévu une réciprocité quelconque. » (Chambre des Communes, 1987b : 69 : 24)

L'autre déréglementation compétitive

Une autre raison importante, voire cruciale, pour laquelle le Canada a procédé à la déréglementation de son secteur financier est liée à la pression des provinces qui ont mené leur propre déréglementation avant le gouvernement fédéral (Yakabuski, 1993 : 161, 181). Autant le Québec que l'Ontario ont permis, dans les années 1980, la propriété des maisons de courtages par des institutions financières. Ces développements avaient évidemment le potentiel de mener à une course à la déréglementation entre les provinces canadiennes. C'est un peu ce qui est arrivé quand l'Ontario a décidé de suivre le Québec qui, sous l'impulsion du ministre des Finances québécois, Jacques Parizeau, a déréglementé son secteur financier avant tout le monde (Bodkin, 1990 : 157). L'initiative ontarienne a poussé le gouvernement fédéral à agir. John Sargent, le sous-ministre adjoint aux Finances évoque en comité la volonté ontarienne de permettre la propriété croisée entre les piliers et précise que le nouveau pouvoir (des banques) prévu à la loi, d'acquérir une maison de courtage, « serait compatible avec la création de marchés de valeurs mobilières que les provinces, l'Ontario en particulier, proposent d'autoriser. » (Sénat du Canada, 1987, 25 : 7-25 : 8) Le député Cassidy évoquera d'ailleurs clairement la chaîne de causalité quand il dit : « [...] il y a tout juste 20 mois, la province de l'Ontario tenait encore opiniâtement à protéger les quatre piliers et voilà que nous assistons à un brusque revirement et qu'elle essaie, d'une certaine façon, d'enfoncer les Québécois en allant plus avant en matière de déréglementation. Ce faisant, elle a entraîné le gouvernement fédéral dans son sillage. » (Chambre des communes, 1987a : 62 : 13)

Aux États-Unis aussi, le *Glass-Steagall Act*, qui ne s'appliquait pas aux 50 États, a mené aussi à une compétition réglementaire des États avec le gouvernement fédéral (voir Bhidé, 2010 : 258).

UNE RERÉGLÉMENTATION DIFFÉRENTE

Il semble clair, à la lumière de l'analyse précédente que les idées qui ont motivé ce choix de déréglementation sont pratiquement les mêmes. Et, il serait difficile de catégoriser clairement ces argumentaires comme relevant d'une quelconque école en science économique. On se situe davantage ici dans le consensus politique sur la nécessité de « moderniser » la réglementation en place pour, notamment, gérer des développements, ou des innovations dans le domaine financier et pour favoriser la compétitivité du secteur financier. Il est difficile aussi d'attribuer à une quelconque idéologie la plupart des commentaires émis durant les débats. Certes, la volonté d'adapter la réglementation aux pratiques financières, et non l'inverse, pourrait laisser croire que les régulateurs et les législateurs étaient motivés par une quelconque idéologie sur l'efficacité des marchés. Même si c'est une possibilité, il n'y a pas d'indication que ça ait été vraiment le cas. Il semble plutôt que la motivation pour adapter le cadre réglementaire à la réalité financière soit plutôt liée à une volonté de maintenir la compétitivité du secteur financier national.

Par ailleurs, on ne peut ignorer non plus que la libéralisation du secteur financier était aussi accompagnée d'une forme ou d'une autre de reréglementation. Si les tenants de la thèse de libéralisation comme cause de la crise financière cherchent à démontrer que les idées ont eu un quelconque effet, ils feraient mieux de regarder du côté des idées de *reréglementation*. En effet, aux États-Unis, comme au Canada, si la déréglementation faisait, somme toute, consensus, la manière dont la réglementation allait se matérialiser à au lendemain de la libéralisation fut le sujet qui provoqua le plus de débats. Et c'est probablement à ce niveau que les changements apportés seront le plus déterminants, en regard de la crise financière de 2007-2009.

La pomme de discorde, autant au Canada qu'aux États-Unis, portait sur l'organisation juridique à privilégier afin de permettre la propriété croisée entre les différents types de sociétés financières (banques, sociétés d'assurances, banques d'investissement, trust, etc.). Au Canada, on privilégiera l'acquisition directe des courtiers de valeurs mobilières par les banques par le biais de filiales. Les Américains, de leur côté, laisseront le choix aux petites sociétés de procéder à une intégration par le biais de filiales, mais obligeront les grandes sociétés à se constituer en société

de portefeuille financière, soit une société qui détient des actions dans différentes sociétés financières.

La structure juridique privilégiée aura évidemment des impacts sur la réglementation. Les États-Unis ont maintenu ce qu'on appelle une réglementation fonctionnelle, ce qui signifie que les entités qui composent une société de portefeuille financière continuent d'être réglementées par leurs régulateurs (Barth, Brumbaugh et Wilcox, 2000: 1). Bill Clinton insistera aussi sur ce point, lors de la signature de la loi : « Although the Act grants financial services firms greater latitude to innovate, it also contains important safety and soundness protections. While the Act allows common ownership of banking, securities, and insurance firms, it still requires those activities to be conducted separately within an organization, subject to functional regulation and funding limitations. » (Clinton, 1999) Furlong explique qu'est-ce que la réglementation fonctionnelle dans le contexte américain :

An important contribution of the GLBA is the framework for supervising integrated financial firms. It designates the Fed as the umbrella supervisor for financial holding companies, while the securities and insurance affiliates are subject to functional regulation by the SEC, the Commodity Futures Trading Commission, and state insurance commissions. The GLBA directs the Federal Reserve to rely as much as possible on the functional regulators for examination and other information. Likewise, the primary federal regulator of a bank also must rely on the functional regulators when securities and insurance activities are in financial subsidiaries of a bank. (Furlong, 2000)

En fait, s'il y a une « philosophie de réglementation » qui a été appliquée différemment dans le contexte de la déréglementation bancaire au Nord et au Sud, c'est justement concernant cette réglementation fonctionnelle. En ce sens, Allan Greenspan résumera assez bien l'idée :

[...] affiliation with banks need not--indeed, should not--create bank-like regulation of affiliates of banks. [...] The decision to use the holding company structure, and not the universal bank, as the appropriate structure to allow new securities and insurance affiliations is strongly driven by several key principles [...] These principles include that new powers and affiliations should be financed by the market and not by the sovereign credit of the United States, and that supervision of nonbank affiliates must not use the exhaustive bank examination method. (Greenspan, 1999)

En effet, pour Greenspan, de superviser les banques d'affaires qui seraient affiliées à une banque commerciale revient à étendre le filet de protection bancaire de l'État à toutes les institutions. Greenspan ajoute : « This shift in supervisory mode, which is already underway, is market driven. It is not the result of some potentially reversible ideology. Such an approach is captured in H.R. 10 in many of the so-called "Fed-light" provisions, and we at the Fed strongly support this approach. » (Greenspan, 1999) D'autres voient cette réglementation fonctionnelle d'un mauvais œil, essentiellement parce qu'elle limiterait les pouvoirs des régulateurs. Dans un commentaire dissident, le sénateur Jack Reed remarque :

[...] the bill expands the powers of financial institutions, while simultaneously limiting the powers of federal regulators. [...] Ultimately, I am concerned that this regulatory scheme, as illustrated by the foregoing provisions, is too porous. I fear that regulators may sometimes be unable to coordinate their responsibilities, which could result in situations in which detrimental practices may go unchecked. (United States Senate, 1999: 78)

Robert Rubin (1999) déplorera aussi que le projet de loi interdise la diversification par le biais de filiales, tout comme John Hawke, de l'OCC :

The current version of H.R. 10 mandates that banking organizations wishing to diversify into new activities as principal do so only through bank holding company affiliates -- a "one-size-fits-all" approach that needlessly denies firms the choice of expanding through a bank subsidiary structure. This restrictive approach undermines, rather than enhances, safety and soundness. It will inevitably force resources out of banks and diminish the protections for the federal deposit insurance fund. (Hawke, 1999)

Au Canada, le livre vert proposait, en 1985, une structure de société de portefeuille financière. Le comité de la Chambre rejettera néanmoins la structure proposée, jugeant qu'il s'agissait d'une « structure rigide donnant une idée quelque peu simpliste du conglomérat financier ». Selon le comité, la société de portefeuille financière nécessiterait « l'adoption de lois nouvelles » et les organismes de réglementation auraient « plus à faire pour suivre les mouvements de capitaux, surveiller les transactions intéressées et pour régler les conflits d'intérêts. » (Chambre des communes, 1985 : 69-70) Le comité évoque même la possibilité que la structure mène à une

forme de magasinage réglementaire :

La société de portefeuille financière proposée par le Livre vert, chapeautant des entités distinctes assujetties à diverses réglementations et relevant d'autorités politiques différentes, peut s'avérer un moyen de profiter « des échappatoires de la réglementation » et de se frayer un chemin dans les « failles » des lois des divers gouvernements. Il ressort de l'expérience américaine que le mélange d'institutions régies par une charte ou par règlements du gouvernement fédéral ou des États pouvait être une source de graves conflits de compétences, écueil à éviter à tout prix. (Chambre des communes, 1985 : 71)

Alors que le législateur américain décidait de faire de la Réserve fédérale le superviseur « parapluie » des sociétés de portefeuille financières, le Canada envisageait pour sa part de créer un régulateur unique pour réglementer toutes les institutions financières fédérales. En effet, dès 1985, le comité des communes recommandait la création d'une Agence nationale d'administration financière (ANAF), qu'il envisage comme un organisme tripartite (industrie, provinces, fédéral). Deux ans plus tard, en même temps que le projet de loi C-56 est étudié, un autre projet de loi prévoit la création du Bureau du Surintendant aux institutions financières.

Il est évidemment difficile de statuer sans l'ombre d'un doute, sur les effets de ces différences entre les deux manières de faire. La nouvelle structure mise en place au Canada impliquait certainement une forme de risque pour la stabilité du système financier. On jetait après tout, les bases d'un nouveau système financier et, du même coup, on mettait en place un nouveau régulateur, avec de nouvelles compétences. Michael A. Mackenzie, l'inspecteur général des banques, qui deviendra bientôt le Surintendant aux institutions financières dans le tout nouveau BSIF, ne donne d'ailleurs pas l'impression, en 1987, d'une maîtrise sans faille de son nouveau rôle comme chef d'un « bureau de réglementation unique » qui englobe les assurances, les banques, les compagnies fiduciaires, les fonds de pension et les valeurs mobilières. Il affirmera, devant le comité du Sénat : « On m'informe qu'on ne trouve nulle part ailleurs dans le monde une autorité réglementaire d'une portée aussi générale. » (Sénat du Canada, 1987 : 25 : 33) Il ne laisse pas croire non plus que la préparation de son équipe, ou la sienne, est tout à fait adéquate : « [...] certaines activités sont certainement nouvelles pour moi. Certaines, en particulier les valeurs mobilières, représentent de nouvelles fonctions pour un organisme de réglementation fédéral, et il

faudra établir de nouveaux contacts. » (Sénat du Canada, 1987 : 25 : 33) En fait, M. Mackenzie semble même avoir été pris de court par le projet du gouvernement et par son entente avec l'Ontario qui lui donnera de nouveaux pouvoirs en matière de réglementation des valeurs mobilières :

Monsieur le président, il y a quelques semaines, lorsque j'ai acquis la conviction que j'allais, avec mon personnel, devenir une autorité chargée de la réglementation du commerce des valeurs mobilières, particulièrement à la suite du protocole d'entente entre le gouvernement fédéral et l'Ontario concernant la réglementation de l'industrie du courtage, je ne dirai pas que nous avons été pris au dépourvu, mais nous avons essayé de nous préparer en retenant les services de deux experts-conseils pour examiner l'ensemble du système [...] Tout ce que je puis dire, c'est qu'à l'heure actuelle le travail est bien amorcé et progresse très rapidement. (Sénat du Canada, 1987 : 25 : 22)

Néanmoins, la crise de 2007-2008 peut laisser croire que le BSIF a su s'adapter. Du côté américain, il s'en trouve pour avancer que les mesures mises en place pour éviter les dédoublements et les empiétements entre régulateurs sont venues affaiblir la réglementation américaine :

For institutions regulated by the Fed, the new law also established a hybrid regulatory structure known colloquially as “Fed-Lite.” The Fed supervised financial holding companies as a whole, looking only for risks that cut across the various subsidiaries owned by the holding company. To avoid duplicating other regulators’ work, the Fed was required to rely “to the fullest extent possible” on examinations and reports of those agencies regarding subsidiaries of the holding company, including banks, securities firms, and insurance companies. The expressed intent of Fed-Lite was to eliminate excessive or duplicative regulation. However, Fed Chairman Ben Bernanke told the FCIC that Fed-Lite “made it difficult for any single regulator to reliably see the whole picture of activities and risks of large, complex banking institutions.” (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011 : 55)

Cela dit, comme le Secrétaire du Trésor, Timothy Geithner le mentionne, ce sont les banques d'affaires qui ont surtout souffert de la crise, et non les conglomérats financiers :

[...] most of the firm in the center of the crisis – Bear, Lehman, AIG, Merrill, Fannie, Freddie – were basically unaffected by the repeal of Glass Steagall, because they

were not commercial banks. And traditional banking – making loans, especially real estate loans – ended up being pretty risky too. WaMu, Wachovia, IndyMac, and hundreds of smaller institutions that blew up in the crisis were basically overextended banks and thrifts, not far-flung financial conglomerates made possible by the disappearance of Glass-Steagall partition. (Geithner, 2014 : 391)

En fait, certains avancent plutôt que la fin des barrières entre les institutions a probablement rendu plus aisé le sauvetage, durant la crise, des banques d'affaires qui ont pu se transformer en banques commerciales (Crawford, 2011 : 131 ; Summers, 2012). De son côté, Marie-Josée Kravis rappelle l'évidence :

Those who blame financial deregulation for the breakdown of U.S. markets should note that Canada shed its version of Glass-Steagall more than 20 years ago. Major banks thereafter rapidly bought and absorbed investment banks. At that time, Canada established the Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) to provide common, consistent and more centralized regulation for federally regulated banks, insurance companies and pension funds. To this day OSFI is almost obsessively concerned with risk management, leaving social and economic objectives, such as access to affordable housing and diversity, to institutions better-suited to attain those goals. (Kravis, 2009)

Conclusion

Si l'idéologie, ou le fondamentalisme de marché (Stiglitz, 2010) n'est fort probablement pas en cause ici, il reste que les législateurs ont tout de même cherché à adapter la réglementation aux pratiques bancaires existantes. N'est-ce pas là la preuve d'une foi inébranlable dans la capacité des marchés à réallouer le risque et à s'autoréglementer ?

Premièrement, les constatations des autorités et des régulateurs ne concernaient que très rarement des produits financiers en particulier. On ne portait pas de jugement sur la capacité des banquiers à ne faire aucune erreur et personne ne contestait qu'il faille réglementer les institutions financières. La vraie question était : « comment ? » Entre la déréglementation compétitive et l'idéologie, il semble clair que la déréglementation compétitive a été l'argument crucial dans ce débat sur la déréglementation. Si l'idéologie y était pour quelque chose, cela ne transparaissait

pas dans les discours. Par ailleurs, si l'on doit considérer ici les motivations sous-jacentes — voire occulte — de la déréglementation, on pourra aussi considérer une autre hypothèse, celle de Krippner (2011) sur la déréglementation comme outil de dépolitisation. Krippner croit en effet la libéralisation des marchés financiers — ou la financiarisation — était un moyen commode, pour les politiciens, de « dépolitiser » la question financière et de laisser le marché, plutôt que l'État par le biais de politiques publiques, allouer les ressources (voir aussi Helleiner, 2001 : 15). C'est là une motivation sous-jacente tout aussi plausible.

Quoi qu'il en soit, si l'on souhaite statuer sur le rôle des idées dans la crise financière, on devra néanmoins chercher davantage du côté de la manière — au plan très technique — dont on a décidé de reréglementer le secteur financier que du côté d'une quelconque idéologie de déréglementation.

NOTES

¹ Aux États-Unis, le Glass-Steagall Act de 1933 prévoyait une interdiction pour les banques de dépôt (ou commerciales) de faire le commerce des valeurs mobilières, pour éviter les conflits d'intérêts. La loi pourra néanmoins être contournée en partie avec les pouvoirs donnés à la Fed dans la cadre du *Bank Holding Company Act*, modifiée en 1970). En 1987, la Réserve fédérale permettra aux sociétés de portefeuille bancaires de créer des filiales pouvant vendre un certain nombre de produits pourvu que les revenus de ladite entreprise ne dépassent pas 5 % du total de la société. Cette limite sera par la suite augmentée à 10 % en 1989 et 25 % en 1997 (Grant, 2010 : 379 ; Geyfman et Yeager, 2009 : 1649-1650).

² Deux projets de loi modifiant la Loi sur les Banques seront aussi présentés cette année-là. Le projet de loi (C-42) créera le Bureau du Surintendant aux institutions financières et un autre projet (C-78) apportera des changements à la SADC.

Ouvrages et articles cités

Amoako-Adu, Ben et Brian F. Smith. 1995. « The wealth effects of deregulation of Canadian financial institutions ». *Journal of Banking & Finance* 19: 1211-36.

Bair, Sheila. 2012. *Bull by the Horns : Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from itself*. New York : Free Press.

Barth, James R., Dan Brumbaugh Jr. et James A. Wilcox. 2000. « The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking », OCC Economics Working Paper n° 5.

Bhidé, Amar. 2010. *A Call for Judgment : Sensible Finance for a Dynamic Economy*, Oxford : Oxford University Press.

Bodkin, Jill. 1990. « Deregulation of Canada's Financial Sector ». Dans *Privatisation and Deregulation in Canada and Britain*, dir. J. Richardson. Halifax : L'institut de recherche politique.

Campbell, John L. 2011. « The US financial crisis : lessons for theories of institutional complementarity », *Socio-Economic Review* 9 : 211-34.

Chambre des communes. 1985. *Rapport du comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques*.

Chambre des communes. 1987a. Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques, procès-verbal, 8 juin.

Chambre des communes. 1987 b. Comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques, procès-verbal, 16 juin.

Clinton, William J. 1999. « Statement on Signing the Gramm-Leach-Bliley Act ». 12 novembre. <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=56922> (page consultée le 10 juin 2016)

Crawford, Corinne. 2011. « The Repeal Of The Glass-Steagall Act And The Current Financial Crisis ». *Journal of Business & Economics Research* 9: 1: 127-34.

Derthick, Martha et Paul J. Quirk. 1985. *The Politics of Deregulation*. Washington : Brookings Institution.

Farrell, Henry et John Quiggin. 2012. « Consensus, Dissensus and Economic Ideas: The Rise and Fall of Keynesianism During the Economic Crisis ». 9 mars. <http://www.henryfarrell.net/Keynes.pdf> (page consultée le 10 janvier 2014)

Financial Crisis inquiry Commission. 2011. *The Financial Crisis Inquiry Report*.

Fox, Justin. 2009. *The Myth of the Rational Market : A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*. New York : Harper Business.

Fourcade, Marion. 2009. *Economists and Societies : Discipline and Profession in the United States, Britain, & France*. Princeton et Oxford : Princeton University Press.

Frey, Bruno S. 2006. « How Influential is Economics ? ». *De Economist* 154 : 2 : 295-311.

Furlong, Fred. 2000. « The Gramm-Leach-Bliley Act and Financial Integration ». *FRBSF Economic Letter*, 31 mars.

Furner, Mary O. 1996. « Social Scientists and the State : Constructing the Knowledge Base for Public Policy ». Dans *Intellectuals and Public Life : between Radicalism and Reform*. Dir. Leon Fink, Stephen T. Leonard et Donald M. Reid. Ithaca et London : Cornell University Press.

Geithner, Timothy. 2014. *Stress Test : Reflections on Financial Crises*. New York : Crown Publishers.

Geyfman, Victoria et Timothy J. Yeager. 2009. « On the Riskiness of Universal Banking: Evidence from Banks in the Investment Banking Business Pre- and Post-GLBA ». *Journal of Money, Credit and Banking* 41: 8: 1649-69.

Grant, Joseph Karl. 2010. « What the Financial Services Industry Puts Together Let No Person Put Asunder: How the Gramm-Leach-Bliley Act Contributed to the 2008 - 2009 American Capital Markets Crisis ». *Albany Law review* 73: 371-420.

Greenspan, Alan. 1999. Testimony, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, 10 février, p. 102, <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).

Hall, Peter A. dir. 1989. *The Political Power of Economic Ideas : Keynesianism across Nations*. Princeton : Princeton University Press.

Hamilton, Lee H. 1992. « Economists as Public Policy Advisers ». *Journal of Economic Perspectives* 6 : 3; 61-64.

Hayek, Friedrich August Von. 1974. « The Pretence of Knowledge, Lecture to the memory of Alfred Nobel », 11 décembre, http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1974/hayek-lecture.html (page consultée le 9 janvier 2014)

Hawke, John D. Jr. 1999. Prepared statement, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, 12 février, p. 747- 756, <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).

Helleiner, Eric. 2011. « Understanding the 2007–2008 Global Financial Crisis : Lessons for Scholars of International Political Economy ». *Annual Review of Political Science* 14 : 67–87.

House of Representatives. 1999a. *Committee on Banking and Financial Services Report together with supplemental, additional and dissenting view*, 23 mars.

House of Representatives. 1999 b. *Committee on Commerce Report together with additional view*, 15 juin.

Johnson, Simon et James Kwak. 2010. *13 Bankers : The Wall Street Takeover And The Next Financial Meltdown*. New York ; Pantheon Books.

Kay, John. 2011. «The Map is Not the Territory : An Essay on the State of Economics». Institute for New Economic Thinking, 26 septembre, <http://ineteconomics.org/blog/inet/john-kay-map-not-territory-essay-state-economics> (page consultée le 14 février 2014)

Keynes, John Maynard. 1964. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, San Diego, New York et Londres : A Harvest Book.

Kravis, Marie-Josée. 2009. « Regulation Didn't Save Canada's Banks ». *The Wall Street Journal*. 7 mai.

Krugman, Paul. 2009. « How Did Economists Get It So wrong », *New York Times Magazine*, 6 septembre, <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?pagewanted=all> (page consultée le 14 février 2014)

Markham, Jerry W. 2010. « The Subprime Crisis – A Test Match for the Bankers : Glass-Steagall vs. Gramm-Leach-Bliley », *University of Pennsylvania Business Law*, vol. 12:4, p. 1081-134.

Ministère des Finances du Canada. 1985. *La réglementation des institutions financières du Canada : proposition à considérer*, avril.

Mirowski, Philip. 2013. *Never Let a Serious Crisis Go to Waste : How Neoliberalism Survived the Financial Meltdown*. London et New York : Verso.

Mügge, Daniel et Bart Stellinga. 2010. « Absent alternatives and insider interests in post-crisis financial reform ». *Recht und Management 2*: 321-338.

Nelson, Robert H. 1987. « The Economics Profession and the Making of Public Policy », *Journal of Economic Literature* 25 : 49-91.

Pechman, Joseph A. dir. 1989. *The Role of the Economists in Government : An International Perspective*. New York : New York University Press.

Palier, Bruno et Yves Surel. 2005. « Les “trois i” et l’analyse de l’État en action », *Revue française de science politique* 55 : 1 ; 7-32.

Quiggin, John. 2010. *Zombie Economics : How Dead Ideas Still Walk Among Us*. Princeton et Oxford : princeton University Press.

Roberge, Ian. 2006. « Middle-Sized Powers in Global Finance: Internationalization and domestic policy-making ». *Policy Studies* 27; 3: 253-70.

Rodrik, Dani. 2011. *The Globalization Paradox : Democracy and the Future of the World Economy*. New York et Londres : W.W. Norton & Company.

Rubin, Robert. 1999. Prepared statement, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, 12 février : 687-91,

<https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).

Seidman, Ellen. 1999. Prepared statement, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, 12 février : 825, <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).

Sénat du Canada. 1986. *Vers une plus grande compétitivité dans le secteur financier*.

Sénat du Canada. 1987. Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, procès-verbal, 27 mai.

Sherman, Matthew. 2009. *A Short History of Financial Deregulation in the United States*. Center for Economic and Policy Research.

Stewart, Ian. 1989. « Canada ». Dans *The Role of the Economist in Government*. Dir. Joseph Pechman. Washington : New York University Press.

Stiglitz, Joseph E. 2010. *Freefall : America, free markets, and the Sinking of the World Economy*. New York : W.W. Norton & Company.

Tanoue, Donna. 1999. Prepared statement, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, 12 février, p. 705. <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).

Turner, Adair. 2012. *Economics After the Crisis : Objectives and Means*. Cambridge : The MIT Press.

United States Senate. 1999. *Report of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs to accompany S. 900 together with additional views*, 28 avril.

Vogel, Steven K. 1998. *Freer markets, more rules : Regulatory reform in advanced industrial countries*. Ithaca et London : Cornell University Press.

Williams, Cynthia A. et Frank Jan De Graaf. 2009. « The Intellectual Foundations of the Global Financial Crisis: Analysis and Proposals for Reform. ». *University of New South Wales Law Journal* 32: 2: 390-415.

Yakabuski, Konrad (1993). *The Politics of Financial Reform*. Thèse. University of British, Columbia.

5. PREVENTING REGULATORY CAPTURE IN BANKING SUPERVISION : A US-CANADA COMPARISON BEFORE THE FINANCIAL CRISIS OF 2007-2009

Abstract

A study of the bulwarks in place before the Great Financial Crisis at two banking regulators in Canada and the US reveals that there were no major differences between the permeability of those two institutions to regulatory capture. In fact, some evidence indicates that the Canadian Office of the Superintendent for Financial Institutions may be more prone to capture than its US counterpart, the Office of the Comptroller of the Currency.

Keywords: Regulatory capture, banking regulation, financial crisis, Office of the Comptroller of the Currency, Office of the Superintendent for Financial Institutions.

Regulatory capture – special interests exercising excessive influence on a regulator - has widely been identified as one of the (multiple) causes of the financial crisis of 2007-2009 in the US. Inter alia, Simon Johnson (2009) is convinced that the US financial sector has a “veto over public policy “. Kwak (2014) diagnoses “cultural capture” of financial regulators and politicians while Kay (2015) sees a danger for “intellectual capture” in the continuous lobbying of policymakers and academics, by the financial industry. Martin Wolf (2014, p. 147), for his part, identifies several causes for the crisis, of which, “[...] possibly the most disturbing was (and is) the ability of the financial industry to use its money and lobbying clout to obtain the lax regulations it wanted (and wants). ”

Regulatory weakness that originates from a lack of independence (from politics, special interest or both) of financial regulators have also been mentioned as majors causes of financial crises in the 1990s, in Venezuela, East-Asia and Turkey (Quintyn & Taylor, 2002, p. 3, 33). However, the demonstration is still wanting for regulatory capture to be considered seriously as a cause of the Great Financial Crisis (or other crises, for that matter). Were US regulators really captured? If so, how exactly has this capture been made possible? Unfortunately, even if the thesis of regulatory capture is often mentioned in the literature on the (US) crisis, it has never really been substantiated, except with what could be reasonably considered anecdotes. Moreover, literature on the subject of regulatory capture is notoriously poor on clear cases of capture, for various, and obvious, methodological reasons (Carpenter & Moss, 2014a).

Still, the matter is of great importance for public administration in general and for the administration of financial regulation in particular. And, even with those methodological impediments for concluding on the capture (or not) of a regulatory body, there is still no shortage of ideas for limiting capture of public institutions and, more generally, on enhancing their independence. For example, Pagliari (2012a), who made a great contribution by sorting out policy proposals to mitigate regulatory capture, skips almost entirely, with its contributors, the part where empirical proof of capture should be displayed, to concentrate instead on “solutions”.

Nevertheless, the plethora of proposals is, we think, an interesting opportunity, from a public administration point of view, to construct an ideal-type of what would be a relatively capture-immune organization and to measure real organizations, from various countries, against it. Such evaluations would also be a good starting point to discuss the validity of the thesis on regulatory capture in the context of the GFC from a comparative angle. This article proposes such a comparison between the US and Canadian case.

As it is widely known, Canadian banks have escaped most of the crisis and the country is widely hailed as paragon of prudent banking. If regulatory capture had any effect on the regulation of US banks, we could, reasonably hypothesize that the independence of Canadian regulators must have something to do with this good performance of the Canadian banking sector. That is what we try to find out in this article by looking at two similar regulators in Canada (the Office of the Superintendent of Financial Institutions or OSFI) and the US (the Office of the Comptroller of the currency or OCC). Even though, we won't be able to prove capture, we may be able to validate, or not, the thesis of regulatory capture *as a preponderant cause of the GFC*, in the US, before 2007. It is a good opportunity to assess the permeability of public entities to capture and, such an exercise is also particularly interesting from a public administration point of because it goes the core value of the entity, meaning its neutrality and autonomy.

In the first part of this article, we review the literature on capture so that we can construct a list of possible bulwarks against it and, by extension, a kind of prototype of a perfectly immune banking regulator. In the second part, we show how those bulwarks were, or were not, in place before the crisis in each country. We conclude by discussing the results.

Regulatory capture and the financial crisis

Even if economists have studied capture quite frequently, the very first capture thesis originated in political science and public administration (Novak, 2014, p. 26)²⁶. A 1952's article by Samuel Huntington on the "marasmus" of the Interstate Commerce Commission was the first work (of many to come) questioning the independence of an agency from narrow interests. According to Huntington, the agency had advanced the collective interest of the railroad industry "by facilitating the reduction of competition among them and by aiding their development of cooperative devices designed to increase group solidarity." (Huntington, 1952, p. 488). Marvin Bernstein (1955), also a political scientist, has put forward a life-cycle theory of government according to which a commission goes through stages of development culminating in a cooperative relationship between the regulators and the industry regulated.

The classic (economic) conception of capture has been put forward, however, by the economist Georges Stigler, in 1971. "With its power to prohibit or compel, to take or give money, the state can and does selectively help or hurt a vast number of industries", writes Stigler (1971, p. 3). He suggests that regulation can serve producer interests before consumer ones, or that industry can manipulate regulation to their benefits. As Peltzman (1976) notes, the Stiglerian position was a counterweight to the view that regulation was essentially a product made to fix some market defects or externalities. This Stiglerian view of regulation is still very much in vogue today²⁷. Also, it's no surprise, given the focus on capture as an almost natural phenomenon resulting from regulation itself, that deregulation has traditionally been seen as the solution to capture (Carpenter & Moss, 2014a; Novak, 2014).

Admittedly, capture has been put forward predominantly, before the GFC, as a tool for analysing other economic sector than banking. Still, as seen, regulatory capture of banking or securities

²⁶ Laffont and Tirole provides a useful background on the historical roots of capture, including Marx and Olson (Laffont and Tirole, 1991, p. 1089-1090).

²⁷ Recently, The Economist (2016) wrote about the impact of an 16th century regulation of the ingredients – only water, barley and hops - that can enter the fabrication of beer in Germany: "[...] the primary purpose in 1516 – as with many regulations today – was market-rigging and protectionism. "

regulators, has been put forward by many authors as a cause contributing to the financial crisis. Also, theoretically, there is several reasons that could make banking regulators more prone to capture than other types of regulators. Banking regulation is notoriously complex; the banking sector has ample resources to finance lobbying efforts; bankers and supervisors are often in close contact for on-site supervision and banking regulators have often the more or less explicit mandate to “promote” the national financial system (Hardy, 2006, p. 4-5). Indeed, as Posner explains, “[...] banking regulators are responsible for the health of the banking system, while, say, environmental regulators are not responsible for the financial health of the industries that they regulate.” (Posner, 2015, p. 1886)

For now, however, the proof of US banking regulators’ capture is quite thin while a lot more has been said on “legislative capture” - the capture of the legislative branch. Mian, Sufi and Trebbi (2013) found that mortgage industry campaign contributions to Congress helped predict congressional voting behaviour on housing related legislation. Igan, Mishra and Tressel (2009) also wrote on the effect of bank’s lobbying on congressional votes. Witnesses, or practitioners, have also commented on the phenomenon (Barofsky, 2012, p. 100; Connaughton, 2012, p. 11).

The burden of proof

It is not surprising that the thesis on regulatory capture has not received as much empirical support as the capture of politicians. In the realm of administrative procedures, scientists do not have the “luxury” of using roll call results or campaign donations to test correlations. Moreover, there are many ways for special interest to influence decisions makers, at the administrative level, including lobbying, monetary bribes, hoped-for future employment, personal relationships and/or intellectual capture, campaign financing and asymmetry of information (Laffont & Tirole, 1991, p. 1095; Baker, 2010; Barkow 2012) Etzioni (2009) identifies several manifestations of regulatory capture, including the shaping, diluting and repealing existing regulation; manipulating or switching regulators, weakening of enforcement and so on. And, as Pagliari (2012 b, p. 7) reminds us, capture can also affect different phases of the regulatory policymaking process. Walter (2012, p. 101-102) also points out that capture may be dependant on the timing of

an election or a crisis.

Because there is so many ways to capture an agency and, obviously, because of the occult (or illegal) nature of capture, its possible incarnation are notoriously difficult to identify and document. Carpenter and Moss (2014 b) have made extensively clear that capture is particularly difficult to prove. In fact, their book on capture was the first to be written on the subject since Paul Quirk's *Industry Influence in Regulatory Agencies* published in 1981.

Nevertheless, there have been some forays into the subject. Freytag (1983) studied the careers of 347 US commissioners to find out how many were recruited from the industry and how many returned to it after serving in government. He concluded that "corporate domination of the commissions has been overestimated". He did not include, though, retail banking regulators but he still found that the Securities and exchange commission (SEC) was the "most heavily dominated commission" with 13,5 % of its members drafted from corporate position in finance. He also concludes that "almost three times as many commissioners left government for jobs in the regulated industries (20,9 percent) as were recruited from them (7,3 percent)." (Freytag, 1983, p. 480, 484) Others have studied various agencies, looking for capture, with mixed results. Young (2012) studied regulatory capture of the Basel committee on banking reserves to find out that the industries didn't have undue power over the process or the results. Makkai and Braithwaite (1992) found only weak evidence of the impact of revolving doors on regulation of nursing homes in Australia.

These examples show, to some extent, that the process of proving capture, in any ways, is burdensome and, often, not conclusive. That's why we offer an alternative: analysing how a regulatory system and or an agency are protected against it. As Ramirez writes: "Perhaps the question that should be posed is not whether so-called independent agencies are subject to capture (they are), but whether there exists a threshold of independence beyond which an agency is highly resistant to capture." (Ramirez, 2000, p. 522) Similarly, Baxter (2012) reminds us of the importance of looking at capture (and protection against it) from different angles. "The complex interaction between regulators and industry makes it hard to solve the problems of distortive influence through any one technique; instead, a more effective approach – to deploy a cluster of

rather traditional solutions – continues to be necessary.” (Baxter, 2012, p. 69)

Bulwarks against capture : a list

After a systematic review of works on capture, we provide a list, here, and a classification of policy proposal to prevent capture. We found that solutions advanced to mitigate capture usually fall into 4 categories: the degree of independence from politics; the design of the regulatory apparatus; the rule-making process and, finally, the measures to counter capture at the level of employees.

1) Independence from politics

Even though we are not interested, for this article, in the mechanisms to prevent capture of *legislators* (campaign finance law is an obvious example) we are nevertheless interested in how an agency is independent of political power. Of course, politicians may or may not be captured but there a case to assume that they can be and that legislative capture could “trickle down” to an agency. We should be wary though, not to equate government control with capture by proxy. Anyways, the arguments for independence in regulatory policy goes beyond the simple risk that a president or a senator, a prime minister or a member of parliament may prefer to advance his or other narrow interests. At the same time, and as Barkow reminds us, politics cannot be removed entirely from agency decision-making. What is important is to achieve “some insulation from interest group pressure” (Barkow, 2010, p. 23; Stephenson, 2008). As Ramirez (2000, p. 581) writes: “expanded depoliticization in the area of financial market regulation not only makes good political sense, but also makes good policy sense.” Of course, we can’t prevent legislators from changing regulation entirely but we can make sure that regulators have an independent view to offer on those changes.

Ironically, as Gadini (2013) shows, the belief that banking regulators (in the US) were captured – and the new emphasis on systemic risk regulation - led, after 2008, to more politicized regulation in major countries. He puts forward a “politicization index” (in financial regulation) of a dozen of countries in 2007 and 2010²⁸. Ramirez (2000) offers ways to “depoliticize” financial regulation. Using the Federal Reserve Board as a model, he suggests that the level of political independence of an agency can be determined by looking at the breadth of its delegation; the extent to which its governing body can be removed by the government; the terms of its governing body members; the way the agency is funded and the degree to which the agency enjoys a “ long-term political commitment to its independence. ”

Barkow (2012) proposes similar criteria: Is the agency run by a single head or a multi-member board? Is the head of agency or its executive members appointed because of their affiliation to a party? Can those members be removed easily from their position? etc. (Barkow, 2012, p. 29; see also Anand & Green, 2012, p. 410-411).

Financial independence is also, obviously, a big part of independence in general. “If you want to locate power [...] you must follow the money”, writes Barkow (2010, p. 42) while Ramirez (2000, p. 517) suggests that “ [...] any assessment of an agency's independence must include an analysis of the degree to which it is subject to the power of the purse. ” While financial independence from politics is probably a good thing, we should not forget that it also means dependence on industry financing. That is why the way an agency finance itself can be either a source of capture or a bulwark against it. Barkow (2010, p. 44) reminds us that, in the case of banking regulator, independent funding (from banks) source can be a problem if a bank can switch regulator (see also Stigler, 1971, p. 17-18; Quityn & Taylor, 2002, p. 21). We will discuss much further the problem of regulatory shopping in the next section.

²⁸ He is interested in the powers of financial ministries in appointing and firing regulators and in its role as a rule maker. Of course, there is a problem with focusing only on the power of finance ministers (the treasury secretary in the US). The US shows a score of zero while Canada scores 8,5. It could not mean that US financial regulators are removed from politics since they are still appointed by the president.

2) *Regulatory design*

The very structure of the regulatory apparatus is a big part of the answer when it comes to protecting regulators against capture. It is, basically, a choice between centralization or fragmentation, either between regulators or between levels of government. It is the most basic question before us and it is also the more vividly debated one. Fragmentation of the regulatory apparatus in the US has been heavily criticized after the crisis of 2007-2008, because competition between regulators allows banks to switch regulator if they want (Bordo, Redish, Rockhoff, 2015). The *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC) was also critical of regulatory fragmentation in its report (FCIC, 2011, p. 54). Even Ben Bernanke (2015, p. 96), in its recent memoirs, deplored that the “[...] OCC at times actively sought to induce banks to switch national bank charter.” Ramirez (2000, p. 507), who dubbed this fragmentation “irrational”, thinks that centralization would lead to better regulation and less capture (Ramirez. 2000, p. 587). Carpenter and Moss (2014 c) discuss the advantages and downsides of the division of power between regulators. If it could be helpful in some regulatory domains, it is less than sure that it is appropriate for financial regulation, because, mainly, it’s a field loaded with “ambiguous information”. Regulatory fragmentation could plausibly lead, in their view, to a dilution of expertise.

Those considerations are mainly theoretical. As for capture in general, there is not much proof that either arrangement (fragmented or unified) is more prone to capture. In fact, Willenborg (2000) offers some evidence that a multi-state regulation (for insurance companies that have business in multiple states) leads to more regulatory action (closure) when those insurers are in financial distress. Single regulators may be more lenient to insurers (particularly big ones) in distress. According to Barkow (2010, p. 54), in the field of predatory lending before the last crisis, it seems like sub-national governments could have made a better job at reigning in excess. The FCIC (2011) reports how national were responsible for more lenient regulation in that particular field (FCIC, 2011, p. 13).

Still, if there is a debate on how many regulators should supervise specific economic actors, there is not much debate on the fact that regulated entities should not be able to choose their regulators. “[...] when a regulated industry has the ability to choose their regulator, a giant channel towards

capture is opened”, writes Ramirez (2000, p. 534) Talking about “regulatory *shopping*” between numerous regulators, Connaughton (2012, p. 78) also says that this was a system “ structured to make regulatory capture inevitable. ” So, while centralization (of many tasks within an agency) doesn’t seem to be widely accepted as a device to prevent capture, the impossibility to shop for regulators seems to be a clear bulwark.

3) Rulemaking

Many authors suggest that the way rule making is done is important in preventing capture. Because the industry can capture the process in the phase of formulation, some advocates measures to shore up participation in the process.

In the conclusion of their work, Carpenter and Moss (2014 c) offer remedies to capture which concentrate on rulemaking procedures. According to the authors, these should promote the expression of diverse point of view, by consumer empowerment group, subnational government, etc. Krawiec (2013, p. 53), who has carefully studied pre-proposal rulemaking in the case of the Volcker Rule – to outlaw proprietary trading at commercial banks -, found out that, while there was significant activity in this pre-proposal phase, there was “a stark difference in investment by financial institutions versus other actors in influencing Volcker Rule implementation.” Other authors also advocate better mechanisms to include “third parties” in the policy-making process. For example, Kwak (2014, p. 94) is a partisan of “tripartism” where a non-governmental organization would be given access to the process of rulemaking. Schwarcz (2014, p. 396) advocate a “ robust network of public interest representatives ” for preventing capture (see also Barkow, 2010, p. 64) Omarova (2012) similarly suggests “ tripartism ” as a bulwark for regulatory capture and puts forward precise mechanisms to counterweight the influence of special interests with the inclusions of four types of groups in the rulemaking process: public interest groups, designated public interest representatives within regulatory agencies; scientific or technical expert councils; special advisory commissions (Omarova, 2012, p. 642-643). For her

part, Webb Yackee (2014, p. 323) conclude that “the participation a subnational agency officials in rulemaking may provide a foil to business interests and thus may deter agency capture.” Pagliari and Young (2012) suggest that regulators could “subsidize the mobilization of existing consumer groups, or the creation of independent agencies tasked to represent these concerns in the regulatory process.” They also advocate more transparency and “granting full access to the information available to regulators, including their data, analyses, and draft texts”. Finally, they suggest that the “distortions” of the policymaking process “ may be mitigated by developing a more standardized and transparent process of cost-benefit analysis ” (Pagliari & Young, 2012, p. 96-97).

Posner (2015), for his part, deplores the lack cost-benefit analysis or some major financial regulations: “ [...] contrary to the usual charge that cost-benefit analysis blocks regulation, in the area of finance, cost-benefit analysis would have advanced regulation. ” (Posner, 2015, p. 1853) Livermore and Revesz (2014) also think that the US Office of Information and Regulatory Affairs (OIRA), who can review regulation and/or can mandate a cost-benefit analysis, could have a beneficial role in preventing capture. Levine (2009) suggests for his part the creation of a new “auxiliary organization”, the Sentinel, to act “on behalf of the public in evaluating the design, interpretation, and implementation of financial regulations.” Walter (2012, p. 107) also suggest that an “ open system of peer review ” by the BIS, IMF or FSB could be helpful in preventing capture at the implementation level.

4) Salaries and post-employment policies

Capture happens because people are being captured, not institutions per se. That’s why an agency that wants to prevent capture must do so with measures aimed at their employees. It means paying them and putting in place policies to counter conflicts of interest and what is seen as a widespread revolving door phenomena.

A lot has been said on the revolving door phenomenon and a few suggestions have been made to restrict it. Section 968 of the Dodd-Frank Act specifically mandate the Comptroller of the United States to conduct a study on revolving doors, but only at the Securities and exchange

commission. As we saw, the evidence on the revolving door is mixed²⁹. The FDIC (1997, p. 170-171), in a study of the S&L Crisis (in the 1980s), seems to be aware of issue when it ponders the impact much lower salaries – around 20 to 30% less than other agencies - for examiners in charge of supervising S&L.

That is why many are advocating better working conditions for public employees and the adoption of measures to put sand in the wheel of the revolving doors. “I would like to see financial regulation be viewed as a lifelong career choice – similar to the foreign service – rather than a revolving door to a better-paying job in the private sector”, writes Shela Bair, the ex-chairwoman of the Federal Deposit Insurance Corporation, in her memoir (Bair, 2012, p. 344). Bair advocates a life ban, for a civil servant, on working for an institution that she had regulated. She also advocates better salaries and better training programs for employees. (Bair, 2012, p. 344) Quintyn and Taylor (2002) also point out that “appropriate salary levels” and “clear career streams ” can protect an agency from bribery. Becker and Stigler (1974) were earlier advocates of better salaries for enforcers of regulation. McCarty (2014, p. 119) thinks that, to reduce capture, the government should also reduce the expertise advantage of financial firms, the “expertise rent”. The way to do that is to increased public sector salaries, “at least in key areas”. Skeptical that public-spirited motivations are a sufficient incentive, Henderson and Tung (2012, p. 1006) also recommend paying regulator according to their performance. “[...] in addition to salary, bank examiners should receive incentive pay based on changes in the value of a debt-heavy portfolio of the debt and equity securities of the banks they regulate” (see also Goodhart, 2009, p. 99)

[Insert Table 1]

OCC and OSFI: a comparison

²⁹ Using some 35 000 CVs from former and current regulators (at the Fed, OCC, OTS and state banking regulators) posted on professional networking website, Lucca, Seru and Trebbi (2014, p. 29) found that regulators had a real “ retention problem “ in more recent years, particularly for workers with higher education, but that the mobility of regulatory workers was lower than their private-sector counterparts.

The OCC and the OSFI are two federal banking regulators who charter national banks. The mission of each of the two regulators are different in some ways. The OCC defines its mission as: “To ensure that national banks and federal savings associations operate in a safe and sound manner, provide fair access to financial services, treat customers fairly, and comply with applicable laws and regulations.” (OCC, 2016). The OSFI does not specify a mission but rather, a “mandate”. It includes: “fostering sound risk management and governance practices”, supervision and early intervention, environmental scanning linked to safety and soundness of financial institutions (OSFI, 2016). It should be noted that, in contrast to the OCC, which is mandated to supervise banks, the OSFI is also mandated with the supervision of insurance companies and private pension plans subject to federal oversight. However, deposit-taking institutions assets represented 79% of the 3 375 billion of assets supervised by the OSFI in 2007 (OSFI, 2007, p. 19).

There are also other differences between the OCC and the OSFI, notably regarding the number of banks regulated (see table 1). The OCC regulated 1677 national banks in 2007, representing 68% of total US commercial banking assets (OCC, 2007, p 9). The OSFI regulated, in 2007, 22 banks and 126 other deposit-taking institutions, including “39 trusts and loan companies, 7 credit unions central and 1 cooperative retail association, 25 subsidiaries, 24 branches and 33 representative offices of foreign banks.” (OSFI, 2007, p. 32) We can also easily see that the Canadian commercial banking sector weight a lot more than its US counterpart in the economy. The OCC regulate banks with total assets three times the assets of Canadian banks regulated by the OSFI. But, the OCC does so with ten times the budget of its Canadian peer, not adjusted for exchange rate. We will return to those considerations in our conclusion but we now turn to our evaluation of the permeability to capture of each regulatory body.

Table 2 shows how the two regulators differ in the basic mechanisms that could protect it from capture. We can see that, as for the degree of independence, each agency has its advantage. While the head of the OSFI has a longer mandate than the Comptroller, the executive team who runs the

agency is larger at the OCC. The two agencies are self-financed with examination fees covering almost all the expenses³⁰.

Regarding the design of the regulatory apparatus, the Canadian structure would be regarded as neatly superior to the US structure but only if we take for granted regulatory shopping in the US. There are certainly documented instances of chart switching in the US. Appelbaum (2009) found that a total of 240 banks had switched from a national to a state charter while 90 had converted from state to federal charters in the same time frame since 2000. It is not clear though that the changes in regulators were motivated by a search for laxity. Of course, the case of Countrywide Financial made the news when it was known that the OTS had persuaded the institution to move under its supervision “by promising more flexible oversight.” (Appelbaum, 2009) But, besides that specific case, it is not clear that regulator switching had bad consequences. Donelson and Zaring (2011) studied the performance of thrifts supervised by the OTS compared to performances of banks and didn’t find any proof of laxity. We should also note that, since the passage of the Gramm-Leach-Bliley Act in 1999, all US financial holding companies are supervised by the Federal Reserve who acts as an “umbrella regulator”.

Rulemaking seems more open to participation from various stakeholders at the OCC since rulemaking for US agencies falls into the purview of the Office of Information and Regulatory Affairs (OIRA) which apply executive order 12866. Federal agencies must publish their proposed rules on a Federal Register for comments. The OCC is also obligated by the OIRA, to conduct benefit analysis for “economically significant” rules. There is no such obligation in Canada but it should be noted that in Canada, there is statutory periodic review of banking laws, every 5 years. Anand and Green (2012) studied the rulemaking process at the OSFI and qualifies it as “opaque”:

OSFI’s opacity—or lack of transparency—exists in the processes for establishing rules and guidelines. While the federal cabinet makes regulations that OSFI must administer, OSFI itself develops and implements other forms of regulation, such as guidelines and policy statements. There is no prescribed process, no mandated public consultation, no necessary stakeholder input or cost-benefit analyses required with regards to the formulation of either policy statements or guidelines. [...] OSFI’s

³⁰ According to Gadinis (2013) though, the independence of the regulatory apparatus in the US is way better than in Canada. He gives a “ 0 “ to the US, meaning perfect depoliticization, and a “ 8,5 ” for Canada. There might be some problems, though, with the way he measures independence.

process, on the other hand, requires no cost-benefit analysis and no public comment periods for guidelines. There is only limited ability for members of the public to provide input to the rule-making process through its informal notice and comment process while financial institutions have greater input at least at the initial policy-formation stage. What is involved in these “consultations” is not clear, although OSFI likely chooses with whom it will consult. (Anand & Green, 2012, p. 404, 421-422)

As for post-employment protection, so-called revolving doors laws are in place since the 19th century in the US. Some portions of the current legislation on conflict of interest for federal employees were written in 1962. The legislation includes provisions for cases of “switching sides” and for representations in trade negotiations. It also includes a one-year cooling off period for senior officials and, since 2007, a two-year period for “very senior” officials (Maskell, 2014). A post employment rule was put in place in December 2005, jointly by the OCC, the Board of Governors of the Federal Reserve System, the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) and the Office of Thrift Supervision (OTS) to implement section 6303(b) of the Intelligence Reform and Terrorism Prevention Act of 2004 (Intelligence Reform Act), which modified the Federal Deposit Insurance Act. The rule states that:

[...] a senior examiner employed by an Agency or a Federal Reserve Bank (Reserve Bank) may not knowingly accept compensation as an employee, officer, director, or consultant from certain depository institutions or depository institution holding companies he or she examined, or from certain related entities, for one year after the examiner leaves the employment or service of the Agency or Reserve Bank. If an examiner violates the one-year restriction, the statute requires the appropriate Federal banking agency to seek an order of removal and prohibition, a civil money penalty of up to \$250,000, or both. Section 10(k) will become effective on December 17, 2005. (Federal Reserve, 2005)

At the OSFI, a Conflict of interest policy was enacted in 2006. It imposes a cooling off period (1 year) for employees at executive level (REX). As in the US, the Superintendent may reduce the limitation period according to criteria, which include the importance of the information possessed by the employee, etc. Other than that, for other employees, the policy stipulates that: “Employees shall not, after they leave OSFI, act in such a manner as to take improper advantage of their previous position or employment.” (OSFI, 2006, 6.2.1)

Now, what about the salaries? At the OCC, there were 2058 employees charged with “financial

institutions examining” in 2007 while the OSFI counted some 210 bank examiners (see Table 1). We could not get the precise numbers on the number of financial examiners for Canada but if we extrapolate these numbers based on the US percentage of US bank examiners at each level, we come up with similar level of average salary for a bank examiner: 73 867 \$CAN at the OSFI compared to 63 803 \$US at the OCC. If we assume an average US dollar value, for 2007, of 1,07\$CAN³¹, it means that OCC’s salaries were 8% less than in Canada. We should keep in mind though that the number of more experienced (better paid) examiners at the OCC is a lot higher. Fifty-seven percent of OCC’s bank examiners have more that 10 years of experience compared to 5% at the OSFI (see Table 1). It is sure to have an impact on the average salary. It should also be noted that the OCC has 2 more levels on its pay scale with much higher salaries available to their employees than their Canadian counterparts. The maximum that a RE-07C employee could attain in 2007, at the OSFI was 122 100\$ while a level 09 financial examiner could hope to have a 229 700\$US annual salary. Finally, given the wild fluctuations of the exchange rate – to the disadvantage of the OSFI’s employees – it is safe to assume that OCC’s employees are paid better.

[Insert Table 2 & 3]

Regulatory Capture : Good, Bad or Ugly?

Our research shows a mixed picture of the permeability of both institutions to capture. If the capture of US regulators was indeed a cause of the financial crisis, it is somewhat surprising that we didn’t also get a full-blown banking crisis in Canada since there is evidence that the OCC was, in fact, a bit less vulnerable to capture than the OSFI. The latter had a less stringent post-employment policy and a opaquer rule-making process. The OCC has a bigger budget and pays it employees in the range, or better, than their Canadian peers.

³¹ See Bank of Canada’s annual average exchange rate, <http://www.bankofcanada.ca/rates/exchange/annual-average-exchange-rates/> (accessed july 14th, 2016)

On balance, it seems like the two organizations has their pros and cons. To assume that the OCC is more prone to capture would be to give more weight to the fact that, in the US, there is a possibility for regulatory shopping. But as, we saw, the evidence on regulatory shopping shows that the phenomenon is not pervasive and did not have dramatic effect in reality. Besides, there is some evidence that the OCC may be adequately protected against capture. Rex (2016, p. 18) studied all 4 banking regulators in the US, at the national level, to conclude that the OCC fare much better, “surprisingly”, than the three others on six performance measures, including the number of banks regulated that failed.

Our analysis also corroborates, in some ways, the view that the BSIF entertains a close relationship with the banks that it regulates (Livesey, 2012, p. 16). The OSFI model seems also to be in line with Presthus’s theory on “elite accommodation” which observed that “governemental policy determination and implementation seems to involve (indeed, almost exclusively) continuous exchange of technical information and normative preference about issues among the three segment of the ‘political elite’.” (Presthus, 1973, p. 3) Boone and Johnson (2010), for example, write that what explain Canada’s good performance in the crisis the camaraderie between regulators and banks:

The other systemic strength of the Canadian system is camaraderie between the regulators, the Bank of Canada, and the individual banks. This oligopoly means banks can make profits in rough times – they can charge higher prices to customers and can raise funds more cheaply, in part due to the knowledge that no politician would dare bankrupt them. [...] With such ready access to taxpayer bailouts, Canadian banks need little capital, they naturally make large profit margins, and they can raise money even if they act badly. (Boone and Johnson, 2012)

Roberge (2010) also, contends that it is the proximate relationship of various “policy networks” that probably explain the efficient way by which canadian regulators navigated through asset backed commercial paper crisis in 2007.

This conclusion naturally brings us back to the debate on the pros and cons of regulatory capture. For example, Hardy (2010) reminds us that regulatory capture in banking is not “entirely bad”:

Trade-offs are likely: close contacts and consultation between the regulators and financial institutions are needed to ensure that the regulator keeps abreast of financial

sector developments, and also that full use is made of institutions' specialized knowledge, for example, of the relative compliance costs of various possible measures. (Hardy, 2006, p. 21)

Lucca, Seru and Trebbi (2014) reminds us that there is also benefits to the revolving door (the hiring of “better qualify workers” and that “tightening the revolving door without altering other aspect of worker incentives may further create challenges for regulatory agencies to seek and retain talents.” (Lucca, Seru & Trebbi, 2014, p. 30) Makkai and Braithwaite (1992) argue against harsh measures to limit the phenomenon: “[...] capture effect arising from the revolving door are a sufficiently weak problem as to be outweighed by the advantages of the revolving door for good government.” (Makkai & Braithwaite 1992, p. 73).

This debate, and the result of this analysis, should certainly give us pause before we can argue on the capture of US banking regulators and how it could help explain the financial crisis. It should also make us consider if what we could call “mild capture” is not a good thing after all. In that case, the issue for US regulator may not be capture but the way it interacts with the regulated institutions. Is the cozier relationship entertained in Canada more apt at building trust? What seem sure, at least, is that the case of regulatory capture as a cause of the crisis is not as clear as it seems.

Works and articles cited

Anand A, Green A (2012) Regulating Financial Insitutions : The Value of Opacity. *McGill Law Journal* 57 : 3, 339-427.

Appelbaum B (2009) By Switching Their Charters, Banks Skirt Supervision. *Washington Post*, January 22.

Bair, S (2012) *Bull by the Horns : Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from itself*. Free Press, New York.

Barkow R E (2012) Insulating Agencies : Avoiding Capture Through Insitutional Design. *New York University Public Law and Legal Theory Working Paper* 240.

Barfosky N (2012) *Bailout : An inside account of how Washington abandoned main street while rescuing Wall Street*. Free Press. New York.

Connaughton J (2012) *The Payoff: Why Wall Street Always Wins*. Prospecta Press, New York.

- Baxter L (2012) Understanding Regulatory Capture : an Academic Perspective from the United States. In Pagliari S (eds) *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, p. 53-69. International Center for Financial Regulation, Surrey.
- Becker G S, Stigler G J (1974) Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers. *The Journal of Legal Studies* 3:1, 1-18.
- Bernanke B S (2015) *The Courage to Act : A Memoir of the Crisis and it's Aftermath*. W.W. Norton, New York et Londres.
- Bernstein M H (1955) *Regulating business by independent commission*. Princeton University Press, Princeton.
- Boone P, Johnson S (2010) The Canadian Banking Fallacy. The Baseline Scenario, <http://baselinescenario.com/2010/03/25/the-canadian-banking-fallacy/> (accessed february 2016).
- Bordo M D, Redish A, Rockoff H (2015) Why didn't Canada have a banking crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or...) ? *Economic History Review*, vol. 68: 1, p. 218-243.
- Carpenter D, Moss D (2014a) *Preventing Regulatory capture*, Cambridge University Press, New York.
- Carpenter D, Moss D (2014 b) Introduction. In Carpenter D, Moss D (eds) *Preventing Regulatory capture*, 1-24. Cambridge University Press, New York.
- Carpenter D, Moss D (2014 c) Conclusion: A Focus on Evidence and Prevention. In Carpenter D., Moss D. (eds) *Preventing Regulatory capture*, 451-465. Cambridge University Press, New York.
- Donelson D, Zaring D (2011) Requiem for a Regulator: The Office of Thrift Supervision's Performance During the Financial Crisis. *North Carolina Law Review* 89 : 4, 1777-1812.
- Etzioni A (2009) The Capture Theory of Regulations – Revisited. *Society* 46, 319-323.
- Financial Crisis Inquiry Commission (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*.
- Federal Reserve (2005) One year post-employment restriction for bank examiners. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2005/sr0526a2.pdf> (accessed april 25, 2016)
- Federal Deposit Insurance Corporation (1997) The Savings and Loan Crisis and Its Relationship to Banking. https://www.fdic.gov/bank/historical/history/167_188.pdf (accessed june 14, 2016).
- Freytag P J (1983) The Myth of Corporate capture : Regulatory Comissions in the United States. *Social Problem* 30 :4, 480-491.
- Gadinis S (2013) From Independence to Politics in Financial Regulation. *California Law Review* 101, 327-406.

Goodhart C A E (2009) *The regulatory Response to the Financial Crisis*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

Calomiris C W, Haber S H (2014) *Fragile by Design : The political Origins of Banking Crises and Scarce Credit*. Princeton University Press, Princeton and Oxford.

Hardy D C (2006) Regulatory Capture in Banking. IMF Working Paper 06-34.

Henderson T, Tung F (2012) Pay for Regulator Performance. *University of Southern California Law Review* 85, 1003-1068.

Huntington S P (1952) The Marasmus of the ICC : The Commission, the Railroads, and the Public Interest. *The Yale Law Journal* 61 : 4, 467-509.

Johnson S (2009) The Quiet Coup. *The Atlantic*, <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/307364/> (accessed january 14, 2014)

Kay J (2015) *Other People's Money : The Real Business of Finance*. Public Affairs, New York.

Kwak J (2014) Cultural Capture and the Financial Crisis. In Carpenter D, Moss D (eds). *Preventing Regulatory capture*, 71-98. Cambridge University Press, New York.

Krawiec K (2013) Don't 'Screw Joe the Plummer' : The Sausage-Making of Financial Reform. *Arizona Law Review* 55, 53-103.

Laffont, J, Martimort D (1999) Separation of Regulators against Collusive Behavior. *The RAND Journal of Economics* 30: 2, 232-262.

Levine R (2009) The Sentinel : Improving the Governance of Financial Policie. NBER september 30.

Livermore M A., Revesz R L (2014) Can Executive Review Help Prevent Capture? In Carpenter D, Moss D. (eds) *Preventing Regulatory capture*, 420-450. Cambridge University Press, New York.

Livesey B (2012) *The Thieves of Bay StreetL How Banks, Brokerages, and the Wealthy Steal Billions from Canadians*. Random House, New York.

Lucca D, Seru A, Trebbi F (2014) The Revolving Door and Worker Flows in Banking Regulation. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* 678.

Makkai T, Braithwaite J (1992) In and Out of the Revolving Doors : Making Sense of Regulatory capture. *Journal of Public Policy* 12 :1, 61-78.

Maskell J (2014) Post-Employment, 'Revolving Door,' Laws for Federal Personnel. *Congressional Research Service*, January 7.

McCarty N (2014) Complexity, Capacity, and Capture. In Carpenter D, Moss D (eds) *Preventing Regulatory capture*, 99-123. Cambridge University Press, New York.

Mian A, Sufi A, Trebbi F (2013) The Political Economy of the Subprime Mortgage Credit Expansion.
<http://faculty.arts.ubc.ca/ftrebbi/research/mst2.pdf> (accessed April 26, 2016)

Novak W J (2014) A Revisionist History of Regulatory Capture. In Carpenter D, Moss D (eds) *Preventing Regulatory capture*, 25-48. Cambridge University Press, New York.

Office of the Comptroller of the Currency (2007) *Annual Report, Fiscal year 2007*.

Office of the Comptroller of the Currency (2016) About the OCC.
<http://www.occ.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html> (accessed June 29, 2016)

Office of the Superintendent of Financial Institutions (2006) *Conflict of interest Policy*.
<http://www.osfi-bsif.gc.ca/eng/osfi-bsif/rep-rap/pages/coip.aspx> (accessed January 9, 2017)

Office of the Superintendent of Financial Institutions (2007) *Annual Report, 2006-2007*.

Office of the Superintendent of Financial Institutions (2016) mandate. <http://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/osfi-bsif/Pages/mnd.aspx> (accessed June 29, 2016)

Omarova S T (2012) Bankers, Bureaucrats, and Guardians: Toward Tripartism in Financial Services Regulation. *Cornell Law Faculty Publications* 1010.

Pagliari S (ed) (2012a) *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*. International Center for Financial Regulation, Surrey.

Pagliari, Stefano (2012 b) How Can We Mitigate Capture in Financial Regulation ? In Pagliari S (ed) *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, 1-49. International Center for Financial Regulation, Surrey.

Pagliari S, Young K L (2012) Who Mobilizes ? An Analysis of Stakeholder Responses to Financial Regulatory Consultations. In Pagliari S (ed) *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, 85-98. International Center for Financial Regulation, Surrey.

Peltzman S (1976) Toward a More General Theory of Regulation. *Journal of Law and Economics* 19 : 2, 211-240.

Posner E A (2015) How Do Bank Regulators Determine Capital-Adequacy Requirements ? *The University of Chicago Law Review* 82, 1853-1895.

Presthus R (1973) *Elite Accommodation in Canadian Politics*. Cambridge University Press, Cambridge.

Quintyn M, Taylor M W (2002) Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability. *IMF Working Paper* 02-46.

Quirk P J (1981) *Industry Influence in Federal Regulatory Agencies*. Princeton University Press, Princeton.

Ramirez S A (2000) Depoliticizing Financial Regulation. *William and Mary Law Review* 41, 503-593.

Rex J (2016) Scoundrel or Scapegoat? A Reassessment of the Office of Thrift Supervision's Performance Before the 2008 Financial Crisis. *Administration & Society*.

Roberge I (2010) Explaining Canadian Resilience to the Global Financial Crisis: The Role of Policy Networks. *European Consortium for Political Research*, June 17th-19th.

Schwarcz D (2014) Preventing Capture Through Consumer Empowerment Programs. In Carpenter D, Moss D (eds) *Preventing Regulatory capture*, 292-325. Cambridge University Press, New York.

Stephenson M (2008) Optimal Political Control of the Bureaucracy. *Michigan Law Review* 107, 53-110.

Stigler G (1971) The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science* 2 : 1, 3-21.

The Economist (2016) Pure swill. April 23, 44.

Walter A (2012) Regulatory Implementation and Capture. In Pagliari S (ed) (2012) *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, 99-107. International Center for Financial Regulation, Surrey,

Webb Y S (2014) Reconsidering Agency Capture During Regulatory Policymaking. In Carpenter D, Moss D (eds) *Preventing Regulatory capture*, 292-325. Cambridge University Press, Cambridge.

Willenborg M (2000) Regulatory Separation as a Mechanism to Curb Capture: A Study of the Decision to Act against Distressed Insurers. *The Journal of Risk and Insurance* 67: 4, 593-616.

Wolf M (2014) *The Shifts and the Shock : What we've learned – and have still to learn – from the financial crisis*. Penguin Books, London.

TABLE 1 : TWO REGULATORS BEFORE THE CRISIS (2007)

	OSFI	OCC
National banks supervised	22	1677
Bank Assets supervised (billion)	2 218 \$ CAN	7062 \$US
Employees	462 (1)	3066
Budget (Millions)	70,9 \$ CAN (2)	671,2 \$ US
Country's GDP at market prices, GUS\$ (3)	1458	14 478
Commercial bank branches (per 100,000 adults) (3)	24,66	34,57
Domestic commercial banks share of total financial assets (%) (4)	54,9	13,3
Domestic commercial banks assets as a share of GDP (%) (4)	153,8	58,7
Percentage of deposits held by the five largest banks (2005)	86,7	39
Risk-adjusted capital ratio, end 2005	12,9	12,3
Professional bank supervisors	Approx. 210	2218
Bank supervisors w/ more than 10 yrs of experience in bank supervision	11 (or 5 %)	1269 (or 57 %)
Average tenure of current supervisors	7 yrs	16 yrs

Sources : If note mentioned otherwise, all numbers are taken from the 2007's World Bank's *Bank regulation and supervision survey*. (1) That number includes employees that are not specifically appointed for bank regulation or supervision. The OSFI supervises other entities. (2) These are the expenses only for the regulation and supervision of federally regulated financial institutions. (3) World Bank Data (4) IMF's financial assessment program, year 2008 for Canada (p. 11) and 2010 for the US (p. 16); US data are for 2007 ; Canada's data are for end-2006.

TABLE 2 : BULWARKS AGAINST CAPTURE – A COMPARISON

CRITERIA	OSFI	OCC
Term and removal - agency head	7 yrs - " for cause "	5 yrs – " upon reasons "
Multimember boards	Executive team (4 members)	Executive committee (10 members)
Financial independence	Self-financed	Self-financed
Possibility of regulatory shopping	No	Yes
Legislative Review	5 years	None
Mandatory Cost-benefit analysis	No	Yes, for economically significant rules
Cool off period imposed on employees	yes	yes
Agency policy – conflicts of interests	Policy	Rule
Penalty for non-respect of policy	No mention	250 000 \$
Salaries of bank examiners (average)	73 867 \$ CAN	63 803 \$ US

TABLE 3 : AVERAGE SALARY OF A FINANCIAL EXAMINER

Level	Number of financial examiners (OCC)	Minimum pay level (2007) \$US	Number of financial examiners (OSFI, approximation)	Minimum pay level (2007) \$CAN
03 or RE-03	146	34 000	15	42 200
04 or RE-04	427	42 400	44	51 200
05 or RE-05	562	57 700	57	64 400
06 or RE-06	724	76 400	74	76 700
07 or RE-07	173	98 300	20	88 300
08	20	125 600	0	
09	6	163 000	0	
Total or average	2058	63 803	210	73 867

Source : OSFI and OCC, Freedom of information requests

6. LES INSTITUTIONS DE RÉGLEMENTATION BANCAIRES AUX SUD ET AU NORD DE LA FRONTIÈRE : UN RETOUR CRITIQUE SUR LA THÈSE DE L'EXCEPTION CANADIENNE

Résumé

Les arguments avancés pour expliquer l'exception canadienne en regard de la crise financière de 2007-2009 sont critiqués pour, au final, dégager un portrait plus nuancé du phénomène. L'article conclut que les différences objectives entre le système bancaire canadien et américain ne peuvent plausiblement expliquer leur expérience différente de la crise. Celle-ci s'explique davantage par des facteurs impondérables qui ne sauraient servir de fondements à un modèle de réglementation optimale.

Mots clés : Institutions, réglementation financière, banques, crise financière.

Abstract

The arguments put forward to explain the Canadian exception in the context of the financial crisis of 2007-2009 are criticized here for, in the end, be able to draw a more nuanced picture of the phenomenon. The article concludes that the objective differences between the Canadian and US banking systems cannot plausibly explain their different experience of the crisis. The divergence in the two experiences is more likely to be due to unpredictable factors that cannot be used as a basis for an optimal regulatory model.

Keywords : Institutions, financial regulation, banks, financial crisis.

Depuis la crise de 2007-2008, le Canada est considéré par plusieurs comme un modèle en matière bancaire. En 2016, le Canada était encore considéré, par le *World Economic Forum*, comme ayant les banques les plus sûres, à égalité avec la Finlande. Le fait que le Canada ait largement évité la crise financière a mené à un encensement presque sans réserve du modèle canadien de réglementation bancaire.

La littérature sur ce que nous appelons l'« exception canadienne », dans le contexte de la crise financière, est aussi très prompte à vanter les mérites du système canadien. Or, l'unanimité sur le diagnostic n'est cependant pas en phase avec la preuve empirique fournie pour conclure résolument à la supériorité canadienne. Si l'on ne peut nier que les banques canadiennes ont été *relativement* épargnées par la crise, il demeure encore hasardeux de statuer clairement, même presque 10 ans après la crise, sur les raisons du succès canadien. Autrement dit, la thèse de l'exception canadienne souffre de lacunes profondes et c'est ce que nous allons démontrer dans cet article.

Un des problèmes de ladite thèse se situe dans sa validation par une approche comparative très restreinte qui se limite aux seuls cas américain et canadien. Plusieurs auteurs se contentent en effet de faire le

catalogue des différences entre les deux pays en tenant pour acquis que ces différences sont nécessairement (ou logiquement) des explications du succès canadien. Nous aurons l'occasion de revenir sur les *similitudes* entre les systèmes canadien et américain de réglementation bancaire, mais notons pour l'instant que, dans une optique de validation scientifique minimale, il serait probablement plus adéquat de s'interroger sur le sort réservé, durant la crise, à des pays qui présentent une structure semblable au Canada. Nous découvririons probablement que le Canada partage bel et bien plusieurs caractéristiques avec d'autres systèmes qui n'ont pas traversé aussi bien la crise. Aussi, de s'attarder au cas américain en n'incluant pas d'autres pays dans l'analyse afin de relativiser les caractéristiques supposément uniques du système canadien, et en n'examinant pas attentivement les arguments sur l'exception canadienne à la lumière des recherches existantes sur les avantages avérés de certains aspects du modèle canadien — la littérature sur la réglementation bancaire optimale offre après tout un portrait pour le moins nuancé des meilleures pratiques en matière de supervision — la littérature reste aujourd'hui incapable de conclure définitivement sur les raisons de cette exception.

Prenons, à titre d'exemple, un argument souvent utilisé pour expliquer l'exception canadienne, soit les différences entre le marché immobilier canadien et américain. Plusieurs auteurs ont en effet vanté la stabilité du marché immobilier canadien (Kiff, 2009 ; voir aussi Financial Stability Board, 2012 : 13) sans toutefois noter que les banques canadiennes auraient très bien pu décider de faire le plein de *subprimes* américains comme, par exemple, UBS, la banque suisse, l'a fait. Après tout, la Suisse n'a pas vécu l'éclatement d'une bulle immobilière, et ce, même si certains s'inquiètent encore aujourd'hui (comme au Canada) de la hausse du prix des maisons. IKB, une banque allemande, a aussi dû être sauvée des eaux en février 2008 à cause d'investissements massifs dans les hypothèques à risque américaines, alors que l'Allemagne n'a pas non plus subi de crise immobilière. Comme d'autres arguments, celui d'un marché immobilier canadien supposément plus stable est une forme de distraction qui détourne l'analyse des véritables raisons de l'exception canadienne.

La thèse de l'exception canadienne

Nous proposons dans cet article de revisiter ces arguments à la lumière d'analyses comparatives sommaires (avec d'autres pays) et en s'appuyant sur la littérature plus générale portant sur les liens entre certains aspects d'un système bancaire et la stabilité financière.

De meilleurs régulateurs

Dans un discours de 2012, Stephen Harper affirmait que le secret de la stabilité bancaire canadienne se trouvait dans des régulateurs qui ne tentaient pas de soumettre les institutions financières à une « microgestion ». Le premier ministre affirmait aussi que le « nombre relativement restreint de joueurs importants » dans le secteur financier permettait une interaction « vraiment approfondie » entre les régulateurs et les personnes assujetties à la réglementation (Harper, 2012). Évidemment, on pourra relever une certaine contradiction entre l'absence de microgestion et l'interaction approfondie entre régulateurs et régulés mais M. Harper résumait alors assez bien un argument central de la thèse de l'exception canadienne voulant que les régulateurs canadiens soient tout simplement plus performants que les autres.

Dans une étude comparative entre le Canada et les États-Unis, Lacoursière (2014 : 275) affirme, sans pour autant donner de preuves, que les organismes de supervision canadiens sont d'une « efficacité redoutable » et que la réglementation canadienne est plus « efficiente » que chez nos voisins. Selon Booth (2009 : 16), la performance canadienne en matière bancaire s'expliquerait aussi par la « supervision étroite et continue », notamment par le Bureau du Surintendant aux institutions financières (BSIF). Hyman *et al.* (2015) prétendent aussi que le Canada a adopté une approche « très conservatrice » en matière de réglementation. De son côté, Knight (2011) soutient que la loi canadienne sur les banques aurait établi une « culture de gestion de risques plus alerte ». Il juge aussi que l'intégration de la surveillance microprudentielle à une plus « large structure de réglementation macroprudentielle³² » a permis d'assurer une stabilité financière grâce à la coopération de plusieurs agences gouvernementales. L'auteur parle carrément d'une « philosophie » différente en matière de réglementation aux États-Unis et au Canada (Knight, 2011; 11, 13, 16). Arjani et Paulin (2013 : 1) considèrent de leur côté que la raison principale de l'exception canadienne est la « solide approche » des banques canadiennes pour la gestion de risques, « encouragée » par les autorités canadiennes. Ils mentionnent aussi l'apport bénéfique du FISC (voir note 33) ainsi que ce qu'il perçoit comme une « forte culture de collaboration entre les agences publiques concernées » (Arjani et Paulin, 2013 : 27). Anand et Green (2012 : 425, 406) vantent, quant à eux, la relative opacité de la réglementation de même que la centralisation de l'information au BSIF qui permettrait d'éviter la collusion entre les institutions réglementées. Lynch (2010), comme d'autres, soutient aussi que l'approche régulatrice canadienne centrée sur les principes (plutôt que sur des règles précises) serait plus efficace.

³² Knight réfère plus particulièrement au *Financial Institutions Supervisory Committee* (FISC) qui regroupe le ministère des Finances, la Banque du Canada, le BSIF et la SADC. Le FISC n'inclut cependant pas les autorités réglementaires de valeurs mobilières (Knight, 2011 : 14).

Bordo, Redish et Rockhoff (2015) tentent pour leur part de souligner les avantages canadiens en matière de structure réglementaire en mettant en exergue les lacunes du système américain. Ces lacunes sont avant tout liées à la fragmentation réglementaire chez nos voisins qui fait en sorte que les institutions financières peuvent être réglementées par un régulateur national et un régulateur étatique. Cette fragmentation est le résultat d'une moins grande centralisation des pouvoirs réglementaires en matière de finance au niveau fédéral et d'une volonté d'instaurer des contrepoids à des régulateurs qui pourraient devenir arbitraires (FCIC, 2011 : 54). Finalement, Knight (2011 : 7, 9) insiste quant à lui sur l'efficacité du processus législatif canadien qui prévoit la révision périodique de la Loi sur les banques. *A contrario*, le modèle américain se caractériserait par une « multiplicité d'initiatives par des administrations successives » et une approche « moins cohérente ».

Une industrie mieux structurée

Si les régulateurs y étaient pour beaucoup dans la performance du Canada au niveau bancaire, la structure même de l'industrie bancaire est aussi souvent considérée comme un facteur crucial dans la performance du secteur bancaire canadien.

Quand on parle de structure de l'industrie bancaire canadienne, on parle souvent de concentration. Au Canada, les 6 grandes banques contrôlent presque la totalité du marché. Anand et Green (2012) croient que c'est là un avantage, notamment du point de vue de la réglementation, qui se voit facilitée. Lacoursière (2014 : 280, 290, 292) insiste aussi sur l'effet bénéfique d'une moins grande compétition en sol canadien, notamment à cause de l'hermétisme du système bancaire canadien aux banques étrangères, de la situation oligopolistique des banques canadiennes et d'une présence moins grande du système bancaire parallèle. Knight (2011) croit aussi que, sans grande compétition, les banques canadiennes pouvaient compter sur des revenus relativement stables et donc, prendre moins de risques.

Ratnovsky et Huang (2009) considèrent pour leur part que c'est la structure de financement des banques canadiennes qui est le facteur le plus important pour expliquer pourquoi elles ont été si peu atteintes par la crise. Les dépôts formaient entre 65 et 71 % du financement des banques canadiennes. Les auteurs suggèrent que celles-ci profitent d'un avantage en tant que banques dites « universelles » où les consommateurs peuvent satisfaire tous leurs besoins en matière financière (Ratnovsky et Huang, 2009 : 11). Knight (2011 : 23) souligne aussi le rôle stabilisateur du réseau national de succursales construit par

les banques canadiennes au fil des décennies. Bordo, Redish et Rockhoff (2015) croient aussi, par opposition au cas américain, que le Canada profite d'une plus grande stabilité en raison des nombreuses succursales des banques à travers tout le pays. L'interdiction pour les banques américaines d'ouvrir des succursales dans d'autres États, depuis le *Macfadden Act* de 1927, aurait eu pour effet de fragmenter l'industrie bancaire américaine. Cette fragmentation augmente la possibilité qu'une banque soit touchée, fatalement, par un risque régional, comme cela s'est produit durant les années 1930 aux États-Unis, mais pas au Canada (voir aussi Booth, 2009 : 16).

La stabilité comme produit historique

Quelques auteurs offrent une analyse plus originale de l'exception canadienne et de ses causes. Celles-ci seraient davantage de nature historique ou seraient plutôt le produit de décennies d'ajustements, d'essais et erreurs. Calomiris et Haber (2014) offrent par exemple une analyse comparative des « origines politiques des crises bancaires ». Les auteurs s'attardent beaucoup à l'histoire du système bancaire canadien (et américain) pour faire ressortir ce qu'ils appellent la « *Grand Bank Bargain* » propre à chaque pays. Ils mettent ainsi en relief les racines politiques de la structure bancaire en relativisant l'apport concret de la réglementation qui ne serait finalement qu'un produit historique :

[...] these advantageous features of the Canadian regulatory system should not be seen as independent causes of the success of Canadian banking. Rather, Canada's regulatory system – limited-duration charters, nationwide branching, and conservative regulation – are all outcomes of Canada's Game of Bank Bargains. If smart regulation alone accounted for Canada's success, it would be easily emulated. Unfortunately for the rest of the world, that is not the case. (Calomiris et Haber 2014 : 327)

Smith (2012) remonte aussi à l'origine politique des deux systèmes bancaires et soutient que le système canadien était déjà fondé, au 19^e siècle, sur un oligopole qui aurait été impensable aux États-Unis, vu la méfiance des Américains envers les intérêts financiers. Cette différence culturelle renverrait à une certaine conception « jeffersonienne », aux États-Unis, du rôle de la finance qui l'aurait emporté, aux débuts de la république, sur une conception davantage inspirée d'Hamilton (voir aussi Brean, Kryzanowski et Roberts, 2011). Smith souligne aussi le caractère plus centralisé de la fédération canadienne, issu d'un compromis entre les partisans d'un État unitaire et la décentralisation à l'américaine. La permission donnée aux banques, d'emblée, d'ouvrir des succursales dans plusieurs provinces est certainement liée à une vision plus centralisée l'activité économique (Smith, 2012 : 7). Kaufman (2009) souligne aussi la différence

entre le fédéralisme canadien et américain :

Because the founding American states were as suspicious of one another as they were of their new central government, they drafted a constitution filled with details about what national government should not be allowed to do and left the actual responsibilities of government for the states to decide. The Dominion of Canada, by contrast, was created through active negotiation between would-be federal government and the existing provinces. The resulting arrangement tried to strike a balance between local and federal power and carefully laid out the responsibilities of each. (Kaufman, 2009 : 7, 13)

Brean, Kryzanowski et Roberts (2011), pour leur part, expliquent les différences entre les deux systèmes réglementaires en mettant l'accent sur la différence « culturelle » entre les deux pays (voir aussi Bordo, Redish et Rockoff, 2015).

La thèse de l'exception canadienne revisitée

Nous proposons dans cette section de revoir les arguments avancés pour expliquer l'exception canadienne. Tel que mentionné, l'idée ici est de revisiter ces arguments à l'aide de la littérature scientifique pertinente, mais aussi en à l'aide de comparaisons internationales qui ne se limitent pas seulement à une comparaison États-Unis/Canada.

Des régulateurs ordinaires

Malgré l'encensement récent des régulateurs canadiens, ceux-ci n'ont pas toujours eu aussi bonne presse. Par exemple, Jackson (2006) concluait que l'activité des autorités canadiennes de valeurs mobilières est clairement moins intense que chez nos voisins. Bhattacharya (2006), qui a comparé la Commission ontarienne des valeurs mobilières et la *Securities and Exchange Commission* (SEC), conclut aussi que cette dernière est davantage vigoureuse dans son application de la loi. Kempa (2010 : 255) souligne aussi l'important problème de coordination, au Canada, entre quelque 50 entités impliquées dans la réglementation des marchés financiers, en incluant les services de police, les associations de l'industrie et les 13 commissions des valeurs mobilières. En effet, même si le système américain est souvent qualifié de « complexe », il en va de même pour le système canadien, du moins selon le *Financial Stability Board* (Financial Stability Board, 2012 : 9). Par ailleurs, après 2008, ce que certains voyaient comme de la supervision étroite, était aussi interprétée par d'autres comme de la « camaraderie » à déconseiller entre les banques et les régulateurs (Boone et Johnson, 2010 ; voir aussi Livesey, 2012 : 16).

Par ailleurs, la recherche scientifique sur le modèle optimal de réglementation bancaire n'offre pas de réponses claires sur la question et elle ne pointe pas résolument vers un système à la canadienne. Par exemple, un argument courant des tenants de l'exception canadienne est que le Canada appliquait une réglementation basée sur des principes et non sur des règles, comme aux États-Unis. Black (2008) montre néanmoins que les classifications entre réglementation par principe ou par règles n'ont souvent pas de réelle manifestation pure dans la réalité. Au surplus, la réglementation par principe a aussi été écorchée durant la crise financière.

Principles based regulation has the potential to live up to the expectations of both its supporters and its critics. Whether it does depend on how it is implemented and on the institutional context which surrounds it. [...] However, it is possible, and indeed likely, that even if these institutional preconditions are met, that PBR lives up to the expectations of both its detractors and its supporters, but in different parts of the regulatory regime. (Black, 2008: 3-4)

Black explore différents « paradoxes » de la réglementation par principe. Elle souligne aussi que, malgré ce que l'on prétend souvent, les États-Unis n'ont pas adopté une approche mur à mur dans leur réglementation (Black, 2008 : 12-13). McPhilemy (2013 : 750) conclut par ailleurs que le modèle britannique de réglementation, basé sur des principes, a failli à la tâche durant la crise. Bair est aussi critique du concept « [...] which, in my view, meant articulating high-level standards but then leaving it to the banks themselves to interpret and enforce those standards. » (Bair, 2012 : 27)

Si la réglementation par principe n'est pas sans faille, qu'en est-il des autres caractéristiques du système bancaire canadien ? Encore là, ce qui ressort plutôt c'est l'incertitude par rapport à ce qui fonctionne vraiment. Sur plusieurs aspects de la réglementation — que ce soit les bénéfices (ou désavantages) de la concentration bancaire, d'un système d'assurance dépôt, de ratios de capitaux propres sévères ou de pouvoir accrus pour les régulateurs — les avis et les arguments divergent nettement. James R. Barth, Gerard Caprio Jr. et Ross Levine ont beaucoup étudié ces questions (Barth, Caprio et Levine, 2002, 2012, 2013). Ils ont piloté une vaste collecte de données, par la Banque mondiale, auprès de plus de 150 pays, sur une foule de caractéristiques des systèmes de réglementation nationaux (Barth, Caprio et Levine, 2013 : 5-6). Le tableau 1 présente le profil réglementaire de plus d'une vingtaine pays qui, selon le Fonds monétaire international, ont subi une crise bancaire en 2007 ou en 2008 (Laeven et Valencia, 2012). Le Canada ne fait évidemment pas partie de la liste du FMI, mais est inclus, aux fins de comparaisons. Deux pays (la Mongolie et l'Ukraine) n'ont pas participé à l'enquête de la Banque mondiale sur la réglementation bancaire et ne sont donc pas inclus, malgré qu'ils aient, tous deux, subi une crise en 2008.

[Insérez tableau 1]

Même si le modèle canadien du régulateur unique a souvent été mis en opposition à la panoplie de régulateurs présents aux États-Unis (Graham, 2010 : 16)³³, on peut tout de suite voir, dans le tableau, que les États-Unis sont en fait une exception (avec les Pays-Bas) en ce qui a trait à la réglementation par plusieurs agences. De son côté, le Canada est un pays parmi plusieurs autres qui a adopté le modèle du régulateur unique au niveau bancaire, plus performant à certains égards (Eichengreen et Dincer, 2011). Aussi, il semble évident qu'on ne peut conclure avec certitude que le Canada a une meilleure structure de réglementation ni même qu'il applique une meilleure philosophie régulatrice.

Il convient peut-être alors de regarder plus précisément certaines règles, objectives, qui sont appliquées par les régulateurs... L'argument le plus répandu sur la réglementation bancaire au Canada tient au fait que le BSIF aurait exigé des ratios de capitaux propres plus élevés qu'ailleurs (Graham, 2010)³⁴. Ratnovsky et Huang (2009, p. 16) suggèrent par exemple le régulateur canadien « décourageait la prise de risque » par le biais de règles sur les capitaux propres plus sévères et par l'imposition d'un levier maximum³⁵. Booth (2009 : 16) soutient aussi que les banques canadiennes détenaient du « capital en excès » (voir aussi Baron, 2013 : 606).

Même s'il est vrai que le BSIF imposait un ratio de capitaux propres plus élevé, dans les faits, les banques canadiennes n'étaient, en moyenne, que marginalement plus capitalisées que les banques américaines. Comme on le voit sur le tableau 1, les ratios de capitaux propres des banques canadiennes se situaient à quelque 0,5 point de pourcentage au-delà des niveaux américains. Cela s'explique par le fait que la réglementation ne représente évidemment qu'un minimum, mais aussi par le fait qu'elle n'est qu'un facteur dans la décision des banques sur le ratio *optimal* de capital à conserver. Autrement dit, il n'y a pas de « course vers le bas » en matière de capitaux propres qui serait déterminée par un laisser-aller

³³ Les États-Unis comptaient, avant la crise, 4 régulateurs bancaires fédéraux. À ces 4 régulateurs s'ajoutent évidemment 50 régulateurs étatiques pour les « associations d'épargne » et 50 régulateurs pour les coopératives de crédit. À tous ces régulateurs bancaires s'ajoutent la *Securities and Exchange Commission* (SEC) qui réglemente le marché des valeurs mobilières et la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) qui supervise le marché des produits dérivés, la *Federal Insurance Office* (depuis 2010) et le *Consumer Financial Protection Bureau* ainsi que la *Federal Housing Finance Agency* (FSB, 2013 : 40-42).

³⁴ Les accords de Bâle obligeaient les banques à garder 4% de capital réglementaire Tier 1 et 8% au total. Au Canada le BSIF imposait respectivement des taux de 7 et 10% (Graham, 2010: 13).

³⁵ Le capital réglementaire (pondéré) est de 8%, en vertu de l'accord de Bâle, mais les régulateurs canadiens imposent un ratio de 10 %. Les autorités canadiennes obligent aussi les banques à une proportion plus grande de capital-actions dans leurs ratio tiers 1. Le ratio de levier inversé minimum est de 5%, ce qui signifie qu'une banque ne peut s'endetter au-delà d'un ratio de 1 sur 20.

réglementaire. En fait, la réglementation ne serait même pas le facteur le plus important dans le niveau effectif des capitaux propres (Gropp et Heider, 2010). Celui-ci serait davantage déterminé par des variables macro-économiques ; un niveau plus élevé irait de pair avec un faible taux d'inflation, une faible croissance et une plus grande volatilité boursière. Le capital excédentaire (par rapport à un ratio minimal) serait aussi corrélé positivement avec les opportunités de croissance et la profitabilité, mais négativement corrélé avec la taille de la banque (Teixera *et al.*, 2014). Aussi, Jackson (2013) décrit ainsi la position des banques canadiennes avant la crise :

Canadian banks were not exceptionally financially strong relative to banks in other OECD countries. In some cases, the capital ratios of Canadian banks were half or less than that of a number of U.S. firms that experienced significant liquidity problems as the financial crisis progressed. Similarly, Canadian banks did not have balance sheet liquidity that was significantly different from that of other banks. [...] (Jackson, 2013 : 5)

Cela dit, il importe aussi de se demander si, à de tels niveaux de capitalisation (12,3 % pour les États-Unis ; 12,9 % pour le Canada), la différence entre même un ou deux points de pourcentage aurait eu le potentiel d'avoir un effet dévastateur sur le bilan des banques. Laeven et Valencia (2012) ont conclu que les ratios de capitaux propres (bas) étaient un bon prédicteur de crise, mais on parle ici de ratios aussi bas que 6 et 7 %, soit près de la moitié des taux en vigueur autant au Canada qu'aux États-Unis. Gorton (2012) offre un commentaire plus général sur l'incidence du capital sur la stabilité :

There is almost no evidence that links capital to bank failures. Every generation seems rediscover this. The recent crisis was not centered on commercial banks but on dealer banks. The fact that an entire shadow banking system had developed, completely undetected by bank regulators, would suggest that the greater problem is one of measurement of economic activity rather than just capital. The commercial banks that failed in the recent crisis held on average more capital than Basel III required. (Gorton, 2012 : 157)

Cela dit, Anand (2012) affirme aussi, sans fournir de données, que les capitaux réglementaires canadiens seraient de « meilleure qualité ». Pourtant, si on regarde du côté du capital-actions — qui est en général considéré comme de la meilleure qualité — des grandes banques canadiennes avant la crise, on réalise que l'argument ne résiste pas à l'épreuve des faits. Ratnovski et Huang (2009) ont colligé le ratio de capital-action de plusieurs banques et nous reproduisons leur tableau plus bas (voir Tableau 2). On constate rapidement que, certes, les banques avec des ratios les plus bas (2-3 %) ont été plus touchées durant la crise, mais on voit aussi qu'il en va de même pour les banques avec des ratios très élevés (6-10 %). Par ailleurs, il ne fait pas de doute, avec ce tableau, que les banques canadiennes n'étaient aucunement dans

une position avantageuse à la fin 2006, en comparaison des autres banques. Les auteurs notent d'ailleurs : « Capital ratios of Canadian banks were generally in the third (from the highest) quartile of the sample : below average, not particularly strong, but high enough to avoid insolvency problems on minor losses. » (Ratnovsky et Huang, 2009, p. 7) Ce qui frappe ici c'est que des banques beaucoup mieux capitalisées que les banques canadiennes, on dû aussi être recapitalisées par l'État.

[Insérez tableau 2]

Plusieurs auteurs ont aussi avancé que le secret du succès canadien est que le BSIF imposait un ratio de levier aux banques, avant même que cela soit considéré par le Comité de Bâle après la crise financière (Lacoursière 2014 ; Booth, 2009). Ces mêmes auteurs oublient cependant de spécifier que les États-Unis imposaient *aussi* un levier maximal à ses institutions bancaires (voir Tableau 1). Même si ce dernier s'avérait supérieur au plafond de levier imposé par les autorités canadiennes, il appert, encore là, que les banques canadiennes étaient, dans les faits, plus endettées que leurs consœurs américaines, avant la crise (Calmès et Théoret, 2013 : 2). Bordeleau, Crawford et Graham (2009 : 7) offrent une comparaison des niveaux de leviers au Canada, aux États-Unis et en Europe et confirment que les banques commerciales américaines présentaient un niveau de levier en deçà de 15 pour la période de 2000 à 2009 alors que les banques canadiennes présentaient un levier stable juste en deçà de 20. Plusieurs grandes banques commerciales, dont Citigroup (18), Bank of America (12), JP Morgan (13) et Wells Fargo (12) présentaient des niveaux de levier inférieur à la limite canadienne (Kalemli-Ozcan, Sorensen et Yesiltas, 2011 : 40). Pour les États-Unis, c'est plutôt du côté des banques d'investissement que la différence est plus marquée. Si elles avaient sensiblement le même niveau de levier jusqu'en 2004 (un peu au-delà de 20), à partir de cette année-là, le levier des Goldman Sachs, Lehman Brothers et compagnie a augmenté pour atteindre 30 en 2007, soit le même niveau que les banques européennes.

L'oligopole bancaire canadien

Une bonne partie de l'argumentation sur l'exception canadienne concerne non seulement les régulateurs plus stricts, mais aussi les banques qui seraient de toute manière plus prudentes. La prudence découlerait principalement d'une situation d'oligopole qui pousserait moins les banques canadiennes à prendre des risques. Autrement dit, les banques canadiennes seraient moins en compétition, ce qui mènerait à une moins grande prise de risque.

Encore là, sur les liens entre compétitivité et stabilité, les conclusions tirées de la littérature sont tout en nuance. Allen et Gale (2004) offrent une discussion théorique du lien entre compétition (ou son opposé, la concentration) dans le secteur financier et la stabilité dudit secteur, à l'aide de différents modèles économétriques. Ils concluent que la relation entre stabilité et compétition est « complexe et multidimensionnelle ». En général, deux vues s'affrontent sur la question de la concentration bancaire versus la stabilité financière. Les tenants de la théorie de la concentration stabilisatrice avancent qu'un moins grand nombre d'institutions peuvent mieux se diversifier et être plus stables. La réglementation d'un moins grand nombre de banques serait aussi plus aisée. Finalement, la concentration bancaire mènerait à des « franchises » plus profitables et, donc, à une moins grande prise de risques. À l'inverse ceux qui prétendent que la concentration est nuisible à la stabilité suggèrent plutôt que les politiques implicites de l'État en support aux banques mèneraient à une plus grande prise de risques. Les tenants de cette position affirment aussi que les grandes banques sont nécessairement plus difficiles à réglementer parce plus opaques et complexes (Beck, Demirgüç-Kunt et Levine, 2003).

Les études empiriques sur le sujet sont relativement rares. Pour les États-Unis, Boyd et Runkle (1993) n'ont trouvé aucune preuve que les grandes banques étaient moins sujettes à la faillite. En fait, ils ont observé que les grandes banques faisaient davantage faillite durant la période allant de 1971 à 1990 (cité dans Berger *et al.*, 2003). Beck, Demirgüç-Kunt et Levine (2003) concluent pour leur part, après une étude de 70 pays de 1980 à 1997, que les systèmes bancaires plus concentrés ont moins de chance de connaître une crise. Les auteurs concluent aussi que davantage de compétition et moins de restriction au niveau des activités bancaires permises, augmentent la stabilité. Finalement, ils concluent qu'un pays qui a des institutions pour promouvoir la compétition a moins de chance de subir une crise. Néanmoins, notons que la concentration est mesurée ici par la part des actifs des trois plus grandes banques (la moyenne des années 1988-1997) si bien que le Canada se trouve à avoir une concentration sous la moyenne de l'échantillon de 70 pays, soit 58 %, pour une moyenne de 72 %, ce qui logiquement, devrait en faire un pays davantage en proie aux crises. Si la concentration du système bancaire était un véritable atout, plusieurs pays qui ont un système plus concentré que le Canada selon les données utilisées par les auteurs — le Danemark (78 %), la Grèce (79 %), l'Irlande (74 %) et la Suède (89 %) — ne se retrouveraient peut-être pas dans la liste des pays touchés par la crise de 2008 du tableau 1.

Il est donc difficile de statuer clairement sur les avantages du système oligopolistique canadien. Certes, on peut penser que les grandes banques reçoivent en général plus d'attention des régulateurs (voir, pour le cas

américain, Hirtle, Kovner et Plosser, 2016 ; voir aussi Eisenbach, Lucca et Townsend, 2016 : 3), mais sur la question de la compétitivité, les réponses sont tout en nuances. Est-ce que les banques canadiennes sont réellement compétitives ? Selon Bordo, Redish et Rockoff (2015 : 228) concluent que, de 1880 à 1980, le système bancaire canadien n'était pas « significativement moins compétitif que celui des États-Unis ». Selon Allen et Engert (2007), les banques canadiennes n'auraient pas un comportement collusionnaire, mais opéreraient néanmoins dans un contexte de compétition monopolistique. À partir d'une « statistique H », qui mesure jusqu'à quel point, les revenus d'une entreprise sont sensibles aux changements des prix des intrants, les auteurs évaluent si un marché est dans une compétition parfaite (1), une compétition monopolistique (entre 0 et 1) ou un monopole ou un oligopole collusif (sous 0). Or, selon les auteurs, les études empiriques concluent généralement que les pays se trouvent en situation de compétition monopolistique. Claessens et Laeven (2005 : 205) concluent par exemple que, sur les 16 pays qu'ils étudient, 15 ont des cotes entre 0 et 1³⁶. Autrement dit, il n'y a pas de raisons de croire que l'oligopole canadien est plus compétitif qu'ailleurs.

Toujours en lien avec la structure bancaire, certains aussi ont avancé que la raison du succès canadien était liée à leur source de financement, davantage axée sur les dépôts (Jackson, 2013). Ratnovsky et Huang (2009) concluent aussi que c'est un facteur important. Les dépôts représentaient en général quelque 65 % du financement des banques canadiennes. Cela dit, encore une fois, il est difficile de croire que c'est là un facteur absolument déterminant puisque deux banques américaines, Wachovia (qui sera racheté par Wells Fargo) et Washington Mutual (qui fera faillite) avaient aussi des taux de dépôt élevés, respectivement 62,8 et 74,6 % (Ratnovsky et Huang, 2009 : 11).

À propos de l'histoire

Naturellement, les arguments sur la construction graduelle d'un système bancaire plus solide paraissent évidemment moins crédibles à la lumière de la discussion précédente. La question de l'adaptabilité du système financier canadien est cependant intéressante et mérite d'être discutée. Plusieurs auteurs ont vanté le fait que les lois bancaires canadiennes étaient revues périodiquement, d'une manière statutaire. L'argument peut néanmoins être utilisé des deux côtés. Si la révision de la Loi sur les banques tous les cinq ans a le potentiel d'adapter le système financier canadien aux nouvelles réalités de l'industrie, elle

³⁶ Le Canada se situe à 0,62, derrière, entre autres, la Grande-Bretagne (0,65), le Venezuela (0,69), le Mexique (0,75), la Malaisie (0,84) et la Norvège (0,91). Le pays devance l'Égypte (0,46), le Pérou (0,53), Singapour (0,56), l'Inde et le Pakistan (tous deux à 0,61).

peut aussi permettre aux institutions de se lancer dans des innovations financières mal avisées. Par ailleurs, si la « clause de révision » a le potentiel de laisser les banques sur le bout de leur siège, craignant qu'on leur retire certains privilèges, elle est interprétée autrement par Stewart (1997 : 65), un observateur de longue date du système financier canadien : « [...] the Act was given a five-year 'sunset clause,' which meant that it would be reviewed again in 1997 [...] to see if there was anything left to give the banks. » La vérificatrice générale offrait aussi, en 2010, un avis partagé sur la question :

Le cadre réglementaire fédéral visant le secteur bancaire est mis à jour à mesure que surgissent des nouveaux enjeux tant au pays qu'à l'étranger. La Loi sur les banques, qui régit les banques canadiennes, est révisée tous les cinq ans, au terme de vastes consultations. Par contre, il n'existe pas de processus qui permette d'évaluer périodiquement l'efficacité des volets clés du cadre réglementaire et législatif pour vérifier si les règles et les politiques en vigueur favorisent la stabilité et l'efficacité du système financier. Or, sans ce type d'évaluation, il est difficile pour le gouvernement de déterminer si les modifications apportées successivement à la réglementation produisent les effets voulus ou si elles ont des effets négatifs non intentionnels. (Bureau du vérificateur général, 2010 : 2)

Sous un autre angle, l'adaptabilité peut aussi être vue à plus court terme, comme le résultat d'événements traumatiques, de crises, qui ont mené à des réformes. Il faut aussi rappeler que la faillite de deux banques dans les années 1980 a provoqué une prise de conscience bien réelle chez les régulateurs canadiens, concernant la fragilité du système. Selon Arjani et Paulin (2013 : 1), la crise des années 1980 a créé un environnement de prise de risque plus prudente et de gestions améliorées des crises (voir aussi Coyne, 2009). Pourtant, au moment où le Canada vivait ses secousses financières des années 1980, avec plusieurs faillites de trust et deux faillites bancaires, les États-Unis étaient sur le point de connaître la crise des *Saving n'Loans*, beaucoup plus importante à plusieurs égards. Si les crises sont un bon moyen de sonner l'alarme, les États-Unis auraient dû être mieux préparés pour la crise de 2007-2009.

Une explication plus convaincante à ce chapitre réfère, ironiquement, aux bénéfices de la déréglementation canadienne qui a précédé de plusieurs années celle de nos voisins. En abolissant, dès les années 70, les plafonds sur les taux d'intérêt que pouvaient accorder les banques aux épargnants, celles-ci ont moins subi la concurrence des fonds de marchés monétaires qui sont rapidement devenus la norme chez nos voisins. La croissance du système bancaire « fantôme », ou parallèle, a donc été plus limitée au Canada (Bordo, Redish et Rockoff, 2015 : 231). Booth (2009 : 16) concourt à cet argument et soutient que : « [...] the Canadian banking system is a modern version of that existing in the US and UK some 20 years ago, before their banking systems became capital market orientated. » Évidemment, si l'on en vient

à suggérer que c'est la déréglementation tardive aux États-Unis qui serait à la source de la crise financière, c'est tout le narratif de la crise financière qu'il faudra revoir. Plutôt que de pointer du doigt la déréglementation, il faudra peut-être s'attarder à critiquer la reréglementation qui a suivi la libéralisation financière aux États-Unis (voir Auteur, 2017).

Conclusion : la culture comme seul rempart ?

Une fois que tous les arguments sur un ou l'autre des prétendus avantages du système bancaire canadien ont été étudiés, les certitudes tombent et les questions sur l'exception canadienne demeurent. Néanmoins, on ne peut ignorer certaines spécificités du secteur financier canadien avant la crise. Par exemple, les institutions financières canadiennes ont moins utilisé la titrisation que leurs pairs aux États-Unis : 27 % en 2007, comparativement à 67 % aux États-Unis (Knight, 2011). Par ailleurs, selon le FSB (2012 : 13), les opérations de pension au Canada étaient aussi davantage sécurisées par des obligations gouvernementales plutôt que, comme aux États-Unis, par des titres privés. Le papier commercial canadien était aussi moins contaminé par des *subprimes* américaines. Mais ce sont là des faits objectifs qui peuvent difficilement être rattachés à une quelconque réglementation — que ce soit sa philosophie ou sa structure. Rien n'empêchait les banques d'avoir recours à la titrisation, rien ne les empêchait non plus d'investir dans des subprimes. En fait, on peut légitimement se demander, dans les circonstances : « a-t-on simplement eu de la chance ? » Il semble que si.

En effet, parmi tous les arguments avancés pour expliquer l'exception canadienne, le plus crédible demeure celui qui est aussi le plus difficile à prouver, il s'agit de la thèse voulant que les banquiers canadiens aient une certaine aversion au risque. En effet, ce qui est le plus intéressant avec l'argumentaire de l'exception canadienne en matière de réglementation bancaire est qu'il est lié, en dernière analyse, à des institutions — ou même des chefs d'entreprises — qui aurait moins d'appétit pour le risque. C'est l'argument avancé par Baron (2013) qui souligne l'« aversion des Canadiens pour le risque ». Graham (2010) affirme, en référant aux ratios de capitaux marginalement plus élevés au Canada que c'est là un indicateur de « valeurs financières conservatrices » du Canada. (Graham, 2010, p. 24) Selon Lacoursière aussi (2014 : 319), les banquiers canadiens partageraient une « culture plus conservatrice ». Même discours chez Arjani et Paulin qui parlent d'une « culture d'affaire traditionnellement conservatrice » au Canada. Kravis (2009) s'en remet aussi à la prescience des banquiers pour expliquer l'exception canadienne quand elle tente d'expliquer le fait que les banques canadiennes se sont retrouvées à ne détenir

que 7 % de *subprimes* (sur l'ensemble du portefeuille d'hypothèques) comparativement à 20 % pour les banques américaines.

La Surintendante aux institutions financières, Julie Dickson (2008), offrait une analyse similaire des raisons pour lesquelles le Canada avait évité la crise, mais sous l'angle de la gestion de risques à l'intérieur des institutions bancaires. Elle est d'avis que ce sont les pratiques de gestion de risques dans les grandes banques, pas seulement canadiennes, qui ont fait la différence. Ces pratiques incluaient le partage efficace de l'information dans l'institution, un esprit critique envers l'évaluation des produits complexes fournie par les agences de notation, une vision d'ensemble de l'entreprise et, finalement, une panoplie de mesures du risque.

At the best performing banks, more of these practices were employed. Members of the bank were not working in silos. There was considerable interaction at a very senior level. There was productive discussion between those focused more on controlling risk and those focused more on growth, new ideas, and taking risk. Finally, they were better equipped to detect threats and take action. The point is that the global banks that fared the best had succeeded in establishing state-of-the-art risk management practices, while the rest thought they had succeeded and found out otherwise. And many of these practices are not practices that can be easily judged from the outside, as they are cultural. Culture played a significant role here. (Dickson, 2008: 4)

Anand (2009) considère aussi que la culture explique beaucoup. « Law can only do so much », écrit-elle (Anand, 2009 : 27). Booth avance aussi sa propre théorie :

And here is the final secret: the CEOs of all the Canadian banks are commercial bankers, not investment bankers, so the focus remains on relationship banking. Only one Canadian bank has had an investment banker as its CEO and only one Canadian bank has had to write off billions over the last ten years as a result of forays into the US. They are of course the same bank. So, if we can't go back to entity regulation, the Canadian secret is not to let investment bankers near the C suite. (Booth, 2009: 16)

Évidemment, tout en étant convaincante, cette « thèse culturelle » de l'exception canadienne ne s'appuie pas, pour l'instant, sur une preuve empirique solide. Elle ne saurait être, par ailleurs, une fondation solide sur laquelle baser tout un système financier. À l'évidence, si l'on doit s'en remettre à la bonne gestion des banquiers, c'est que notre système financier n'est pas aussi solide qu'il n'y paraît.

Tel que vu en introduction, depuis l'édition 2008-2009 de son *Global Competitiveness Report*, le Forum économique mondial classe le Canada au premier rang pour la « solidité » (*soundness*) de ses banques. Le

fait mérite évidemment d'être souligné, mais il est aussi intéressant de regarder qui se classait bien avant la crise. Dans son rapport publié à l'aube de la crise, en 2007, le Canada se classait deuxième, derrière la Suisse. Suivaient ensuite le Danemark, la Grande-Bretagne, l'Irlande, la Suède, la Belgique, le Luxembourg, l'Australie et les Pays-Bas (World Economic Forum, 2015). De ces dix pays les plus solides au plan bancaire, seuls le Canada et l'Australie éviteront une crise bancaire en 2007 ou en 2008. Ce n'est pas seulement la preuve d'un classement discutable, c'est surtout le dernier exemple en date de la fragilité inhérente de nos systèmes bancaires contemporains. C'est aussi le signe que, plutôt que de chercher le détail réglementaire qui pourrait expliquer le succès canadien ou la déroute américaine, il convient de réaliser que si la stabilité d'un système ne tient justement qu'à des détails, des réformes plus substantielles sont peut-être à envisager.

OUVRAGES CITÉS

Allen, Jason et Walter Engert, 2007, « Efficiency and Competition in Canadian Banking », *Bank of Canada Review*, été, p. 33-45.

Allen, Franklin et Douglas Gale, 2004, « Competition and Financial Stability », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 36, n° 3.

Anand, Anita, 2009, « How Canadian Banks became the envy of the World », Nexus, University of Toronto Faculty of Law, printemps, p. 26-27.

Anand, Anita et Andrew Green, 2012, « Regulating Financial Institutions : The Value of Opacity », *McGill Law Journal*, vol. 57, n° 3, p. 339-427.

Arjani, Neville et Graydon Paulin, 2013, « Lessons from the Financial Crisis : Bank Performance and Regulatory Reform », Bank of Canada Discussion Paper n° 2013-4.

Bair, Sheila, 2012, *Bull by the Horns : Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from itself*, New York, Free Press, 415 p.

Banque mondiale, 2008, Bank regulation and supervision survey, <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20345037~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html> (page consultée le 31 mai 2017)

Baron, Joanna, 2013, « How regulating risk and eschewing competition can ameliorate a global financial crisis: Canada's perspectives and experiences », *The Antitrust Bulletin*, vol. 58, n° 4, p. 597-615.

Barth, James R., Gerard Caprio Jr et Ross Levine, 2002, « Bank Regulation and Supervision : What Works Best ? », NBER Working Paper n° 9323.

Barth, James R., Gerard Caprio Jr et Ross Levine, 2012, *Guardians of Finance : Making Regulators Work for Us*, Cambridge et Londres, The MIT Press, 278 p.

Barth, James R., Gerard Caprio Jr et Ross Levine, 2013, « Measure it, improve it :

Bank Regulation and Supervision in 180 Countries 1999 – 2011 », The Milken Institute.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt et Ross Levine, 2007, « Bank Concentration and Fragility Impact and Mechanics », dans Mark Carey et René M. Stulz, *The Risks of Financial Institutions*, University of Chicago Press, p. 193-234.

Berger, Allen N., Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine, Curtis L. Carlson et Joseph G. Haubrich, 2003, « Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making », http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/84797-1114437274304/jmcb_intro_final.pdf (page consultée le 9 septembre 2016)

Bhattacharya, Utpal, 2006, « Enforcement and its Impact on Cost of Equity and Liquidity of the Market », dans Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Canada Steps Up*, 24 mai, p. 133-163.

Black, Julia, 2008, « Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation », LSE Law, Society and Economy Working Papers n° 13.

Booth, Laurence, 2009, « The Secret of Canadian Banking : Common Sense », *World Economics*, vol. 10, n° 3, Juillet-Septembre.

Boone, Peter et Simon Johnson, 2010, « The Canadian Banking Fallacy », The Baseline Scenario, <http://baselinescenario.com/2010/03/25/the-canadian-banking-fallacy/> (page consultée le 18 février 2016).

Bordeleau, Étienne, Allan Crawford, and Christopher Graham, 2009, « Regulatory Constraints on Bank Leverage: Issues and Lessons from the Canadian Experience », Document d'analyse, Banque du Canada.

Bordo, Michael D., Angela Redish et Hugh Rockoff, 2015, « Why didn't Canada have a banking crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or...) ? », *Economic History Review*, vol. 68: 1, p. 218-243.

Brean, Donald J.S., Lawrence Kryzanowski et Gordon S. Roberts, 2011, « Canada and the United States : Different roots, different routes to financial sector regulation », *Business History*, vol. 53, n° 2, p. 249–269.

Calmès, Christian et Raymond Théoret, 2013, « Is the Canadian banking System really 'stronger' than the U.S. one ? », Cahier de recherche de la Chaire d'information financière et organisationnelle, Uqàm.

Calomiris, Charles W. et Stephen H. Haber, 2014, *Fragile by Design : The political Origins of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 570 p.

Claessens, Stijn et Luc Laeven, 2005, « Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth », *Journal of the European Economic Association*, vol. 3, n° 1, p. 179–207.

Coyne, Andrew, 2009, « Is Canada's Banking System Really So Smart ? ». *Maclean's*, 20 mai.

Demirguc-Kunt, Asli, Erik Feyen et Ross Levine, 2011, « The Evolving Importance of Banks and Securities Markets », *Policy Research Working Paper, No. 5805*, The World Bank, http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Banks_and_SecuritiesWP5805.pdf (page consultée le 29 février 2016)

Dickson, Julie, 2008, « Remarks by Superintendent Julie Dickson Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada (OSFI) to the Langdon Hall Financial Services Forum, 6 mai, http://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/Docs/JDickson_LangdonHall_FinServices.pdf (page consultée le 2 janvier 2017)

Auteur, 2017, « L'abolition du Glass-Steagall Act : les idées de déréglementation au Nord et au Sud de la frontière », en évaluation.

Eichengreen, Barry and Nergiz Dincer, 2011, *Who should supervise? The structure of bank supervision and the performance of the financial system*, NBER Working Paper 17401, 14 p.

Eisenbach, Thomas M., David O. Lucca et Robert M. Townsend, 2016, « The Economics of Bank Supervision », NBER Working Paper n° 22201.

Financial Crisis inquiry Commission, 2011, *The Financial Crisis Inquiry Report*.

Financial Stability Board, 2012, Peer Review of Canada, 30 janvier, 39 p.

Harper, Stephen, 2012, Le PM participe à une séance de questions et réponses au Forum économique mondial <http://pm.gc.ca/fra/nouvelles/2012/01/26/pm-participe-seance-de-questions-et-reponses-au-forum-economique-mondial> (page consultée le 5 août 2015)

Gorton, Gary B., 2012, *Misunderstanding Financial Crises : Why We Don't See Them Coming*, Oxford et New York, Oxford University Press, 278 p.

Graham, Ann, 2010, « Lessons from Canada: Crisis-Proofing a National Financial System », SEALS Annual Meeting : U.S./Canada Comparative Law Workshop.

Gropp R. et F. Heider, 2010, « The determinants of bank capital structure », *Review of Finance*, n° 14, p. 587-622.

Hirtle, Beverly, Anna Kovner et Matthew Plosser, 2016, « The Impact of Supervision on Bank Performance », Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 768, March 2016.

Hyman, Scott, Carol Pennycook, Derek Vesey et Nicholas Williams, 2015, « Canada », *The Banking Regulation Review*, https://www.dwpv.com/~media/Files/PDF_EN/2015/2015-06-26-The-Banking-Regulation-Review-Canada.ashx) page consultée le 23 septembre 2016)

Jackson, Howell E., 2006, « Regulatory Intensity in the Regulation of Capital Markets : A Preliminary Comparison of Canadian and U.S. Approaches », Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, <http://www.tfmsl.ca/docs/V6%282%29%20Jackson.pdf> (page consultée le 14 février 2014)

Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent Sorensen et Sevcan Yesiltas, 2011, « Leverage across firms, banks, and countries », NBER Working Paper n° 17354.

Kaufman, Jason, 2009, *The Origins of Canadian and American Political Differences*, Cambridge et Londres, Harvard University Press.

Kempa, Michael, 2010, « Combating white-collar crime in Canada : serving victim needs and market integrity », *Journal of Financial Crime*, vol. 17, n° 2, p. 251-264.

Kiff, John, 2009, « Canadian Residential Mortgage Markets : Boring But Effective ? », IMF Working Paper.

Knight, Malcolm D., 2011, « Canada's Banks : Too Conservative to Fail ? », dans *Greg Anderson et Christopher Sands (eds). Forgotten Partnership Redux : Canada-U.S. Relations in the 21st Century*, Amherst, NY, Cambria Press.

Kravis, Marie-Josée, 2009, « Regulation Didn't Save Canada's Banks », *The Wall Street Journal*, 7 mai.

Lacoursière, Marc, 2014, « La perspective bancaire canadienne lors de la crise financière de 2007-2009 », *Banking and Finance Law Review*, n° 29, p. 271-319.

Laeven, Luc et Fabián Valencia, 2012, « Systemic Banking Crises Database : An Update », International Monetary Fund Working Paper n° 163.

Livesey, Bruce, 2012, *The Thieves of Bay StreetL How Banks, Brokerages, and the Wealthy Steal Billions from Canadians*, Random House.

Lynch, Kevin, 2010, « Avoiding the financial crisis: Lessons from Canada », *Policy Options*, mai, <http://www.irpp.org/en/po/the-fault-lines-of-federalism/avoiding-the-financial-crisis-lessons-from-canada/> (page consultée le 8 février 2014)

McPhilemy, Samuel, 2013, « Formal Rules versus Informal Relationships : Prudential Banking Supervision at the FSA Before the Crash », *New Political Economy*, vol. 18, n° 5, p. 748-767.

Ratnovski, Lev et Rocco Huang, 2009, « Why Are Canadian Banks More Resilient ? » IMF Working Paper.

Smith, Andrew, 2012, « Continental Divide : The Canadian Banking and Currency Laws of 1871 in the Mirror of the United States », *Enterprise & Society*, vol. 13, n° 3.

Stewart, Walter, 1997, *Bank Heist : How our financial giants are costing you money*, Harper Collins, 288 p.

Teixeira, João C.A., Francisco J.F. Silva, Ana V. Fernandes et Ana C.G. Alves, 2014, « Banks' capital, regulation and the financial crisis », *North American Journal of Economics and Finance*, n° 28, p. 33-58.

World Economic Forum, 2015, *Competitiveness Dataset*, [En ligne] <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/economics/> (page consultée le 30 décembre 2016)

TABLEAU 1 : 22 PAYS EN CRISE (PLUS LE CANADA)³⁷

	AUT	BEL	CAN	DAN	FRA	ALL	GRE	HON	ISL	IRL	ITA	KAZ	LET	LUX	PBA	POR	RUS	SLO	ESP	SUE	SUI	GB	EU	
INDUSTRIE BANCAIRE																								
Banques commerciales — 2005	885	104	70	161	294	251	21	29	14	48	784	34	23	155	143	57	1253	22	272	31	342	333	7515	
Actifs (%) — 5 grandes banques — 2005	n. d.	91	87	82	65	72	66	60	100	n. d.	60	70	70	31	90	87	40	64	53	100	80	67	40	
Succursales par 100 000 hab. — 2007	13	51	25	52	45	16	40	17	73	33	59	3	37	98	29	62	34	40	104	24	55	26	35	
Crédit intérieur par les banques (% PIB) — 2007 ³⁸	123	109	150	215	137	120	112	75	301	234	125	61	83	187	184	163	24	81	200	130	168	172	236	
CRISE 2007-2008																								
Perte de croissance ³⁹	14	19	n. d.	36	23	11	43	40	43	106	32	0	106	36	23	37	0	38	39	25	0	25	31	
Coût fiscal (% PIB) ⁴⁰	4,9	6	n. d.	3,1	1	1,8	27,3	2,7	44,2	40,7	0,3	3,7	5,6	7,7	12,7	0	2,3	3,6	3,8	0,7	1,1	8,8	4,5	
RÉGLEMENTATION 2007																								
Ratio capital/actif minimal (%)	8	8	8	8	n. d.	8	8	8	8	8	8	12	8	8	8	8	11	8	8	8	8	8	8	
Ratio de levier	non	Var.	20	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	non	3 % t ier1	
Ratio capital/actif — 2007 ⁴¹	6,5	4,3	3,7	6,2	n. d.	4,3	6,8	n. d.	10,9	4,4	4,6	n. d.	7,9	5	3,3	6,5	13,3	8,4	6,7	4,8	4,6	5,5	10,3	
Capital/actif pondéré	14,5	11,5	12,9	n. d.	11,9	11,7	13,3	10,8	12,5	n. d.	10,6	7,8	10,1	15,2	12,3	11,3	16	10,5	11,7	n. d.	12,3	n. d.	12,3	
Tier 1/actifs pondérés	9,8	8,5	10,2	7,9	7,5	7,6	8,7	10,9	10,2	9,4	7,9	4,8	8,3	12,3	10	7,1	11,4	n. d.	8,2	n. d.	13,2	8,8	9,8	
Supervision par...																								
... la banque centrale	x					x	x				x				x	x	x	x	x				x	
... une agence unique	x	x	x	x	x	x		x	x	x			x	x						x	x			
... plusieurs agences															x								x	

³⁷ Toutes les données du tableau, sauf en cas d'indications contraires, sont tirées de l'enquête de la Banque mondiale (2008).

³⁸ Banque mondiale, <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/FS.AST.DOMS.GD.ZS?view=chart> (page consultée le 29 décembre 2016).

³⁹ La différence, sur trois ans, entre le PIB réel (en % du PIB) enregistré durant la crise et la tendance avant le début de la crise. (Laeven et Valencia, 2012)

⁴⁰ Dépenses fiscale liées à la restructuration du secteur financier. Inclut la recapitalisation des banques mais exclut l'achat d'actifs ou l'aide en matière de liquidité de la part du trésor public. (Laeven et Valencia, 2012)

⁴¹ Banque mondiale, <http://data.worldbank.org/indicator/FB.BNK.CAPA.ZS> (page consultée le 29 décembre 2016)

TABLEAU 2 : LE RATIO DE CAPITAL-ACTIONS DES BANQUES

Banque	Pays	Ratio	Intervention
Hypo Real Estate Holding	Allemagne	2,1	Garanties d'actif et prêts publics
Deutsche Bank AG	Allemagne	2,1	
UBS AG	Suisse	2,3	Injection de capitaux
Commerzbank	Allemagne	2,5	Injection de capitaux
ABN Amro Holding NV	Pays-Bas	2,6	Nationalisée — extraite de Fortis
Barclays Plc	Grande-Bretagne	2,7	
Fortis	Belgique	2,8	Nationalisée et fragmentée
Dresdner Bank AG	Allemagne	3	Injection de capitaux
Northern Rock Plc	Grande-Bretagne	3,2	Nationalisée
Dexia	Belgique	3,3	Nationalisée
ING Groep NV	Pays-Bas	3,3	Recapitalisée, garanties d'actif
Lloyds TSB Group Plc	Grande-Bretagne	3,3	Injection de capitaux
HBOS Plc	Grande-Bretagne	3,6	Recapitalisée
CIBC	Canada	4,1	
Royal Bank of Canada	Canada	4,3	
Credit Suisse Group	Suisse	4,7	
Banque de Montréal	Canada	4,8	
Bank of Nova Scotia	Canada	4,9	
Royal Bank of Scotland	Grande-Bretagne	5,2	Injection de capitaux et garanties d'actif
Westpac Banking Corp	Australie	5,3	
Commonwealth Bank of Australia	Australie	5,7	
National Australian Bank	Australie	5,7	
Toronto Dominion Bank	Canada	5,7	
Australia and New Zealand Banking Group	Australie	5,9	
Citigroup inc.	États-Unis	6,4	Recapitalisée et garanties d'actif
HSBC Holdings Plc	Grande-Bretagne	6,6	
Washinton Mutual	États-Unis	8,5	Faillite
JPMorgan Chase & Co	États-Unis	8,6	
Bank of America Corporation	États-Unis	9,3	Injection de capitaux et garanties d'actif
Wells Fargo & Company	États-Unis	9,5	
Whachovia Corporation	États-Unis	10,3	Faillite — achetée par Wels Fargo
Capital One Financial Corp	États-Unis	16,9	

Source : Ratnovsky et Huang, 2009, p. 7

7. DÉFAILLANCE RÉGLEMENTAIRE OU FRAGILITÉ INTRINSÈQUE ?

En 2009, dans un discours à Toronto, l'ancien président de la Réserve fédérale et nouveau conseiller de Barack Obama, Paul Volcker suggérait que les États-Unis devaient se diriger vers un modèle bancaire qui « ressemblait davantage au Canada » (cité dans Kravis, 2009). L'Association des banquiers canadiens se félicite aussi encore aujourd'hui que le Canada soit reconnu comme le pays avec le système bancaire le plus stable au monde, et ce, depuis 8 années, par le Forum économique mondial (Association des banquiers canadiens, 2017). De l'autre côté, les États-Unis sont largement considérés comme ayant un système bancaire fragile qui n'a été que marginalement solidifié par les réformes réglementaires post-crise.

Nous avons tenté, avec les trois articles précédents, de tempérer quelque peu les certitudes d'un côté, comme de l'autre. Rappelons qu'avec ce travail, nous cherchions essentiellement à savoir jusqu'à quel point la crise américaine peut réellement être expliquée par une défaillance réglementaire. Par une simple comparaison, nous cherchions à découvrir si les politiques publiques en matière bancaire aux États-Unis étaient si différentes des politiques canadiennes qu'elles pourraient plausiblement expliquer la crise. Parallèlement, nous cherchions à savoir si la performance canadienne peut réellement être expliquée par des arguments sur la supériorité réglementaire canadienne en matière bancaire. Autrement dit, cette comparaison Canada-États-Unis devait nous informer autant sur la crise américaine autant que sur l'exception canadienne.

L'idée générale était essentiellement, comme nous le disions en introduction, d'« élaguer » la thèse de la défaillance réglementaire qui avait, rappelons-le, les allures d'une thèse de la tempête parfaite. Selon cette thèse, la déréglementation et/ou une mauvaise réglementation auraient mené à la crise financière américaine. Les régulateurs auraient par ailleurs été, au pire, capturés par des intérêts spéciaux ou, au mieux, contaminés par une idéologie sur les trois grands facteurs auraient mené à la crise. Par opposition, le Canada aurait, de son côté, présenté une performance presque sans reproche, avec des régulateurs plus efficaces, qui appliquaient par ailleurs de meilleures règles.

Ce que nous présentons ici c'est le résultat de cet « élagage ». Pour ce faire, nous allons revenir rapidement sur les conclusions des articles précédents pour ensuite discuter des « angles morts » de cette thèse, soit les arguments qui mériteraient d'être discutés plus longuement que dans le cadre d'un article, soit des arguments qui n'ont carrément pas été évoqués jusqu'ici, mais qui sont pertinents en regard du sujet traité. Nous allons ensuite conclure par une discussion sur ce qui nous semble être la véritable défaillance réglementaire révélée, par défaut, dans cette étude.

L'élagage

Dans les articles précédents, nous avons montré que les institutions de réglementation canadiennes ne peuvent être considérées, ni en pratique, ni en théorie, comme clairement supérieures aux institutions américaines. Malgré qu'on ait largement prétendu que les règles plus strictes au Canada avaient diminué la prise de risque chez les banques, il appert que celles-ci avaient des taux de capitalisation pratiquement identiques aux banques américaines. Même si on a dit que la qualité de leur capital était de meilleure qualité, les chiffres ne révèlent rien de tel. Même si on a vanté les limites canadiennes en matière de levier financier, les auteurs adeptes de la thèse sur l'exception canadienne oublièrent souvent de dire que les États-Unis imposaient aussi un levier maximal. Même si celui-ci était plus élevé, les banques commerciales américaines utilisaient néanmoins, en moyenne, moins de levier que les banques canadiennes. Plusieurs grandes banques commerciales, dont Citigroup, Bank of America, Wells Fargo, JP Morgan, utilisaient en fait moins de levier que les grandes banques canadiennes. Nous avons aussi vu que même des banques américaines qui se finançaient avec des dépôts à des niveaux plus élevés que les banques canadiennes ont aussi fait faillite, ou dû être rachetées, durant la crise. Finalement, on ne peut pas non plus conclure, sans l'ombre d'un doute, que l'oligopole bancaire canadien s'est réellement avéré, en soi, une source de stabilité financière pour le Canada. Des pays plus concentrés, et moins concentrés, au niveau bancaire, ont aussi subi une crise et la littérature scientifique reste partagée sur les avantages de la concentration.

Par ailleurs, même si les États-Unis ont été pointés du doigt pour leur structure réglementaire complexe, l'appareil réglementaire canadien peut aussi être considéré comme complexe, avec ses

nombreuses agences provinciales de réglementation des valeurs mobilières. Même si le Canada a un régulateur bancaire unique, plusieurs pays touchés par la crise avaient aussi recours à ce modèle. Par ailleurs, l'argument voulant que le « magasinage » réglementaire ait mené à une course vers le bas chez les régulateurs bancaires n'est appuyé que par peu de preuves empiriques. Les grands conglomérats financiers continuaient d'être supervisés par la Réserve fédérale qui agissait comme régulateur « parapluie ». Par ailleurs, les preuves du magasinage réglementaire demeurent jusqu'à aujourd'hui plutôt anecdotiques. Au plan théorique, il n'est pas clair non plus qu'un régulateur unique soit une panacée. Il est en effet possible qu'une panoplie de régulateurs puissent offrir un contrepoids au laisser-aller d'un seul et unique régulateur. Par ailleurs, ce que nous avons appris, dans cette thèse, sur le principal régulateur bancaire aux États-Unis, l'OCC, nous laisse dubitatifs quant aux accusations de capture réglementaire. L'organisation paraît plus immunisée contre la capture réglementaire que son équivalent canadien. Le processus de mise au point de ses règles est nettement plus transparent que celui que le BSIF préconise et l'organisation semble retenir plus facilement ses employés d'expérience.

Finalement, rien n'indique que les régulateurs américains, ou les politiciens partagent davantage une idéologie sur l'autoréglementation des marchés qui les auraient menés à une déréglementation de leur secteur financier. Nous avons plutôt montré que la déréglementation est en fait venue plus tardivement aux États-Unis et que la déréglementation canadienne était motivée, comme aux États-Unis plus de dix ans plus tard, par des considérations de compétitivité du secteur financier et par des initiatives de déréglementation au niveau des provinces et des États.

Aussi, plusieurs différences entre les régimes canadien et américain, mises de l'avant dans la littérature, ne résistent pas très bien à l'épreuve des faits. Autant empiriquement que théoriquement, il est difficile de conclure que les politiques publiques canadiennes en matière bancaire sont vraiment supérieures à celles mises en place aux États-Unis.

En regard de notre analyse trois « i », il devient difficile de ne pas conclure, d'un côté, que les deux pays ne sont pas si différents, sous les trois angles observés et, d'un autre côté, que les trois « i » en question sont finalement peut-être liés intrinsèquement. Autrement dit, il semble que les

institutions, les idées et les intérêts soit au final les trois éléments non-autonomes de combinaisons en quelque sorte inter-déterminées. Comme si les idées (par exemple) menaient à une certaine forme d'institutions et à un certain contrôle (ou pas) des intérêts dits spéciaux. Ou, alternativement, comme si les intérêts modelaient les idées et les institutions qui en découlent. Il est en fait probable, en regard des effets généralisés d'une crise avant tout globale, que la vaste majorité des modèles bancaires dans le monde développés (qui ont tous subi une crise à quelques exceptions près) partageaient en réalité tous les mêmes grandes caractéristiques sur le plan des trois « i ».

Ces caractéristiques pourraient ressembler, au niveau des idées, à une certaine croyance en l'utilité intrinsèque du système bancaire dans l'économie, comme intermédiaire entre les épargnants et les investisseurs, mais surtout à une certaine idée au sujet du secteur bancaire qu'il conviendrait de considérer comme une industrie comme les autres. Une industrie qui doit être compétitive et surtout une industrie dont on ne comprend pas toute l'importance et le rôle dans le développement des instabilités financières. Cette idée pourrait ressembler à une sorte d'« ignorance rationnelle » collective qui, tout en ne considérant pas impossibles les crises, aurait mené les décideurs à baisser les bras devant la possibilité de les éviter. L'idée nous renvoie, par exemple, à la doctrine déjà évoqué de la Réserve fédérale avant la crise qui stipulait essentiellement que le rôle de la banque centrale était essentiellement d'intervenir en cas de crise (le fameux *Greenspan put*) et non pas de chercher à crever une bulle hypothétique.

Au plan des intérêts, le modèle bancaire contemporain d'avant la crise (et après) en est un essentiellement de laissez faire. Nous avons ici, évidemment, étudié qu'une petite partie du sujet, sous l'angle de la perméabilité des régulateurs bancaires à la capture. Mais, même une imperméabilité parfaite des organes de réglementation ne saurait protéger les politiciens ou même le public contre la capture, qu'elle soit réglementaire ou « culturelle » (Kwak, 2014). Aussi, il serait préilleux de prétendre que le secteur financier n'a pas déjà établi, depuis longtemps, son empire sur les esprits contemporains. S'il s'en trouve pour déplorer la financiarisation, la finance demeure aujourd'hui absolument omniprésente dans tous les aspects de notre vie, que ce soit sur le plan des assurances ou de notre fonds de retraite. Les intérêts de la finance sont partout. Celle-ci est même devenue un moyen jugé crédible pour opérer des changements sociaux ou

environnementaux, par le biais d'une finance dites « responsable ». Notre dépendance à des mécanismes financiers et donc, actuellement, à des financiers, ne peut donc être remise sérieusement en question. Les intérêts de ceux-ci traversent autant le champ public que privé et le détricotage de ce complexe étendu commence à peine à être envisagé.

Finalement, nos systèmes financiers contemporains partagent aussi, dans leurs fondements, les mêmes institutions qui, en essence, s'en remettent au système bancaire pour créer le crédit, ou la monnaie, pour nos économies. Un arrangement réglementaire particulier ou un autre pourra peut-être s'avérer un peu moins vulnérable, temporairement, mais on ne peut nier que la structure même de nos systèmes financiers soit essentiellement la même, c'est à dire un système où les banques ont le droit de créer du crédit et d'orienter ainsi, selon ce que Minsky appelait leurs « préférences de portefeuille », tout le développement d'une économie nationale ou internationale.

Au final, les différences que l'on peut encore relever entre les différents pays ou, ici, entre les États-Unis et le Canada ne peuvent qu'être considérées mineures par rapport aux similitudes structurelles des deux systèmes. Néanmoins, pour compléter l'analyse, il convient d'étudier plus à fonds certains arguments sur la crise financière qui n'ont pas été traités jusqu'ici, ou ce que nous appelons, les angles morts de cette thèse.

Les angles morts

Si l'on a procédé à un sérieux élagage de la thèse de la défaillance réglementaire, en nous attardant à des arguments qui tentent de mettre en relief des facteurs liés autant aux intérêts, aux idées qu'aux institutions, il n'en demeure pas moins que d'autres facteurs ou argument méritent d'être discutés. En effet, la thèse de la défaillance réglementaire renvoie à plusieurs arguments spécifiques et, comme nous le remarquons en introduction, plusieurs arguments qui portent moins explicitement sur la réglementation nous renvoient souvent, implicitement, à certainement mesures de réglementation. Par exemple, si on critique le mode de rémunération des banquiers, on proposera implicitement de réglementer ledit mode de rémunération. Aussi, plusieurs angles morts de notre analyse persistent et il convient de les attaquer franchement. Ces angles morts sont

autant des causes avancées pour expliquer la crise financière américaine, ou encore des arguments avancés pour expliquer l'exception canadienne.

Premièrement, on pourra nous reprocher de ne pas avoir étudié ici l'impact des lois en matière de financement politique, nettement plus permissives aux États-Unis. Même s'il est bien de regarder du côté de la capture réglementaire des régulateurs, ne serait-il pas opportun de regarder du côté de la capture législative ? Est-ce que le lobbying de l'industrie financière n'y serait pas pour quelque chose dans la crise que les États-Unis ont vécu ? Tout d'abord, il importe de rappeler comment la capture, qu'elle soit législative ou réglementaire, est un objet de recherche très difficile à étudier. Les difficultés à prouver la capture sont bien connues et une conclusion mitigée était en quelque sorte écrite d'avance. C'est pourquoi nous avons préféré nous intéresser aux *remparts* contre la capture. Cela dit, on a vu que les contributions électorales aux représentants au Congrès étaient en effet liées à des votes en faveur d'une plus grande libéralisation en matière de prêts immobiliers, ce qui n'est certainement pas étranger aux problèmes américains (Mian, Sufi et Trebbi, 2013). Mais quand on parle plus spécifiquement des politiques bancaires, il est plutôt difficile de caractériser les États-Unis comme un pays en proie aux intérêts spéciaux. Il est notoire que les États-Unis ont beaucoup plus tardé que le Canada à libéraliser son secteur financier. Des plafonds de taux d'intérêt étaient toujours imposés au début des années 1980 alors que le Canada les avait abolis en 1967. La libéralisation tardive aux États-Unis aurait mené à la croissance des fonds de marchés monétaires qui ont entraîné la croissance du secteur bancaire « fantôme » (Booth, 2009, p. 13). Autrement dit, alors que certains accusent la déréglementation d'être à la source de la crise financière américaine, d'autres considèrent qu'il y a de bonnes chances que ce soit en fait un manque de déréglementation qui soit à la source du problème. Dans la même veine d'ironie, il est plutôt singulier de constater que les grandes banques américaines sont accusées d'être *Too Big to Fail* alors que le système bancaire canadien est vanté pour sa concentration. Autrement dit, il est probable que, même si les intérêts spéciaux avaient les coudées plus franches aux États-Unis, ils n'ont pas mené à une déréglementation plus rapide qu'au Canada, ce qui laisse penser que leur pouvoir est soit exagéré, soit il est contrebalancé par le pouvoir d'autres intérêts, tout aussi spéciaux. Coleman (1996, p. 149-173) explique d'ailleurs très bien comment les différents groupes d'intérêts — les petites banques, les

banques d'investissement, les courtiers, les régulateurs eux-mêmes — ont longtemps paralysé les réformes réglementaires aux États-Unis.

Deuxièmement, on a avancé qu'une des forces du Canada était la coopération plus efficace entre les régulateurs, le gouvernement et la banque centrale (Knight, 2011, p. 14). Par le biais d'organes comme le Comité consultatif supérieur (CCS) et le Comité de surveillance des institutions financières (CSIF), les régulateurs canadiens seraient en mesure d'avoir une meilleure vue d'ensemble du système financier et d'échanger de l'information utile (voir aussi Bureau du vérificateur général, 2010, p. 9-10). Ces deux comités joueraient ni plus ni moins le rôle de régulateur systémique, à l'image de ce qui sera mis en place aux États-Unis *après* la crise, avec le *Financial Stability Oversight Council* (FSOC). En effet, le regroupement périodique (4 fois par année) de ces comités ne peut évidemment nuire à la gestion de la stabilité financière, mais il faut néanmoins spécifier que les régulateurs de valeurs mobilières ne sont pas invités à ces rencontres, ce qui est une lacune certaine. Ces deux comités n'incluent en effet que le BSIF, la Banque du Canada, le Ministère des Finances, la Société d'assurance dépôt du Canada et l'Agence de la consommation en matière financière du Canada. Par ailleurs, il serait hasardeux de prétendre que les régulateurs américains ne se concertent pas entre eux. Le *President's Working group on Financial Markets* rassemble autour d'une même table le Secrétaire au Trésor, le président de la Réserve fédérale, le président de la *Securities and Exchange Commission* et la présidente de la *Commodity Futures Trading Commission*. Les régulateurs bancaires se réunissent pour leur part au sein du *Federal Financial Institutions Examination Council* (FFIEC) qui inclut la Réserve fédérale, l'OCC, la Federal Deposit Insurance Corporation, l'Office of Thrift Supervision (OTS), et la National Credit Union Association (Jickling et Murphy, 2010).

Troisièmement, certains avancent aussi que le principal problème du côté américain se situait du côté des entreprises quasi publiques Freddie Mac et Fannie Mae, qui faisaient leur propre titrisation d'hypothèques et que certains accusent d'avoir contribué à la crise financière en gonflant le marché pour les hypothèques à risque (voir Thompson, 2012). Thomas et Van Order (2010) concluent néanmoins qu'il n'y a pas de raisons de croire que le marché des subprimes dépendaient de ses entités. La part des hypothèques à risque qu'ils achetaient est demeurée stable durant la décennie qui a précédé la crise ; les deux sociétés auraient même « traîné » dans la

rencontre de leurs objectifs d'achats. La cause de la chute de Freddie Mac et Fannie Mae serait en fait davantage liée à des achats faits après que la bulle immobilière ait atteint son sommet, soit à partir de 2005. Le débat sur le rôle de ces deux sociétés quasi publiques est évidemment au cœur de la discorde évoquée en introduction entre ceux qui souhaitent faire porter le blâme sur l'État et ceux qui préfèrent accuser le Marché. La polémique est d'autant plus grande que les protagonistes contestent jusqu'à la définition employée pour identifier les prêts subprimes. Tout le monde s'entend néanmoins sur le fait que la gestion de risque a plus que fait défaut dans les deux institutions puisque celles-ci ne conservaient pas suffisamment de capital (Krugman 2011 a ; Nocera, 2011). Le niveau de levier atteint par les deux entreprises (le peu de capital en réserve) serait le résultat, selon certains, d'une certaine forme de capture — autant des régulateurs de l'*Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO) qui ne supervisait que ces deux entités, que des législateurs qui profitaient, étonnement, des largesses des deux entreprises, sous forme de contributions électorales (voir McLean et Nocera, 2010) – et d'une garantie implicite de l'État qui s'est avérée plutôt explicite. Cela dit, même si des taux de capitalisation plus élevés auraient probablement pu être imposés aux deux entreprises, il convient de remettre le cas Freddie Mac et Fannie Mae dans sa juste perspective ici. On peut évidemment catégoriser les manquements de l'OFHEO comme une défaillance réglementaire, mais il est probablement plus juste de les traiter comme la conséquence d'une politique d'accès à la propriété qui faisait consensus à Washington (Rajan, 2010). Aussi, il vaut mieux être prudent quand vient le temps de comparer les règles régissant le marché immobilier américain à celles imposées au Canada. Kiff (2009) explique bien toutes les différences entre les deux marchés, notamment la moins grande intensité de la titrisation et la non-déductibilité des intérêts au Canada, pour ne nommer que ceux-là. Il ne mentionne cependant pas que les États-Unis se sont donné un objectif clair d'améliorer l'accès à la propriété des populations les plus vulnérables. Malgré ces différences, Kiff souligne que : « As a result, even though Canadian mortgage markets may seem less innovative than in the United States, consumers seem to be well served. In particular, homeownership in those countries is virtually identical at about 68 percent of all households. » (Kiff, 2009, p. 12) Il y a néanmoins matière à se demander non pas seulement si les politiques canadiennes ont été suffisante pour obtenir le même ratio de propriétaires qu'aux États-Unis, mais aussi, si les États-Unis n'ont pas été obligés d'adopter des politiques d'accès à la propriété pour obtenir le même ratio que le Canada. Bref, la question de la structure du marché

immobilier, en incluant évidemment Freddie Mac et Fannie, nous renvoie davantage à des politiques gouvernementales d'accès à la propriété qu'à une véritable question de réglementation bancaire ou financière. Et, comme Rajan (2010) le souligne, le problème vient davantage du fait que le gouvernement a tenté d'atteindre des objectifs gouvernementaux à l'aide du secteur privé :

Growing income inequality in the United States stemming from unequal access to quality education led to political pressure for more housing credit. [...] But the gap between government intent and outcomes can be very wide indeed, especially when action is mediated through the private sector. (Rajan, 2010, p. 43)

Oesterle (2010) identifie le même genre de problème :

[...] when Congress does decide to subsidize target subcommunities in the market, distressed neighborhoods and low-income wage earners, Congress should fashion the subsidy to be transparent and cap it. In other words, Congress must take care to put in place protections against the subsidy leaking out and affecting risk decisions in the larger market. Fannie and Freddie took a CRA subsidy and effectively gave it to everyone, including real estate speculators, second home buyers, and wealthy home owners. No one wanted to subsidize those markets in name of assuaging the negative effects of income disparity. (Oesterle, 2010, p. 760)

Nous reviendrons plus bas sur les périls plus généraux de laisser le privé décider de l'allocation (et de la quantité) de crédit dans une économie. Il semble évident que c'est à ce niveau que se situe le problème, beaucoup plus qu'au niveau d'une quelconque défaillance réglementaire.

Quatrièmement, si l'abolition du *Glass-Steagall Act* ne peut réellement être considérée comme une cause de la crise, certains suggèrent qu'une autre mesure de déréglementation, le *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA), y est certainement pour quelque chose (Born, 2011). Le CFMA excluait en effet les produits dérivés non transigés sur des bourses du périmètre réglementaire. La raison était que les investisseurs dits « sophistiqués » devaient pouvoir acheter les produits financiers qu'ils souhaitent sans qu'un régulateur ne soit obligé de formaliser lesdits produits :

The exclusions follow the familiar securities law paradigm that sophisticated investors can "fend for themselves" and, therefore, require considerably fewer legal safeguards. The sophistication limitation is reflected in the eligible contract

participants concept. The CFMA used the concept as an objective proxy for sophistication to avoid the uncertainty that a subjective test would entail. The SEC has long used a similar approach for determining sophistication in various contexts. The approach is based on the assumption that wealthy parties are sophisticated in financial matters. (Sjostrum, 2009, p. 987)⁴²

Il faut par ailleurs noter que le problème lié aux produits dérivés durant la crise fut assez localisé, dans une entreprise (AIG). Et, même si les produits n'étaient pas réglementés, AIG était bel et bien supervisé par l'OTS. L'OTS, qu'on accuse d'avoir failli à la tâche, n'a pas exigé une capitalisation suffisante de la part de l'assureur en raison de la cote de crédit AAA des produits qui étaient assurés par AIG. Devant le Congrès, le directeur de l'OTS, Scott M. Polakoff, déclarera :

You will see that where OTS fell short, as did others, was in the failure to recognize in time the extent of the liquidity risk to AIG of the "super senior" credit default swaps in AIGFP's portfolio. In hindsight, we focused too narrowly on the perceived creditworthiness of the underlying securities and did not sufficiently assess the susceptibility of highly illiquid, complex instruments (both CDS[s] and CDOs) to downgrades in the ratings of the company or the underlying securities, and to declines in the market value of the securities.... In retrospect, if we had identified the absolute magnitude of AIGFP's CDS exposure as a liquidity risk, we could have requested that AIGFP reduce its exposure to this concentration. (cité dans Sjostrum, 2009, p. 988-989, note 293)

Il convient aussi de rappeler que, même avec cette « déréglementation », les *Credit Default Swaps* (CDS) étaient, sous au moins une forme, pris en compte par tous les régulateurs. Selon les accords de Bâle, les CDS permettaient d'alléger le capital réglementaire des banques :

One driver of the fast growth of the CDS market was the recognition of CDS in the regulatory capital requirements for bank risk - weighted assets that were formally incorporated into Basel II by the Basel Committee for Banking Supervision (BCBS). Basel II treats CDS and other credit derivatives that are similar to guarantees as instruments of credit risk mitigation. (Shan, Tang et Yan, 2014, p. 7)

De la même manière, les accords de Bâle ont probablement contribué à la crise des dettes publiques en Europe puisqu'ils n'exigeaient aucune réserve de capital pour des investissements dans des obligations gouvernementales (Engelen *et al.*, 2011, p. 232). Aussi, le problème, plutôt

⁴² Notons que le concept d' « investisseur accrédité » est aussi utilisé au Canada pour dispenser les fournisseurs de services financiers de fournir certaines informations sur les produits vendus.

que d'être lié à la déréglementation, semble être davantage issu d'une mauvaise réglementation, mais au niveau international cette fois.

Cinquièmement, une différence majeure entre les États-Unis et le Canada se situe au niveau de la structure même de l'industrie bancaire. Le modèle américain des banques d'investissement à la Goldman Sachs ou Lehman Brothers n'a pas d'équivalent au Canada où presque tous les courtiers en valeurs mobilières sont associés à des banques et, donc, régulés par le BSIF. Aux États-Unis, les banques d'investissement sont réglementées par la SEC. Et, évidemment, si on ne peut conclure que les banques commerciales américaines étaient plus endettées que les banques canadiennes, il n'y a pas de doutes que les banques d'investissement utilisaient, avant la crise, le levier d'une manière beaucoup plus intensive que les banques qui recevaient des dépôts, soit les banques commerciales. En 2007, Bear Stearns utilisait le levier à une hauteur de 34 (fois ses actifs), Lehman Brothers 31, Morgan Stanley 33, Merrill Lynch 32 et Goldman Sachs, plus prudente, à un niveau de 22 (Kalemli-Ozcan, Sorensen et Yesiltas, 2011, p. 40). Certains avancent que des changements apportés en 2004 par la SEC à une règle de calcul du capital net des banques d'investissement aurait permis aux dites banques de s'endetter davantage ou, autrement dit, d'utiliser davantage de levier. Lo (2012) conteste l'interprétation en avouant néanmoins que les banques ont effectivement augmenté leur levier à partir de 2004, mais pour les porter, en 2007, aux mêmes niveaux qu'en 1997. Kwak (2012), qui discute en détails de la polémique conclut :

[...] two things stand out for me here. One is that leverage did go up after 2004 for every bank. Second, 1998 was when we had the LTCM crisis, so for me a return to 1998 leverage levels is bad—not a justification for 2007 levels. Still, at the end of the day, we have correlation without causation: the rule change very well might have contributed to higher leverage, but we can't tell how much. (Kwak, 2012)

On peut aussi penser que le modèle d'affaire des banques d'investissement ait contaminé les banques commerciales américaines, avec de graves conséquences. Néanmoins, on peut légitimement se demander pourquoi les banques canadiennes n'ont pas décidé de goûter elles aussi à la potion. Comme Kwak le mentionne :

[...] while high leverage contributed to the fragility of the big investment banks and hence the fragility of the financial system, the banks could also have done plenty of damage to the world without high leverage—simply by manufacturing toxic securities and selling all of them to investors [...] (Kwak, 2012)

En effet, le levier ne garantissait pas les problèmes ; tout était une question de la nature des investissements en cause. La banque belge Fortis affichait un levier d'à peine 12 en 2007, avant d'être rachetée par BNP Paribas. La banque Barclays, que Henry Paulson pressait d'acheter Lehman Brothers à l'automne 2008, utilisait le levier à hauteur de 38 fois ses actifs (Kalemli-Ozcan, Sorensen et Yesiltas, 2011, p. 40). Au final, ce sont les investissements qui garantissaient les problèmes et, on ne peut évidemment contester le fait que les banques canadiennes, malgré leur levier somme toute important, n'ont pas pris de risques inconsidérés, comme certaines banques allemandes, belges, ou irlandaises qui ont investi dans les subprimes. C'est pourquoi, comme nous l'avons vu (Dostie 2017c), il est possible que la culture des banquiers canadiens soit aussi en cause.

Au chapitre de la culture, il convient néanmoins d'insister ici sur un autre volet de l'argument culturel. Mais, pour mettre la table en quelque sorte, il est impératif de revenir sur un autre angle mort important dans la littérature sur l'exception canadienne, celui de... la crise financière canadienne. En effet, si le discours sur la crise américaine prend parfois des raccourcis, il en va de même pour ceux qui tentent d'expliquer le succès canadien en faisant abstraction des difficultés réelles que le système financier canadien a rencontrées. En effet, dans toutes ces louanges qu'on chante pour le système bancaire canadien, bien peu de place est faite pour une analyse de la crise, très canadienne, que le pays a vécu à partir de 2007. Et, évidemment, on ne peut traiter de la crise financière américaine sans souligner que le Canada a bel et bien subi, de son côté, une secousse financière qui aurait très bien pu dégénéré en crise systémique.

En août 2007, un important marché monétaire canadien, celui du papier commercial non bancaire, a cessé de fonctionner lorsque le papier commercial en question — des dettes à très court terme, souvent d'une journée — ne trouvait plus preneur. Le marché sera finalement, après un an et demi de négociations, restructuré par les investisseurs eux-mêmes et les banques, souvent étrangères, qui offraient des garanties de liquidités aux conduits qui émettaient le papier commercial. Le marché du PCAA non bancaire atteignait alors les 32 G\$; en ajoutant le papier

émis par les banques, le marché du papier commercial totalisait, en 2007, 115 G\$⁴³. De ces 32 G\$, à peine 4 % étaient composés de *subprimes* américains. Néanmoins, 71 % des (21 G\$) des actifs sous-jacents aux conduits touchés étaient des actifs dits « synthétiques », notamment des fameux swap sur défaillance ou *credit default swap* (Chant, 2008, p. 10). Les conduits de PCAA faisaient par ailleurs une utilisation assez libérale du levier, de 10 à 40 fois le montant des actifs, pour obtenir plus de rendement (O’Neill et Baker, 2009).

La crise révélera des failles importantes dans le système financier canadien. Selon Chant (2008), les participants du marché du PCAA étaient « peu règlementés ». Avec une cote de crédit R1 d’une seule agence de notation — en l’occurrence DBRS —, un courtier pouvait vendre un produit sans prospectus expliquant le produit alors qu’aux États-Unis, il était nécessaire d’obtenir une note satisfaisante de *deux* agences de notation (Halpern et al., 2016, p. 24). Le problème a aussi été accentué par la nature des ententes de liquidités *à la canadienne*. Au Canada, comme ailleurs, un fournisseur de liquidités pouvait être appelé en renfort en cas de problème pour les conduits qui émettaient le papier commercial, mais seulement à certaines conditions. Or, les conditions canadiennes étaient particulièrement difficiles, voire impossibles, à rencontrer. En effet, le support de liquidité pouvait être invoqué au pays seulement si la totalité — ou une grande majorité (65 %) du marché du papier commercial — subissait une « désorganisation générale du marché ». Or, le marché du papier commercial incluait aussi, tel que vu, une bonne partie de papier commercial *bancaire*. Il suffisait que les banques soient en mesure de renouveler leur papier commercial pour que le marché ne soit pas considéré comme désorganisé⁴⁴. Autrement dit, les clauses de support de liquidités étaient rédigées pour ne jamais être appliquées (Halpern *et al.*, 2016, p 26 ; voir aussi Acharya et Schnabl, 2010, p. 52-53). Quand le marché

⁴³ Globalement, pour le marché du papier commercial, Acharya et Schnabl (2010, p. 47) dénombre 296 conduits en 2007 pour un total de 1235 milliards. La plupart des promoteurs de conduits étaient des banques commerciales (903 G\$).

⁴⁴ En intervenant, et en incluant leurs propres conduits sur leur bilan, les banques étaient certainement motivés par « la nécessité d’éviter que la crise du PCAA ne devienne une crise bancaire généralisée. » (Chant, 2008, p. 39) Mais comme Chant l’explique aussi, les banques ont probablement empêché, sans le vouloir nécessairement, une résolution plus rapide de la crise de liquidités. Puisque les banques ont soutenu leurs propres conduits comme s’ils avaient bien été inscrits à leur bilan, elles ont permis d’éviter une défaillance technique du marché, ce qui a privé les conduits non-bancaires du soutien de leurs fournisseurs de liquidité. Selon Chant, les banques canadiennes ont « ont ainsi peut-être transféré le fardeau des pertes des parties aux concours de trésorerie vers les détenteurs de PCAA. » (Chant, 2008, p. 5)

commença à montrer des signes de dysfonctionnement, on constatera rapidement que Canada n'était pas, structurellement, bien préparé à affronter une crise.

While rumours of subprime mortgage exposure created a panic in the ABCP market, the ultimate source of the paper's downfall was embedded deeply in its flawed structure. Poorly understood liquidity arrangements weren't honoured by providers, leaving conduits holding the bag [...] (Halpern *et al.*, 2016, p. 102)

La crise a aussi mis en exergue des manques, depuis longtemps reconnus, sur le plan de la réglementation des valeurs mobilières au Canada :

Politics aside, it is hard for many observers to not see this crisis as evidence that not only does Canada need a stronger prudential regulator than the OSFI, but that the absence of a national securities regulator which sets clear rules governing how firms trade and sell securities must be sorted out – even the regulators seem to agree. (Williams, 2009, p. 44)

Cela dit, la crise a aussi révélé certaines forces inattendues du système canadien. Les investissements massifs de la Caisse de dépôt et placement dans le PCAA non bancaire — la CDPQ détenait 13 G\$ de PCAA non bancaires, soit plus du tiers du marché — ont probablement été, rétrospectivement, bénéfiques pour la stabilité du système financier canadien puisqu'ils ont mobilisé, dès les débuts de la crise, un acteur important du marché qui a réussi à son tour à mobiliser les autres joueurs et à négocier plus efficacement avec la Deutsche Bank, qui agissait comme principal fournisseur d'actifs⁴⁵ et garantisseurs de liquidités⁴⁶ sur le marchés canadien (Halpern *et al.*, 2016, p. 17). Les investisseurs canadiens, petits et grands⁴⁷, se sont aussi rapidement organisés dans un comité pancanadien ; le groupe a par ailleurs utilisé la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies afin de restructurer un marché en entier, une preuve, selon certains, de la « flexibilité » du système judiciaire canadien (O'Neill et Baker, 2009, p. 18 ; voir aussi Leon, Roy et Jones, 2009, p. 41, 63). Halpern *et al.* (2016) avancent aussi que la culture canadienne, moins portée aux poursuites judiciaires, comme un facteur notable

⁴⁵ Les vendeurs de ces dettes de toutes sortes aux conduits étaient, au Canada, surtout composés de banques à charte canadienne, comme la CIBC, la Banque Royale, et d'institutions étrangères comme Deutsche Bank, Bank of America, Citigroup, HSBC et UBS (Halpern *et al.*, 2016, p. 7).

⁴⁶ ABN AMBRO Bank N.V. (filiale canadienne); Bank of America N.A. (filiale canadienne); Banque Canadienne Impériale de Commerce; Citibanque Canada; Citibank N.A.; Dansk Bank; Deutsche Bank AG; Banque HSBC Canada; HSBC Bank USA; Merrill Lynch Capital Services Inc.; Merrill Lynch International; Banque Royale du Canada; Swiss Re Financial Products Corporation; Banque Scotia; Royal Bank of Scotland plc; Banque UBS AG.

⁴⁷ La crise du papier commercial a touché 2000 investisseurs, dont 1900 individus et une centaine d'entreprises (Desjardins, 2013).

dans la résolution de la crise canadienne (voir aussi Dostie, 2017d).

Roberge (2010, p. 4) offrait d'ailleurs déjà, deux ans après la crise, une analyse du système réglementaire canadien en mettant l'accent sur l'importance des réseaux entre régulateurs et régulés, de même qu'au sein de l'industrie. L'existence de ces réseaux permettrait d'expliquer que le Canada a su gérer plus efficacement la crise du papier commercial et la crise bancaire internationale subséquente : « [...] smaller policy communities, with restrained membership, good communication and trust among actors, are likely to be better positioned to face external pressures. » Roberge conclut :

The Canadian case makes clear that new policies and new regulations are not going to suffice to address important issues relating to the governance of the financial services sector. Serious consideration needs to be given on how government actors relate to market actors, and vice versa. The Canadian performance as it turns out represents a challenge to those who support strong new rules to reign in financial markets, highlighting that they may not necessarily work and that a key factor for success is good network cohesion. The case also represents a challenge, however, for free market advocates, in light of the country's effective supervisory and regulatory regime. Or, just maybe, Canada is everybody's favourite example! (Roberge 2010, p. 12-13)

Greenwood (2013) croit pour sa part que la résolution de la crise a beaucoup à voir avec les talents de négociateurs de Mark Carney :

The collapse of the asset-backed commercial paper market back in 2007 was a nightmare for thousands of investors left holding paper they could neither trade nor redeem. But unknown to many Canadians, there was a bright side. The market rescue launched in the aftermath of the meltdown helped this country avoid a potentially much worse fallout from the financial crisis. And it was also a proving ground for newly appointed Bank of Canada governor Mark Carney, whose hard-headed negotiating skills proved key to the success of the process and brought him to the attention of the elite of the central banking world. (Greenwood, 2013)

D'ailleurs, outre l'intervention de M. Carney, il faut rappeler que, dans la crise du papier commercial, et dans la période de crise globale qui a suivi, l'aide du gouvernement, bien qu'elle soit venue tardivement, a néanmoins été substantielle. Aussi, même si le gouvernement canadien n'a pas eu à sauver une banque durant la crise, il a tout de même agi comme prêteur de dernier recours. La Banque du Canada a en effet dû fournir un support de liquidité à court terme (de 1 mois à un an) à travers différents programmes. La Société d'hypothèque et de logement a aussi

mis sur pied un programme de rachat d'hypothèques (assurées) afin de fournir des fonds au système bancaire à hauteur de 70 G\$ (Arjani et Paulin, 2013, p. 1). La Banque du Canada est aussi intervenue, dès la fin de l'été 2007, pour fournir des prêts (en échange de cautions) aux institutions financières frappées par une hausse des taux d'intérêt sur les marchés d'emprunt à court terme (Zorn, Wilkins et Engert, 2009). Au sommet de la crise, à l'automne 2008, la Banque du Canada avait fourni plus de 40 G\$ en liquidités, en échange de divers produits financiers, surtout des obligations du Canada ou des provinces. Aussi, il convient ici de ne pas voir la crise d'une manière binaire. Certes, aucune banque n'a fait faillite au Canada, mais cela ne signifie pas que la structure même du système canadien le protégeait sans que les autorités n'aient à intervenir.

Par ailleurs, la Banque du Canada n'est pas la seule à être intervenue. La Réserve fédérale qui a aussi joué un rôle important dans l'approvisionnement en liquidité durant la crise, et ce, partout dans le monde, notamment en Europe, qui était devenue, comme le dit Irwin (2013, p. 154-155), le « treizième district » du système de la Réserve fédérale. Selon Morelli, Pittaluga et Seghezza (2015), le Canada était le 6e pays en importance au niveau des engagements extérieurs des banques américaines, à hauteur de 70 351 MUS \$:

Between December 2007 and mid-September 2008, the swap lines granted by the Fed were essentially an extension of the domestic term auction facility (Fleming and Klage 2010). Before 15 September the Fed opened foreign exchange swaps lines to a total of \$ 67 billion. This went up to \$ 247 billion on September 18 and reached \$ 620 billion on September 29. By making the interventions just described the Fed acted as an ILOLR [International Lender of Last Resort]. (Morelli, Pittaluga et Seghezza, 2015, p. 95)

Ce rappel au sujet de la crise canadienne et de l'intervention des autorités pour stabiliser une situation qui risquait de se transformer en crise systémique ne vise qu'à souligner comment même un pays comme le Canada qui est réputé pour sa solidité bancaire a pu se rendre vulnérable à une crise, par le biais d'un marché monétaire peu réglementé et mal structuré.

La fragilité financière

Ce qui paraît évident, après un élagage de la thèse de la défaillance réglementaire et une discussion des angles morts de cette thèse, c'est que les certitudes sur les causes de la crise

américaine et sur les raisons du succès canadien ne peuvent être entretenues qu'au risque d'une simplification mal avisée. Rien n'indique clairement que le modèle bancaire canadien est supérieur à celui des États-Unis. En fait, il y a carrément matière à se demander si le Canada n'a pas eu, simplement, de la chance. La question n'est pas anodine dans le contexte où, depuis quelques années, on s'inquiète du niveau d'endettement des Canadiens et d'une possible surchauffe du marché immobilier canadien. En 2014, Paul Krugman posait d'ailleurs la question en s'inquiétant de voir les Canadiens toujours plus endettés :

So if the new, non-bank-centered view is right, Canada ought to be quite vulnerable to a big deleveraging shock despite its boring banks. Of course, people have been saying this for several years, and it hasn't happened yet — but remember, the US housing bubble took a long time to pop, too. I'm not exactly making a prediction here; but I guess I believe in the debt overhang story enough to be worried, and Canada is certainly an important test case. (Krugman, 2013)

Autrement dit, le Canada est toujours en observation. Et, même si nous avons tenté d'offrir des réponses au sujet des forces réelles du modèle canadien et, évidemment, au sujet des véritables faiblesses du système américain, force est de constater que la seule certitude se situe moins sur le plan de la complexité du phénomène que de la fragilité même des systèmes à l'étude.

En effet, nous avons vu, dans ce travail, que plusieurs arguments avancés ne reposent pas sur des preuves empiriques solides (voir tableau 1). Mais attardons-nous néanmoins ici aux arguments basés sur une comparaison Canada/États-Unis qui, sans avoir de preuve très forte, n'en demeure pas moins pertinente pour le cas qui nous occupe. Autrement dit, considérons maintenant les arguments qui persistent, même après notre élagage. Ils peuvent selon nous être classés en trois catégories, soit les arguments qui nous renvoient à des facteurs purement humains, ceux qui peuvent être raisonnablement considérés comme des détails et ceux qui nous renvoient aux fonctions mêmes qu'un système financier est sensé remplir, soit celui d'allouer les ressources en capitaux aux fins les plus efficaces. Nous allons voir que si l'on doit identifier la véritable défaillance réglementaire liée à la crise financière, et à toutes les crises financières, nous allons la trouver dans tous ces arguments, liés d'une manière ou d'un autre.

Les facteurs humains ont nécessairement eu un impact sur les expériences différentes qu'ont eu de la crise le Canada et les États-Unis. C'est une évidence que l'on ne saurait tenter de contester, même si l'on ne peut se réjouir de son manque évident de soutien empirique. En effet, peut-être que la crise américaine et que l'exception canadienne s'explique par une simple histoire de « culture », qu'elle soit celle des banquiers ou des investisseurs moins prompts à poursuivre. Peut-être aussi que le Canada profite d'un réseau financier tissé serré avec des banquiers qui respectent vraiment leur régulateur. À l'opposé, peut-être que des banquiers américains ont été trop gourmands. Peut-être même aussi que certains vérificateurs bancaires américains ont réellement fait preuve de laxisme afin d'obtenir un emploi dans l'industrie ? Mais ce sont là des possibilités qui n'ont, en grande partie, rien à voir avec la réglementation, mais plutôt avec des facteurs impondérables et largement incontrôlables. Il a va de même pour les arguments qui nous renvoie à l'« ignorance » comme véritable cause de la crise financière (Pol, 2012) :

Complex bundles of obligations that was thought to spread risk efficiently, made the resulting financial products extremely non-transparent. Market participants, including the rating agencies, did not understand the risks of the mortgage-related securities. The difficulty of understanding the riskiness of financial products such as CDOs was due to the intricacies of the financial engineering process (Pol, 2012, p. 527)

TABLEAU 1 : LES PRINCIPAUX ARGUMENTS DE LA DÉFAILLANCE RÉGLEMENTAIRE DANS LE CONTEXTE COMPARATIF CANADA-ÉTATS-UNIS

Banques canadiennes mieux capitalisées	Les banques canadiennes n'étaient que marginalement plus capitalisées que les banques américaines.
Banques canadiennes — moins de levier	Les banques canadiennes étaient plus endettées que les banques (commerciales) américaines.
Des régulateurs américains « capturés »	Aucune étude comparative sur, par exemple, le phénomène des portes tournantes. Capture difficile, en général, à prouver. Remparts contre la capture aussi (ou plus) importants au Canada (BSIF) qu'aux États-Unis (OCC).
Des régulateurs en proie à une idéologie de déréglementation	Preuve essentiellement anecdotique. Notre étude de la déréglementation des services financiers ne révèle pas un attachement particulier des régulateurs et législateurs à une forme ou une autre d'autoréglementation.
Des régulateurs canadiens plus efficaces	Rien n'indique le BSIF est plus efficace. L'institution est plutôt considérée comme opaque. Le modèle de réglementation financière a été critiqué dans le passé, même par le gouvernement en place, qui voulait instaurer une commission unique des valeurs mobilières afin de mieux gérer le risque systémique.
La stabilité du marché immobilier canadien	Les objectifs visés par les politiciens au Canada et aux États-Unis, en regard du marché immobilier, ne sont pas les mêmes. Par ailleurs, les particularités du marché immobilier canadien n'expliquent pas pourquoi les banques canadiennes n'ont pas fait le plein de titres immobiliers américains.
Les effets de la déréglementation	Le concept de déréglementation mériterait premièrement d'être désagrégé. L'abolition du <i>Glass-Steagall Act</i> ne peut sérieusement être considéré comme une cause de la crise et l'exclusion des produits dérivés transigés de gré à gré ne peut, non plus, être considérée comme une cause immédiate de la crise. Les entreprises qui transigeaient ces produits étaient, elles, réglementées. L'ampleur du marché des produits dérivés a probablement contribué à l'opacité du système financier et à l'ampleur de la panique, mais c'est un fait qui nous renvoie davantage à la fragilité du système financier qu'à une défaillance réglementaire.
Les effets du magasinage réglementaire aux États-Unis	Les preuves empiriques du magasinage réglementaire sont minces et au moins une source scientifique n'a pas confirmé ses effets (Zaring et Donelson, 2011). De plus, les sociétés de portefeuille bancaires étaient toutes réglementées par un régulateur « parapluie », soit la Réserve fédérale.
La structure bancaire canadienne — oligopole	La concentration bancaire aurait des bénéfices sur la stabilité financière, mais des pays beaucoup plus concentrés que le Canada ont subi une crise en 2008. Par ailleurs, la concentration doit aller de pair avec la compétition, même dans un « oligopole ». À ce chapitre, les preuves d'une compétition satisfaisante dans le secteur bancaire au Canada ne sont pas très concluantes.
Freddie Mac et Fannie Mae	Selon une majorité d'auteurs, les entreprises quasi étatiques n'ont pas contribué à l'expansion du marché des <i>subprimes</i> . Elles ont néanmoins travaillé à atteindre des objectifs d'accès à la propriété qui faisaient consensus à Washington. La docilité des régulateurs des deux entités a probablement plus à voir avec ce consensus politique et la garantie implicite de l'État qu'avec une quelconque défaillance réglementaire.
La clause de révision de la Loi sur les banques au Canada	Il n'y a pas de preuve qu'une telle révision périodique n'encourage pas plutôt la capture continue des législateurs ou encore, l'innovation financière mal régulée.
La culture des banquiers canadiens	Une thèse basée essentiellement sur des facteurs humains.
Le déséquilibre global	La thèse est valable, mais elle ne renvoie que très peu à une défaillance réglementaire. Elle remet plutôt en question la capacité des systèmes financiers à allouer efficacement les ressources en capital.

L'évidence est que l'ignorance, tout comme la culture et la capture qui mène à des comportements douteux, ne peuvent être considérés comme des exemples de défaillance réglementaire (ou, pour le cas canadien, de supériorité réglementaire), mais bien comme des failles humaines qui ne sauraient mettre en péril, à elles seules, tout un système financier.

Ensuite, il y a certainement d'autres explications plausibles que nous avons touchées dans les pages précédentes. Il est possible, par exemple, qu'une déréglementation plus tardive ait en effet entraîné des conséquences néfastes pour le système financier américain. Il se peut que la clause de révision de la Loi canadienne sur les banques ait réellement eu des effets bénéfiques. Il se peut aussi que le réseau de succursales bancaires canadiennes — établi de longue date — ait stabilisé le système canadien, même si, rappelons-le, les banques américaines avaient aussi le droit d'ouvrir des succursales depuis les années 1980. Ces spécificités sont réelles et peuvent avoir eu un effet, mais, notons que, aussi séduisants soient-ils, ces arguments ne nous ramènent, avouons-le, qu'à des détails réglementaires. En effet, est-ce qu'une différence d'un peu plus de 10 ans dans le processus de déréglementation, au Nord et au Sud peut avoir eu un effet si notable sur la structure même d'un système financier ? Si c'est le cas, pourquoi, à l'inverse, la permission donnée aux banques américaines d'ouvrir des succursales dans n'importe quel État en 1994 n'a pas eu un effet équivalent (bénéfique) sur la stabilité du système américain ? De la même manière, est-ce que l'on peut raisonnablement penser que la révision périodique de la Loi sur les banques a eu un effet cumulatif si colossal ? Rien n'est moins sûr.

Bref, après un élagage de la thèse sur la défaillance réglementaire, est-ce qu'on doit réellement conclure que la stabilité financière d'un État tout entier dépend, en 2016, de facteurs humains ou de spécificités dans le rythme des modifications législatives à un régime réglementaire particulier ? Il est aussi important de noter ici que, même si notre étude comparative ne révèle que quelques-unes des faiblesses de la thèse de la défaillance réglementaire, une étude comparative beaucoup plus large, incluant par exemple tous les pays qui ont subi une crise bancaire en 2007 ou en 2008 (voir Dostie 2017c), aurait le potentiel de mettre un terme final aux spéculations sur les véritables défaillances réglementaires qui auraient mené à chacune des crises. Premièrement, l'étude de quelque 24 pays qui ont subi une crise financière devrait, par simple logique, laisser

dubitatif celui ou celle qui cherche à prétendre que c'est la conjonction de plusieurs facteurs qui ont permis l'apparition de la crise. Si la thèse de la tempête parfaite réglementaire est bonne pour les États-Unis, pourquoi ne serait-elle pas adéquate pour les autres pays ? Si l'on accepte cette prémisse, il nous faudra aussi envisager que n'importe quels détails réglementaires, dans 24 assemblages plus ou moins différents, peuvent être considérés comme des causes de la crise financière, ou plus spécifiquement, *des* crises financières. Un simple tour d'horizon de la littérature sur les autres pays qui ont subi une crise nous laisse croire que, encore là, ce n'est pas la complexité de la crise qui est mise en exergue, mais plutôt la fragilité inhérente de nos systèmes financiers contemporains.

L'Islande par exemple a fait les frais d'un système bancaire corrompu (Ferguson, 2010). Les Pays-Bas avaient, après l'Irlande et l'Islande, le système bancaire européen le plus exposé aux États-Unis (Masselink et Van den Noord, 2009). La Slovénie aurait quant à elle été désavantagée par le démantèlement tardif des institutions socialistes, notamment la propriété publique des ses trois plus grandes banques (The Economist, 2013). Moins vulnérable sur ce plan, la Hongrie aurait néanmoins été désavantagée par des dettes contractées en monnaie étrangère et par une réévaluation du risque par les investisseurs étrangers (Horvath, 2009). Le Danemark, qui a rapidement garanti toutes les créances de ses banques en 2008, a subi l'éclatement d'une bulle immobilière et aurait vu son marché de crédit figer en raison d'une simple « peur déraisonnable » de la part des investisseurs (Dougherty, 2008).

Quand à peu près n'importe quelle spécificité réglementaire en vient, quelque part, à être considérée comme une cause de la crise, il convient en effet de s'interroger sur la solidité réelle des systèmes en causes. En effet, le fait que des détails de réglementation, que l'ignorance même ou que des impressions sur la culture des banquiers en viennent à fonder une explication qui se veut crédible des causes de la crise ne révèle rien sur la solidité ou la faiblesse d'un ou l'autre des systèmes bancaires à l'étude ici. Il est plutôt, en fait, révélateur de *la fragilité inhérente du système financier*, qu'il soit canadien, américain, danois ou belge. Le fait que l'on puisse allonger indéfiniment la liste des causes potentielles des crises financières est moins une indication de la complexité du phénomène qu'une preuve que le système, en lui-même, présente tellement de vulnérabilités qu'il est peut-être vicié dans sa structure même. Qui plus est, quand un système

financier ne tient qu'à la bonne tenue des banquiers ou à leurs décisions d'investissement, on sait que les politiques publiques en matière bancaire son clairement inadéquates, que ce soit au Canada ou aux États-Unis. Et, quand le gouvernement joue *explicitement* au gestionnaire de risques financiers (Moss, 2004), c'est-à-dire qu'il est l'ultime responsable de la stabilité financière, il ne saurait se contenter de s'appuyer sur des facteurs aussi impondérables que la culture pour assurer la stabilité du système financier.

De la même manière, si, comme le prétendent certains, ce sont les flux de capitaux, ou le déséquilibre global, qui ont provoqué des crises financières dans plusieurs pays, il convient de se demander pourquoi un simple afflux massif de capitaux doit nécessairement déstabiliser tout un système financier. Pourquoi un système financier ne serait pas en mesure d'allouer les capitaux pour en maximiser l'utilité ? N'est-ce pas après tout sa fonction première ? Heureusement, la fragilité inhérente du système financier mise au jour par la crise financière a le potentiel — si tant peu qu'on tente d'éliminer cette fragilité — non seulement d'offrir des palliatifs aux lacunes identifiées dans cette thèse, mais aussi d'améliorer cette allocation de crédit (ou de capitaux) dans nos sociétés.

Mais d'où vient cette fragilité ? Nous soumettons, à la suite de beaucoup d'autres, que cette fragilité inhérente pourrait être atténuée par une réforme orientée vers un contrôle démocratique de la création monétaire. Nous suggérons en fait que la création monétaire excessive est représentée la véritable «défaillance réglementaire» qui a mené à la crise. Et cette création excessive ne dépend pas seulement d'une mauvaise *réglementation* — une réglementation qui ne peut, manifestement, arriver à contrôler cette création monétaire —, mais de mauvais arrangements dans l'attribution même du *pouvoir* de création monétaire. En effet, si les États retrouvaient leur pouvoir de création monétaire, elles pourraient non seulement cesser de se soucier des humeurs et de la gestion de risques discutables des banquiers qui ne profiterait plus du filet de l'État. Ils pourraient cesser de chercher le meilleur équilibre entre «trop» et «trop peu» de réglementation dans les détails identifiés dans des études comme celle-ci. Et, finalement, ils pourraient cesser de s'appuyer uniquement sur le système financier pour gérer l'allocation de capitaux dans nos sociétés et pourraient décider, démocratiquement, de l'usage de la monnaie

créée. Nous nous tournons, pour terminer, vers cette réforme réglementaire qui, jadis réservée aux radicaux, est maintenant avancée par plusieurs élites financières occidentales.

Le crédit et les crises financières

L'abondance des diagnostics sur les causes de la crise financière n'a évidemment d'égal que la multiplicité des propositions de réforme. Malgré les nombreuses solutions avancées, deux types de réformes ont reçu davantage d'attention depuis 2008 : une réforme plus conservatrice et une autre plus radicale. La première, qui fait l'objet d'un plus large consensus, concerne la nécessité pour les régulateurs de s'intéresser, à l'avenir, non seulement aux risques microprudentiels (qui ne concerne qu'une institution), mais aussi aux risques macroprudentiels ou systémiques (voir Dostie, 2014). Plusieurs institutions, nationales et internationales — que ce soit le *Financial System Oversight Committee* aux États-Unis ou le Conseil du risque systémique en Europe — ont été mises en place pour donner suite à ce diagnostic qui faisait consensus dans une certaine communauté épistémique (Dostie, 2017e).

L'autre constat, lui, n'a pas provoqué le même genre de proactivité au plan institutionnel. Il s'agit néanmoins d'un diagnostic très répandu qui fait aussi consensus chez un nombre grandissant de commentateurs et qui est lié au problème problèmes liés plus généralement à la création excessive de crédit et, plus particulièrement, au privilège de création monétaire accordé aux banques.

Si, comme on l'a vu, les études mènent rarement à des conclusions claires sur les causes de telle ou telle crise financière, elles ont néanmoins en commun de révéler une similitude entre toutes les crises. Il s'agit d'une caractéristique propre à toutes les crises financières, mais qui en est venue à être citée comme une banalité. Il s'agit bien sûr de la création excessive de crédit. En effet, même si les théories sur les crises financières sont nombreuses dans la science économique, elles nous ramènent presque toutes au problème de la création excessive de crédit.

Detzer et Hansjörg (2014) font un survol des théories des crises financières (depuis Wicksell) et identifient des caractéristiques similaires dans toutes les théories. Les crises seraient toutes le fruit d'une phase de boom insoutenable. Toutes incluent un mécanisme de rétroaction qui amplifie la crise et un phénomène ou un événement externe qui déclencherait une phase de boom. Finalement, toutes les théories tiennent pour acquis que le système financier fournit les moyens de financer cette expansion. Les auteurs concluent de leur analyse :

From our analysis for economic policy the following conclusions can be drawn. Firstly, economic boom phases combined with credit expansions and higher indebtedness of economic units are the key explanation of a later systemic financial crisis. To prevent financial crises, such credit expansions have to be prevented. (Detzer et Hansjörg, 2014, p. 35)

La question de la création excessive est donc au cœur de pratiquement toutes les théories plus formelles des crises financières. Wicksell, par exemple, tentait d'expliquer les crises financières par un dérèglement du lien entre le taux d'intérêt dit naturel et le taux d'intérêt dit « monétaire ». Si le taux naturel est plus élevé que celui effectif sur le marché, il y aura surplus d'investissement, une montée de l'inflation et, ultimement, une crise. Selon Wicksell, le taux monétaire est essentiellement fixé par la banque centrale qui doit tenter de s'approcher du taux naturel. Le problème est que le taux naturel est variable et reste très théorique. « [...] the changes in the purchasing power of money, caused by credit policy, are under present conditions intimately bound up with the business cycle and without any doubt also influence the latter, above all by giving rise to crises », écrit Wicksell au début du siècle (cité dans Olhin, 1962, p. viii)

Hayek, très influencé par Albert Hahn, un économiste allemand qui notera que la banque centrale ne contrôlait pas nécessairement la création de crédit puisque celle-ci dépendait surtout de la volonté des banques à prêter, verra assez tôt le rôle que jouent les banques dans le processus de création de crédit. Le crédit ne dépendait pas de l'épargne :

According to Hayek many factors can lead to an increase in investment without a corresponding increase in savings. As the credit system is "elastic" it will respond with credit expansion without bankers knowing that credit demand is not driven by long-term fundamentals. Competition in the banking sector supports such an endogenous credit expansion process. A bank which does not follow the general trend

of credit expansion is flooded with liquidity in the form of deposits. This creates a stimulus for such a bank to give more credit as well. During such a process the monetary sphere becomes – if one likes – independent from the real sphere for a certain period of time. (Detzer et Hansjörg, 2014, p. 4)

Ludvig Von Mises affirmera aussi que de « mauvaises politiques de crédit » sont à la source des crises (Olhin, 1962, p. viii).

Keynes n'est pas un théoricien des crises, mais il fournira néanmoins des pistes pour interpréter les poussées d'optimisme qui sont une composante essentielle aux crises financières. Ses observations sur les « *animal spirits* » ou le rôle de l'incertitude seront largement repris par les économistes comportementalistes de la fin du 20^e siècle. Irving Fisher notera quant à lui les effets d'une « déflation de désendettement » (*debt deflation*) qui prolonge une crise financière en récession. Après avoir revu plusieurs autres sources possibles de déséquilibre — surproduction, manque de demande, frictions passagères, etc. —, Fisher affirme :

I venture the opinion, subject to correction on submission of future evidence, that, in the great booms and depressions, each of the above-named factors has played a subordinate role as compared with two dominant factors, namely over-indebtedness to start with and deflation following soon after; also that where any of the other factors do become conspicuous, they are often merely effects or symptoms of these two. In short, the big bad actors are debt disturbances and price-level disturbances. (Fisher, 1933, p. 340-341)

Schumpeter lui, insistera sur les mêmes mécanismes, mais en mettant l'accent sur l'entrepreneur comme bougie d'allumage (Nasar, 2011, p. 191). Le crédit servant à financer les nouvelles entreprises est créé par le système bancaire — il peut y avoir du crédit productif et du crédit improductif et, très certainement, des crises. Mais une fois que la crise s'est résorbée, le système reste néanmoins plus productif et de nouveaux produits sont disponibles. Aussi, même si Schumpeter se veut un théoricien de la « décomposition » du capitalisme, il voit là un phénomène normal et bénéfique d'un capitalisme nécessairement évolutif — la destruction créatrice (Schumpeter, 1942, p. 119) — mais il craint néanmoins qu'une crise puisse dégénérer en dépression qui mènerait à la disparition non seulement des entreprises improductives, mais aussi des entreprises productives. (Detzer et Hansjörg, 2014, p. 9) Thorstein Veblen insiste aussi sur le rôle de l'entrepreneur. Il suggère

aussi que ce qui compte c'est ce que l'entrepreneur espère retirer de son utilisation du crédit :

Whenever the capable business manager sees an appreciable difference between the cost of a given credit extension and the gross increase of gains to be got by its use, he will seek to extend its credit. But under a regime of competitive business whatever is generally advantageous becomes a necessity for all competitors... recourse to credit becomes a general practice. (cité dans Wolfson, 1986, p. 13-14)

Selon Veblen, l'expansion du crédit mène néanmoins, naturellement, à terme, à sa liquidation.

Chez Marx aussi, le rôle des capitalistes est primordial. Ce sont eux qui feraient gonfler la bulle, même si le secteur financier contribue à mettre de l'huile sur le feu (Ehrig et Staroske, 2014, p. 639) « [...] the development of the production process extends the credit, and credit leads to an extension of industrial and commercial operations », affirme Marx (cité dans Wolfson, 1986, p. 18). La crise est le produit d'une baisse du taux de profit dans l'économie « réelle » qui cause des problèmes dans l'économie « monétaire », en raison d'une impossibilité à payer le loyer ou les intérêts.

Hyman Minsky (2008) a quant à lui mis de l'avant l'hypothèse de l'instabilité financière pour contrer ni plus ni moins la théorie de l'efficacité des marchés. Pour Minsky, l'instabilité financière est endogène au système capitaliste ; elle ne dépend pas d'un choc externe, mais bien du fonctionnement même du système, plus particulièrement de la manière dont les biens en capital sont financés (par les banques). Aussi, Minsky insiste autant davantage sur la qualité que sur la quantité de crédit comme facteur déstabilisant. Il évoque l'impératif de limiter l'endettement des banques : « To control the disruptive influence that emanates from banking, it is necessary to set limits upon permissible leverage ratios [...] » Mais son analyse est davantage portée sur les effets des « préférences de portefeuille » des banquiers : « A cash-flow orientation by bankers is conducive to sustaining a robust financial structure. An emphasis by bankers on the collateral value and the expected values of assets is conducive to the emergence of a fragile financial structure. » (Minsky, 2008, p. 161) Kindleberger et Aliber (2005), reprendront le cadre d'analyse de Minsky sur la création excessive de crédit.

Tel qu'évoqué en note plus haut, l'économie comportementale s'est aussi inspirée de Keynes pour développer une explication des crises centrée largement sur des facteurs psychologiques, notamment la surconfiance qui mène les acteurs économiques à prendre des risques inconsidérés (Kahneman, 2011, p. 262). Néanmoins, ces explications ne font pas abstraction des effets — initiaux ou entraînants — d'une création de crédit et d'une allocation ultimement inefficace. Shiller (2005) voit la hausse initiale d'un bien comme le point de départ d'une bulle. Suivent ensuite des phénomènes sociaux ou psychologiques allant de la mentalité de groupe à l'influence des médias en passant par une mentalité de nouvelle ère et autre « *feedback loops* ».

Krugman (2000) conclut son analyse des crises financières des années 1990 avec une seule proposition pour prévenir les crises financières : il suggère aux gouvernements d'activerement décourager l'emprunt des entreprises dans des monnaies étrangères et de décourager l'usage excessif du crédit, bref de réduire leur « levier » (p. 165).

Dans leur étude des crises depuis 700 ans, Reinhart et Rogoff (2009, p. xxv) concluent aussi que : « If there is one common theme to the vast range of crises we consider in this book, it is that excessive debt accumulation, wheter it be by the government, banks, corporations, or consumers, often poses greater systemic risks than it seems during a boom. » (voir aussi Claessens *et al*, 2010 ; Jackson et Dyson, 2012). Steve Keen (2017) revient quant à lui sur le rôle de la création de crédit dans la crise financière de 2007-2009. Il réfère au phénomène comme un « smoking gun of private credit » pour expliquer les racines de la crise. Il prétend par ailleurs que sont pays, l'Australie, n'a évité la crise que par un gonflement plus poussé du crédit, notamment dans le secteur immobilier pour les premiers acheteurs de maisons. Duncan (2012) fait le même constat pour la crise de 2007-2009 en contestant la thèse du déséquilibre global en arguant que le problème n'est pas la surabondance d'épargne, mais plutôt la surabondance de monnaie ou de crédit.

Le crédit est en effet ici (de nos jours) en grande partie synonyme de « monnaie ». C'est un constat qui fait maintenant consensus dans la science économique, soit que la création monétaire est un phénomène « endogène » découlant de la création de crédit des banques (Bank of England, 2014). Celles-ci n'ont pas — comme le voulait une certaine théorie — à obtenir des dépôts pour

effectuer des prêts. Elles offrent plutôt des prêts en créditant l'emprunteur du montant emprunté et en s'assurant d'avoir une quantité de réserves réglementaire suffisante *ensuite*.

Dans un système bancaire à réserves fractionnaires, les banques ne conservent qu'une partie de capital réglementaire qui correspond à une fraction de ce qu'elles offrent en prêts. La création monétaire dépend donc davantage, dans nos économies, du modèle d'affaire des banques que d'une quelconque politique monétaire. Même les ratios de capitaux propres imposés aux banques, augmentés récemment par le biais des accords de Bâle III, ne seraient pas, selon plusieurs, suffisant pour stabiliser le système. Aussi, Martin Hellwig et Anat R. Admati (2012) faisaient la promotion, il y a quelques années, de ratio de capitaux propres beaucoup plus importants pour les banques, de l'ordre de 20 à 30 %. L'Islande, qui a été durement touchée par la crise, envisageait sérieusement, en 2015, de passer à un système bancaire avec des réserves à 100 %. Ainsi, la création monétaire ne serait plus le produit du crédit bancaire, mais plutôt le résultat d'une décision d'un comité de la banque centrale (Sigurjonsson, 2015).

Les propositions d'un système bancaire à 100 % de réserves ont une histoire assez longue. Des économistes avaient proposé une telle réforme dans les années 1930 (le *Chicago Plan*), mais deux économistes du Fonds monétaire international ont testé dernièrement les effets d'une telle réforme pour conclure à ses effets bénéfiques pour la stabilité financière et l'endettement de l'État (Benes et Kumhof, 2012). Adair Turner (2016), ex-directeur de la *Financial Services Authority* britannique, discute aussi favorablement de ces recommandations. Il offre lui aussi une critique sentie de la méthode privilégiée actuellement pour créer la monnaie, ou le pouvoir d'achat, soit par le biais du crédit bancaire. Pour Turner, le problème n'est pas seulement que les marchés financiers sont vulnérables aux crises financières, mais que le développement financier implique de plus en plus une création excessive de crédit qui agit comme un frein sur la reprise au lendemain d'une crise financière.

It was mistakes in policy, economic theory, and in the overall design of the financial system that led to the crisis of 1929. The same is true of our latest crisis. [...] our objective cannot be simply to make the financial system itself more stable, or to fix 'too big to fail', but must be to manage the quantity and influence the allocation of credit in the real economy. (Turner, 2016, p. 164)

Turner souhaite carrément qu'on brise le tabou de la création monétaire étatique :

Pre-crisis macroeconomic orthodoxy combined total anathema against fiat money finance with an almost totally relaxed attitude to private credit creation. Optimal future policy must reflect the reality that we face a choice of dangers and must combine far tighter controls on private credit creation with the disciplined use of fiat money when needed. (Turner, 2016, p. 240)

La « création disciplinée » de crédit passe pour plusieurs par un contrôle étatique. Les tenants d'un nouvel arrangement monétaire plus démocratique comme Jackson et Dyson (2012) avancent que les banques n'ont pas des incitatifs adéquats pour créer la monnaie d'une manière disciplinée. Elles vont trop souvent préférer financer des achats avec caution, c'est-à-dire des prêts immobiliers, et elles vont rechigner à de lancer dans des entreprises plus risquées. Sans parler qu'il n'y a pas de raison que la création monétaire implique nécessairement une création de crédit et, par le fait même, le paiement d'intérêts à des entreprises privées qui se retrouvent, admettons-le, avec un privilège extraordinaire (Graeber, 2009 ; Zarlenga, 2002). Au Canada, une cause défendue par le constitutionnaliste Roco Galati chemine d'ailleurs devant les tribunaux canadiens ; celui-ci souhaite que la banque centrale canadienne puisse être mobilisée pour financer, sans intérêt, des projets d'infrastructures (Dostie, 2015).

Récemment, nul autre que Mervyn King (2016), l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre, proposait un système qui, sans être un modèle à 100 % de réserves, s'en approchait afin de, selon les mots de King, mettre fin à « l'alchimie des banquiers » :

For many centuries, money and banking were financial alchemy, seen as a source of strength when in fact they were the weak link of a capitalist economy. A long-term programme for the reform of money and banking and the institutions of the global economy will be driven only by an intellectual revolution. (King, 2016, p. 370)

Finalement, l'influent journaliste Martin Wolf (2014) affirmait aussi récemment que l'on devait enlever le pouvoir de création monétaire aux banques :

Our financial system is so unstable because the state first allowed it to create almost all the money in the economy and was then forced to insure it when performing that function. This is a giant hole at the heart of our market economies. It could be closed by separating the provision of money, rightly a function of the state, from the

provision of finance, a function of the private sector. This will not happen now. But remember the possibility. When the next crisis comes – and it surely will – we need to be ready. (Wolf, 2014)

Après la crise, Richard Green (2013) déplore qu'une réflexion n'ait pas eu lieu sur la véritable (meilleure) manière de réglementer la finance :

We are left, then, with questions about whether and how institutional governance can be improved and sustained in our financial system in ways that either prevent such calamities or at least dampen their effects. What can we learn from this catastrophe? These questions are of course central to public administration, and as a field of scholarship [...] (Green, 2013, p. 127)

Il se pourrait bien, en fait, que les solutions pour rendre nos systèmes financiers plus stables ne se trouvent pas dans le peaufinage des règles existantes – ou ce que Engelen et al. (2011) appellent le « bricolage » — ou dans l'imitation d'un modèle supposément supérieur. Il suffit de voir comment les spécialistes ne s'illusionnent pas sur l'efficacité de réformes qu'ils sont par ailleurs prêts à qualifier de satisfaisantes ; comme si la finance était de toute manière si incontrôlable que la meilleure option était de se préparer à la prochaine crise. Alan Blinder, dans la conclusion de son ouvrage, y va de ses « 10 commandements » dans lequel il spécifie qu'on ne doit pas s'en remettre à l'autoréglementation, mais avertis aussi qu'on ne doit pas tomber dans la « surréglementation ». « Generally speaking, Dodd-Frank reflects these attitudes pretty well, though we will surely discover flaws as time goes by », conclut-il avec un fatalisme certain. Richard Grossman (2010) conclut aussi son histoire bancaire depuis les années 1800 par un constat similaire :

Whatever regulations are eventually enacted, the likely response of bankers will be to devise techniques to circumvent the most costly aspects of them. If the historical experience is any guide, the *pas de deux* between the regulator and the regulated will continue to be a central feature of banking in the twenty-first century. (Grossman, 2010, p. 289)

Mais pourquoi le système financier ne serait pas, enfin, considéré comme si crucial pour une économie saine à long terme qu'on ne puisse tolérer que des détails réglementaires ou des erreurs humaines puissent le faire basculer ? Comme Gorton l'affirme : « It would be better to design a regulatory system under which there is no need for a discretionary response. » (Gorton 2012, 198)

Cette question nous renvoie naturellement à quel genre de contrôle l'État doit-il avoir le secteur bancaire. Même s'il est difficile d'associer les politiques publiques dans le domaine bancaire à un certain courant du nouveau management public, il serait hasardeux de croire que ce que certains voient comme un « plan de réforme universel » (Bernier et Angers, 2010, p. 238) dans les années 1980 n'a pas influencé la philosophie régulatrice d'une manière ou d'une autre. De connaître le détail de cette influence est en dehors de nos objectifs dans cette thèse, mais, même si nous ne nions pas la possibilité que ce courant ait eu une influence, il nous semble plus certain que d'autres considérations, déjà évoquées, aient eu davantage d'influence sur les politiques bancaires. Il faut dire, tout d'abord, que les politiques bancaires sont grandement influencées, depuis le premier accord de Bâle en 1988, par des normes internationales. Aussi, le contrôle gouvernemental du secteur bancaire répondait davantage à des impératifs dictés parce qu'on pourrait appeler des technocrates internationaux ou, ce que Haas (1992) appelle une communauté épistémique.

Cela dit, tel qu'évoqué plus haut, il semble clair que le contrôle gouvernemental du secteur bancaire était envisagé, explicitement, de deux manières. Premièrement, l'État se doit de surveiller les banques et de faire respecter des normes minimales de fonds propres. Deuxièmement, en cas de crise, l'État fournit un filet implicite ou explicite au système financier. C'est la doctrine du *Too Big to Fail*, soit une garantie implicite que le système financier ne pourra s'écrouler complètement en cas d'instabilité (Stern and Feldman, 2004). C'est la raison pour laquelle le système financier ne peut plus raisonnablement s'en remettre au contrôle privé des actionnaires ou des créanciers des institutions financières. Le filet étatique n'incite pas, par exemple, les actionnaires, à s'assurer de la santé financière des banques. À cette doctrine s'ajoute la politique déjà évoquée du *Greenspan Put* qui faisait de la Réserve fédérale (et, on soupçonne raisonnablement, la Banque du Canada) une institution essentiellement en attente d'une crise à tempérer par une politique monétaire accommodante (Golub, Kaya et Reay, 2014). De fait, la banque centrale avouait non seulement ne pas pouvoir prédire une crise, mais aussi ne pas avoir les outils pour réguler efficacement, par exemple, une flambée des prix sur un marché particulier (l'immobilier ou la bourse).

C'est après tout ce qui a semblé être une répudiation de ces principes aux États-Unis, durant la crise, qui a mené à la phase aiguë de la crise financière, soit après la faillite (le non-sauvetage) de Lehman Brothers mais surtout après le rejet du plan de sauvetage (TARP) par le Congrès, quelques jours plus tard (voir Taylor, 2009). Au final, le contrôle que le gouvernement pouvait avoir, avant la crise, sur le secteur bancaire, se doit d'être évalué à l'aune de cette garantie étatique en cas de crise. Ce contrôle ressemble davantage à une responsabilité, celle de parer, après coup, à l'instabilité inhérente du système financier. Par ailleurs, ce *contrôle* ne pesait et ne pèse probablement pas lourd en opposition au *pouvoir* qu'avaient et qu'ont les banques de créer du crédit. C'est un pouvoir qui fait paraître le « contrôle » de l'État bien mince et reposant essentiellement sur une gestion de crise plus ou moins efficace. Aussi, tel que vu, si les politiques bancaires canadiennes ont été manifestement supérieures aux politiques américaines, c'est dans leur aspect « gestion de crise ». Implicitement, le Canada avait peut-être avoir mieux accepté le précepte de Minsky (1976) qui suggérait qu'un système financier capitaliste, nécessairement instable, ne pouvait faire l'économie d'un Big Government.

Évidemment, depuis la crise, on ne se satisfait plus d'un État relégué à la simple gestion de crise. Depuis, un nouveau type de contrôle ou de surveillance macroprudentielle a fait son apparition (Dostie, 2017d). Cela dit, avec ce nouveau paradigme, les régulateurs sont maintenant censés prévenir les crises non pas en surveillant les risques de chacune des institutions financières, mais bien les risques du système en entier. Du même coup, on a tenté, aux États-Unis notamment, de donner de nouveaux outils de gestion de crise aux États, notamment avec l'obligation des banques de fournir des « testaments » pour faciliter leur démantèlement en cas de faillite.

Ironiquement, cette nouvelle mode réglementaire de gestion des risques systémiques a provoqué une nouvelle attention sur les indicateurs qui pourraient permettre, à l'avenir, aux régulateurs de prévenir les crises. Il y a fort à parier que la création de crédit sera dans la mire de ceux-ci. Mais se posera alors non seulement le problème de la certitude scientifique, mais aussi celui du déficit démocratique.

Car, même si le crédit mène à des crises, il n'y a pas de fatalité, sauf évidemment après un certain seuil (voir Keen, 2017). Comment des technocrates pourront être certains que le crédit est mal alloué et qu'il ne fait que gonfler une bulle ?

Ce que nous proposons, avec une démocratisation de la création monétaire, c'est de régler ces deux problèmes, soit celui de la certitude scientifique qui pourra, au minimum, être liée à une légitimité démocratique. Si le crédit est alloué, au moins en partie, en fonction d'objectifs démocratiquement déterminés, on pourra au minimum être certain que, à défaut (au pire) d'avoir un ressort financier douteux, il aura un ressort démocratique et social solide. L'instabilité pouvant découler de décisions démocratiques d'allocation de crédit ne peut raisonnablement être pire que l'instabilité découlant d'une allocation décentralisée. Par ailleurs, la démocratisation de l'allocation de crédit a aussi le potentiel de résorber en partie des inégalités qui découlent non seulement des effets pervers du crédit à la consommation, mais aussi des avantages structurels conférés, dans nos économies, au secteur financier. Dans *Finance and the Good Society*, Robert Shiller (2012, p. 238) écrit : « Ultimately, a well-constituted financial capitalism creates a safe venue for power struggle without violence. » Des ajustements sont certainement encore possibles et souhaitables pour mettre au point un tel capitalisme financier à visage humain.

CONCLUSION

[...] financial crises are a common feature of financial history, regardless of the country, government, or economic

policies in place: Crises have occurred in rich and poor countries, under fixed and flexible exchange rate regimes, gold standards and pure fiat money systems, as well as a huge variety of regulatory regimes. (Jackson et Dyson, 2012, p. 16)

Quand nous avons commencé à réfléchir à cette thèse, à ce projet de recherche, notre certitude était que la littérature sur la crise n'offrait qu'un portrait « impressionniste » de la crise financière. Tous les comptes-rendus de la crise ne faisaient qu'insister sur le fait que la crise était le résultat de plusieurs facteurs qui avaient, de concert, créé une sorte de tempête parfaite. À cette thèse dominante s'ajoutaient les mêmes anecdotes, les mêmes citations répétées jusqu'à plus soif sur, par exemple, tel banquier qui aurait dit qu'il fallait danser jusqu'à ce que la musique s'arrête, sur tels législateurs qui avaient été photographiés devant une pile de règlements avec une scie à chaîne. On a cité Alan Greenspan plus qu'à son tour pour tenter de convaincre le lecteur qu'il représentait l'idéologie de déréglementation et qu'à lui seul, il avait convaincu tout l'appareil réglementaire américain de s'en remettre au laisser-faire. Du côté canadien, il paraissait évident qu'une certaine vérité communément admise avait contaminé les auteurs qui s'en remettaient souvent aux mêmes arguments pas, ou mal, appuyés par des faits. Le simple fait que la crise du PCAA non bancaire soit peu ou pas abordée dans la littérature en disait long le manque de rigueur dans le traitement de l'exception canadienne.

Alors que nous doutions vaguement, au tout début, de la pertinence même de ce que nous nous apprêtions à accomplir, il est apparu évident qu'une comparaison qui avait pour objectif de recentrer le débat sur les causes, au niveau réglementaire, de la crise financière américaine, allait nous mener beaucoup plus loin que de simples confirmations d'explications déjà entendues. Plus nous tentions de vérifier empiriquement, d'un côté, des éléments de la thèse de l'exception canadienne et, de l'autre, des arguments sur les lacunes supposément avérées du système américain, plus nous réalisions jusqu'à quel point la preuve objective s'avérait mince. Plus le sujet nous est apparu dans toute sa complexité et plus l'efficacité des politiques publiques pour réglementer le secteur bancaire, et le secteur financier en général, nous sont apparues comme clairement dépendantes d'un contexte particulier, mais aussi des humains qui les mettent en place ou qui sont régis par elles. Au final, il nous est aussi apparu évident que chacune des politiques

publiques considérées dans cette thèse — soit parce qu'elle représente une force du Canada, soit parce qu'elle représente une faiblesse des États-Unis — ne peuvent être considérées comme des politiques intrinsèquement bonnes ou mauvaises.

Certes, la thèse dominante avance que la cause de la crise est en fait la *conjonction* de certaines politiques publiques. Non seulement parle-t-on de tempête parfaite, mais on parle aussi d'un déluge qui n'arrive qu'une fois en cent ans. Or, 24 pays ont subi une crise bancaire systémique en 2007 ou en 2008. Reinhart et Rogoff (2009) ont par ailleurs montré que les crises financières sont un élément usuel des systèmes financiers dans lesquels nous vivons, et avons vécu. Aussi, est-ce que la thèse de la tempête parfaite ne s'applique-t-elle pas à toutes les crises financières ? Est-ce que la complexité n'est pas, au final, une caractéristique inhérente aux systèmes financiers ? Une complexité telle que les régulateurs, les investisseurs, les banques ne sont pas en mesure de bien appréhender les risques ? Cela dit, cette complexité n'est pas en elle-même problématique. Elle devient un problème parce que les « externalités négatives » du système financier sont prises en charge par l'État et les citoyens. Autrement dit, quand les banques sont en manque de fonds, ils font appel à l'État. C'est une banalité qu'il faut néanmoins répéter ici, et pas seulement dans une optique d'indignation, mais dans le contexte d'une analyse des politiques publiques dans le domaine bancaire.

Concrètement, le système financier repose aujourd'hui sur un partenariat public-privé pour la création monétaire. Les banques créent plus de 90 % de la monnaie sous forme de prêts. Aujourd'hui cette « création endogène » de la monnaie — soit des banques qui créent de la monnaie simplement en créditant le compte d'un épargnant — ne fait même plus débat (McLeay, Radia et Thomas, 2014). La création de crédit dépend aujourd'hui essentiellement du modèle d'affaire des banques, de l'appétit de crédit des consommateurs et de certaines politiques gouvernementales, comme on l'a vu avec les États-Unis. Ce crédit, devenu monnaie, c'est de quoi est fait le système financier. Et c'est le principal élément que tentent de gérer les autorités réglementaires. Or, si le crédit est mal alloué, s'il sert à gonfler une bulle, s'il devient un boulet pour les consommateurs et pour l'économie, il crée périodiquement des crises financières ou, au minimum, des récessions. On le sait, les crises financières ont des impacts absolument dramatiques sur nos économies, que ce soit l'impact d'un désendettement à long terme qu'oblige

souvent l'éclatement d'une bulle (voir, pour le Japon, Koo, 2009, 2015) ou que ce soit en raison de l'endettement des États qui, en général, augment substantiellement après une crise.

Aussi, même si le système financier était moins complexe, nous serions tout de même confrontés à des crises parce que, depuis toujours, la création de crédit par le privé a mené à de l'instabilité (Minsky, 1986). C'est encore là une banalité qu'il faut ici souligner. Aussi, le problème se situe moins dans un système qui peut raisonnablement être qualifié de compliqué que dans le partage même des pouvoirs entre le privé et l'État. Et la question nous renvoie à un débat, manifestement non résolu dans le domaine financier, sur la manière optimale de créer la monnaie. Dans un récent numéro spécial du Cambridge Journal of Economics, Ingham, Coutts et Konzelmann (2016) attaquaient la question de front :

[...] we might ask whether the shared sovereignty of the public-private partnership for the production of money is the result of an evolutionary drive to efficiency, as almost all mainstream economic theory at least implies. Or is the present system the historically contingent outcome of the struggle for and balance of power between finance and the state that might be said to define capitalism? (Ingham, Coutts et Konzelmann, 2016, p. 1255-1256)

Est-ce que l'État en sait assez pour créer la monnaie (sous forme de crédit ou autre) ? Est-ce que le marché n'est pas mieux placé pour remplir la tâche ?

Suite à l'analyse que nous avons faite, il semble évident que le modèle d'un système financier encadré par diverses politiques publiques en matière bancaire et financière ne peut au mieux produire que des systèmes fragiles qui dépendent trop de décisions privées — elles-mêmes motivées par une panoplie d'incitatifs — sur ce qu'est l'allocation optimale du crédit. Il nous semble évident qu'au minimum une réflexion sérieuse devrait être entamée sur la possibilité de mieux rebalancer le partage des pouvoirs entre l'État et le Marché. Cette réflexion devrait nous engager dans l'appréhension des effets réels — monétaires, sociaux et même environnementaux — du système financier actuel. Elle devrait nous conduire, idéalement, à évaluer les avantages et les inconvénients d'une gestion plus démocratique de la création monétaire.

BIBLIOGRAPHIE

ABDELAL, Rawi (2007). *Capital Rules: The Construction of Global Finance*, Cambridge, Harvard University Press, 304 p.

ABIAD, Abdul, Enrica DETRAGIACHE et Thierry TRESSEL (2008). « A New Database of Financial

Reforms », IMF Working Paper.

ACEMOGLU, Daron (2009). « The Crisis of 2008 : Lessons for and from Economics », *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, vol. 21, n° 2-3, p. 185-194.

ACHARYA, Viral V. et Matthew RICHARDSON (2009). « Causes of the Financial Crisis », *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, vol. 21, n° 2-3, p. 195-210.

ACHARYA, Viral V. et Philipp SCHNABL (2010). « Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–09 », *IMF Economic Review*, vol. 58, n° 1, p. 37-73.

ADMATI, Anat et Martin HELLWIG (2013). *The Banker's New Clothes : What's Wrong with Banking and What to Do about it*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 398 p.

AKERLOF, George A. et Robert J. SHILLER (2009). *Animal Spirits : How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 230 p.

ALLEN, Jason et Walter ENGERT (2007). « Efficiency and Competition in Canadian Banking », *Bank of Canada Review*, summer, p. 33-45.

AMABLE, Bruno (2003). *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford, Oxford University press.

AMATO, Massimo et Luca FANTACCI (2012). *The End of Finance*, Cambridge, Polity, 313 p.

ANAND, Anita (2009). « How Canadian Banks became the envy of the World », *Nexus*, University of Toronto Faculty of Law, printemps, p. 26-27.

ANAND, Anita et Andrew GREEN (2012). « Regulating Financial Institutions : The Value of Opacity », *McGill Law Journal*, vol. 57, n° 3, p. 339-427.

ANDERSON, Robert D., Abraham HOLLANDER, Joseph MONTEIRO et W.T STANBURY (1998). *Competition Policy and Regulatory Reform in Canada, 1986–1997* », *Review of Industrial Organization*, n° 13, p. 177–204.

APPELBAUM, Bynyamin (2009). « By Switching Their Charters, Banks Skirt Supervision », *Washington Post*.

APUZZO, Matt (2010). « Government bank auditors got big bonuses », *USA Today*, 18 mars.

ARJANI, Neville et Graydon PAULIN (2013). « Lessons from the Financial Crisis : Bank Performance and Regulatory Reform », *Bank of Canada Discussion Paper*, n° 4.

ARTUS, Patrick, Jean-Paul BETBÈZE, Christian DE BOISSIEU et Gunther CAPELLE-BLANCARD (2008). *La crise des subprimes*, Rapport, Conseil d'analyse économique.

ASSOCIATION DES BANQUIERS CANADIENS (2017). « En bref », <http://www.cba.ca/global-banking-regulations-and-banks-in-canada> (page consultée le 16 janvier 2017)

BAKER, Andrew (2010). « Restraining regulatory capture? Anglo-America, crisis politics and trajectories of change in global financial governance », *International Affairs*, vol. 86, n° 3, p. 647-663.

BAIR, Sheila (2012). *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from itself*, New York, Free Press, 415 p.

BANK OF ENGLAND (2014). *Money Creation in the modern Economy*, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prerelease/semoneycreation.pdf> (page consultée le 11 mai 2017)

BANQUE MONDIALE, 2008, Bank regulation and supervision survey, <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20345037~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html> (page consultée le 31 mai 2017)

BARKOW, Rachel E. (2012). « Insulating Agencies : Avoiding Capture Through Institutional Design », *New York University Public Law and Legal Theory Working Papers*, n° 240, 79 p.

BARFOSKY, Neil (2012). *Bailout : An inside account of how Washington abandoned main street while rescuing Wall Street*, New York, Free Press, 270 p.

BARON, Joanna (2013). « How regulating risk and eschewing competition can ameliorate a global financial crisis: Canada's perspectives and experiences », *The Antitrust Bulletin*, vol. 58, n° 4, p. 597-615.

BARTLETT III, Robert P. (2014). The Institutional Framework for Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation: A Tale of Four Paradigms?, *Journal of Legal Studies*, vol. 43, juin, p. 379-405.

BARTH, James R., Dan BRUMBAUGH Jr. et James A. WILCOX (2000). « The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking », OCC Economics Working Paper, n° 5.

BARTH, James R., Gerard CAPRIO JR et Ross LEVINE (2002). « Bank Regulation and Supervision: What Works Best? », NBER Working Paper n° 9323.

BARTH, James R., Gerard CAPRIO JR et Ross LEVINE (2012). *Guardians of Finance : Making Regulators Work for Us*, Cambridge et Londres, The MIT Press, 278 p.

BARTH, James R., Gerard CAPRIO JR et Ross LEVINE (2013). « Measure it, improve it : Bank Regulation and Supervision in 180 Countries 1999 – 2011 », The Milken Institute.

BAXTER, Lawrence G. (2011) « Capture in Financial Regulation: Can We Channel It toward the Common Good », *Cornell Journal of Law and Public Policy*, vol. 21, n° 1.

BHATTACHARYA, Utpal (2006). « Enforcement and its Impact on Cost of Equity and Liquidity of the Market », dans Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, Canada Steps Up, 24 mai, p. 133-163.

BAXTER, Lawrence (2012) « Understanding Regulatory Capture: an Academic Perspective from the United States, dans PAGLIARI, Stefano (Dir.) (2012a). *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, International Center for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House, p. 53-69.

BECK, Thorsten, Asli DEMIRGÜÇ-KUNT et Ross LEVINE (2003). « Bank Concentration and Crisis », NBER Working Paper, n° 9921.

BECK, Thorsten, Asli DEMIRGÜÇ-KUNT et Ross LEVINE (2007). « Bank Concentration and Fragility Impact and Mechanics », dans Mark CAREY et René M. STULZ, *The Risks of Financial Institutions*, University of Chicago Press, p. 193-234.

BECKER, Gary S. and George J. STIGLER (1974). « Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers », *The Journal of Legal Studies*, vol. 3, n° 1, p. 1-18.

BÉLAND, Daniel (2005). « Ideas and Social Policy: An Institutional Perspective », *Social Policy & Administration*, vol. 39, n° 1, p. 1-18.

BELL, Stephen et Andrew HINDMOOR (2014). « The Ideational Shaping of State Power and Capacity: Winning Battles but Losing the War over Bank Reform in the US and UK », *Government and Opposition*, n° 49, p. 342-368.

BENES, Jaromir et Michael KUMHOF (2012) The Chicago Plan Revisited, IMF Working Paper. August, 70 p.

BERGER, Allen N., Asli DEMIRGÜÇ-KUNT, Ross LEVINE, Curtis L. CARLSON et Joseph G. HAUBRICH (2003). « Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making », http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/84797-1114437274304/jmcb_intro_final.pdf (page consultée le 9 septembre 2016)

BERGER, Allen N., Robert DEYOUNG, Mark J. FLANNERY, David LEE et Özde ÖZTEKIN (2008). « How Do Large Banking Organizations Manage Their Capital Ratios? », *Journal of Financial Services Research*, n° 34, p. 123-149.

BERNANKE, Ben S. (2005). « The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit », Homer Jones Lecture, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, 14 avril, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>, (page consultée le 19 janvier 2016).

BERNANKE, Ben S. (2013). *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 134 p.

BERNANKE, Ben S. (2015). *The Courage to Act : A Memoir of the Crisis and it's Aftermath*, New York et Londres, W.W. Norton & Company, 610 p.

BERNIER, Luc et Sébastien ANGERS (2010). « Le NMP ou le nouveau management public », dans L. BERNIER et S. PAQUIN (eds). *L'analyse des politiques publiques*, Montréal, Presses de l'Université de Montréal, p. 229-254.

BERNSTEIN, M. H. (1955). *Regulating business by independent commission*, Princeton et Oxford, Princeton University Press.

BÉRUBÉ, Gérard (2014). « La débâcle de 2008 est de l'histoire ancienne pour la Caisse de depot », *Le Devoir*, 4 avril, <http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/404581/la-debacle-de-2008-est-de-l-histoire-ancienne-pour-la-caisse-de-depot> (page consultée le novembre 2016)

BESLEY, T. et P. HENNESSY (2009). *Letter to Her Majesty the Queen*, <http://www.britac.ac.uk/news/newsrelease-economy.cfm> (page consultée le 24 février 2014).

BHAGAT, Sanjai et Brian BOLTON (2014). « Financial crisis and bank executive incentive compensation », *Journal of Corporate Finance*, 25, p. 313-341.

BHATTACHARYA, Utpal (2006). « Enforcement and its Impact on Cost of Equity and Liquidity of the Market », dans TASK FORCE TO MODERNIZE SECURITIES LEGISLATION IN CANADA, *Canada Steps Up*, 24 mai, p. 133-163.

BHIDÉ, Amar (2010). *A Call for Judgment : Sensible Finance for a Dynamic Economy*, Oxford, Oxford University Press, 353 p.

BIENEFIELD, Manfred (1992). « Financial Deregulation : Disarming the Nation State », *Studies in Political Economy*, n° 37, printemps, p. 31-58.

BLACK, Julia (2008). « Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation », *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, n° 13.

BLINDER, Alan S. (2013). *After the Music Stopped : The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*, New York, The Penguin Press, 476 p.

BLYTH, Mark M. (1997). « “Any more Bright Ideas?” The Ideational Turn of Comparative Political Economy », *Comparative Politics*, vol. 29, n° 2, p. 229-250.

BODKIN, Jill (1990). « Deregulation of Canada's Financial Sector », dans J. RICHARDSON (Ed.). *Privatisation and Deregulation in Canada and Britain*, L'institut de recherche politiques, Halifax, p. 153-173.

BOONE, Peter et Simon JOHNSON (2010). « The Canadian Banking Fallacy », The Baseline Scenario, <http://baselinescenario.com/2010/03/25/the-canadian-banking-fallacy/> (page consultée le 18 février 2016).

BOOTH, Laurence (2009). « The Secret of Canadian Banking : Common Sense », *World Economics*, vol. 10, n° 3, juillet-septembre.

BORDELEAU, Étienne, Allan CRAWFORD, and Christopher GRAHAM (2009). « Regulatory Constraints on Bank Leverage: Issues and Lessons from the Canadian Experience », Banque du Canada, document d'analyse.

BORDO, Michael D., Angela REDISH et Hugh ROCKOFF (2015). « Why didn't Canada have a banking crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or ...) ? », *Economic History Review*, vol. 68: 1, p. 218-243.

BORN, Brooksley (2011). « Foreword : Deregulation : A Major Cause of the Financial Crisis », *Harvard Law & Policy Review*, vol. 5, p. 231-243.

BOVE, Richard X. (2013). *Guardians of Prosperity : Why America Needs Big Banks*, New York, Portfolio/Penguin, 280 p.

BOYER, Pierre C. et Jorge PONCE (2012). « Regulatory capture and banking supervision reform », *Journal of Financial Stability*, n° 8, p. 206-217.

BOWER, Julie et Howard COX (2012). « How Scottish & Newcastle Became the U.K.'s Largest Brewer : A case of Regulatory Capture ? », *Business History Review*, n° 86, printemps, p. 43-68.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos (2010). « The Global Financial Crisis and a New Capitalism ? », Levy Institute, Working Paper n° 592.

BUREAU DU VÉRIFICATEUR GÉNÉRAL (2010). *Rapport de la vérificatrice générale du Canada à la Chambre des communes*, Chapitre 5 : La réglementation et la surveillance des grandes banques, 37 p.

BUTLER, Henry N et Jonathan R. MACEY (1988). « The Myth of Competition in the Dual Banking System ». *Faculty Scholarship Series*, n° 1740.

BRAITHWAITE, John (2008). *Regulatory Capitalism : How it works, ideas for making it work better*, Cheltenham, Edward Elgar, 245 p.

BREAN, Donald J.S., Lawrence KRYZANOWSKI et Gordon S. ROBERTS (2011). « Canada and the United States : Different roots, different routes to financial sector regulation », *Business History*, vol. 53, n° 2, p. 249-269.

CABALLERO, Ricardo J et Arvind KRISHNAMURTHY (2011). « Global Imbalances and Financial Fragility », *American Economic Review*, vol. 99, n° 2, p. 584-588.

CAIRNEY, Paul (2012). *Understanding Public Policy : Theories and Issues*, New York, Palgrave Macmillan, 327 p.

CALMÈS, Christian et Raymond THÉORET (2013). « Is the Canadian banking System really 'stronger' than the U.S. one ? », Cahier de recherche de la Chaire d'information financière et organisationnelle, UQÀM.

CALOMIRIS, Charles W. et Stephen H. HABER (2014). *Fragile by Design : The political Origins of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 570 p.

CAMPBELL, John L. (2002). « Ideas, Politics, and Public Policy », *Annual Review of Sociology*, n° 28, p. 21-38.

CAMPBELL, John L. (2011). « The US financial crisis : lessons for theories of institutional complementarity », *Socio-Economic Review*, n° 9, p. 211-234.

Carpenter, Daniel and David Moss (2014). Introduction. dans Carpenter D., Moss D. (dir.) *Preventing Regulatory capture*, New York, Cambridge University Press, p. 1-24.

Carpenter, Daniel and David Moss (2014 b). Conclusion : A Focus on Evidence and Prevention. dans Carpenter D., Moss D. (dir.) *Preventing Regulatory capture*, New York, Cambridge University Press, p. 451-465.

CARPENTER, Daniel et David MOSS (2014). *Preventing Regulatory capture*, New York, Cambridge University Press, 501 p.

CARPENTIER, Cécile et Jean-Marc SURET (2003). « The Canadian and American Financial Systems : Competition and Regulation », *Canadian Public Policy*, vol. 29, n° 4, p. 431-447.

CARRICK-HAGENBARTH, Jessica et Gerald A. EPSTEIN (2012). « Dangerous interconnectedness : economists' conflicts of interest, ideology and financial crisis », *Cambridge Journal of Economics*, n° 36, p. 43-63.

CHAMBRE DES COMMUNES (1985). *Rapport du comité permanent des finances, du commerce et des questions économiques*, novembre.

CHANT, John (2008). *The ABCP Crisis in Canada : Th Implications for the Regulation of Financial Markets*, Expert Panel on Securities Regulation.

CHASE, Kristine (1986). « National Banking : A Comparison of Policy Towards Nationwide Banking », *Policy Studies Journal*, vol. 14, n° 4, p. 641- 656.

CHEVALIER, Gérard (2008). « Rationalités, référentiels et cadres idéologiques », *SociologieS*, <http://sociologies.revues.org/2023> (page consultée le 13 novembre 2013)

CHINN, Menzie D. et Jeffrey A. FRIEDEN (2011). *Lost Decades : The Making of America's Debt Crisis and the Long Recovery*, New York and London, W.W. Norton & Company, 284 p.

- CHOMSKY, Noam (2010). *Hopes and prospects*, Chicago, Haymarket Books, 327 p.
- CHON, Gina (2013). « Cash-Strapped regulators face heavy Volcker workload », *Financial Times*, 11 décembre.
- ČIHÁK, Martin, Aslı DEMIRGÜÇ-KUNT, María SOLEDAD MARTÍNEZ PERÍA et Amin MOHSENI-CHERAGHLOU (2012). « Bank Regulation and Supervision around the World: A Crisis Update », Policy Research Working Paper, n° 6286.
- CLAESSENS, Stijn et Luc LAEVEN (2005). « Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth », *Journal of the European Economic Association*, vol. 3. n° 1, p. 179–207.
- CLAESSENS, Stijn, Giovanni DELL'ARICCIA, Deniz IGAN et Luc LAEVEN (2010). « Cross-country experiences and policy implications from the global financial crisis », *Economic Policy*, avril, p. 269-293.
- CLINTON, William J. (1999). « Statement on Signing the Gramm-Leach-Bliley Act » November 12, 1999, <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=56922> (page consultée le 10 juin 2016)
- COLANDER, David *et al.* (2008). « The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics », 98th Dahlem Workshop, http://keonomics.s3.amazonaws.com/debtdeflation_media/papers/Dahlem_Report_EconCrisis021809.pdf (page consulté le 5 janvier 2014)
- COLEMAN, William D. (1996). *Financial Services, Globalization and Domestic Policy Change*, Londres, Macmillan Press, 297 p.
- COYNE, Andrew (2009). « Is Canada's Banking System Really So Smart ? », *Maclean's*, 20 mai.
- COVAL, Joshua, Jakub JUREK et Erik STAFFORD (2009). « The Economics of Structured Finance », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, p. 3-26.
- CRAWFORD, Allan (2015). « Building Stable Mortgage Markets : Lessons from Canada's Experience », *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement au vol. 47, n° 1, p. 81-86.
- CRAWFORD, Corinne (2011). « The Repeal Of The Glass- Steagall Act And The Current Financial Crisis », *Journal of Business & Economics Research*, vol. 9, n° 1, p. 127-134.
- CONNAUGHTON, JEFF (2012). *The Payoff : Why Wall Street Always Wins*, New York, Prospecta Press, 288 p.
- CUNNINGHAM, Lawrence A. et David T. ZARING, (2009). « The Three or Four Approaches to Financial Regulation : A Cautionary Analysis Against Exuberance in Crisis Response ». *George Washington Law Review*, vol. 78, octobre.

DAL Bó, Ernesto (2006). « Regulatory Capture : A Review », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 22, n° 2, p.203-225.

DAVISPOLK (2017). « Dodd-Frank Progress Report », <https://www.davispolk.com/Dodd-Frank-Rulemaking-Progress-Report/> (page consultée le 16 février 2017)

DEMPSTER, Gregory M. et Justin P. ISAACS (2014). « Financial Crisis in Retrospect : Bad Luck or Bad Policies ? », *Theoretical Economics Letters*, n° 4, p. 83-88

DERTHICK, Martha et Paul J. QUIRK (1985). *The Politics of Deregulation*, Washington, Brookings Institution, 265 p.

DE RUGY, Veronique et Melinda WARREN (2008). *Regulatory Agency Spending Reaches New Height : An Analysis of the U.S. Budget for Fiscal Years 2008 and 2009*, Mercatus Center, George Mason University.

DE SOTO, Hernando (1994). « The Missing Ingredient : What poor countries will need to make their markets work », *Housing Finance International*, Juin, p. 3-5.

DESJARDINS, Francois (2012). « Papier commercial : La moitié des amendes pourrait être remise aux investisseurs », *Le Devoir*, 17 février, <http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/342867/papier-commercial-la-moitie-des-amendes-pourrait-etre-remise-aux-investisseurs> (page consultée le 4 novembre 2012)

DESJARDINS, François (2013). « Papier commercial — Des titres vendus presque à leur pleine valeur », *Le Devoir*, 12 décembre 2013.

DESJARDINS, Francois (2014). « Nouveau débloqué pour la Caisse de dépôt », *Le Devoir*, 26 juillet, <http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/414435/papier-commercial-nouveau-debloque-pour-la-caisse-de-depot> (page consultée le 4 novembre 2016)

DETZER, Daniel et Hansjörg HERR (2014). « Theories of financial crises: An Overview », Working Paper, Institute for International Political Economy Berlin, no. 32.

DE VERGES (2008). « Le gouvernement allemand se porte à nouveau au secours d'IKB », *Le Monde*, 14 février, http://www.lemonde.fr/economie/article/2008/02/14/subprimes-berlin-se-porte-a-nouveau-au-secours-de-la-banque-ikb_1011079_3234.html (page consultée le 22 novembre 2016)

DICKSON, Julie (2008). « Remarks by Superintendent Julie Dickson Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada (OSFI) to the Langdon Hall Financial Services Forum, 6 mai, http://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/Docs/JDickson_LangdonHall_FinServices.pdf (page consultée le 2 janvier 2017)

DIXON, Adam D. (2012). « Function before form: macro-institutional comparison and the geography of finance », *Journal of Economic Geography*, n° 12, p. 579-600.

DONELSON, Dain et David ZARING (2011). « Requiem for a Regulator : The Office of Thrift Supervision's Performance During the Financial Crisis », *North Carolina Law Review*, vol. 89, n° 4, p. 1777-1812.

DOSTIE, Claude Jr (2015). « Et si seul l'État créait la monnaie ? », *Finance et investissement*, 1 septembre.

DOSTIE, Claude Jr (2017a). « L'abolition du Glass-Steagall Act : les idées de déréglementation au Nord et au Sud de la frontière », *Revue canadienne de science politique*, en évaluation.

DOSTIE, Claude Jr (2017 b). « Preventing regulatory capture in banking supervision: a US-Canada comparison before the financial crisis of 2008-2009 », *Regulation & Governance*, en evaluation.

DOSTIE, Claude Jr (2017 c). « Les institutions de réglementation bancaires au Sud et au Nord : Un retour criti sur la these de l'exception canadienne », *Politique & Sociétés*, en évaluation.

DOSTIE, Claude Jr (2017d). « La crise qui n'est pas arrive », *Finance et investissement*

DOSTIE, Claude (2017e). « La réglementation macroprudentielle : Un paradigme en chantier », dans Hassenteufel *et al.*, à paraître.

DUNCAN, Richard (2012). *The New Depression : The Breakdown of the Paper Money Economy*, Singapour, Wiley, 179 p.

EICHENGREEN, Barry and Nergiz DINCER (2011). *Who should supervise? The structure of bank supervision and the performance of the financial system*, NBER Working Paper n° 17401, 14 p.

EHRIG, Detlev et Uwe STAROSKE (2014). « Lessons to be drawn from the world financial crisis. Marx, Keynes, or Minsky ? Who tells us the real story? », *International Business and Global Economy*, no. 33, pp. 637-650

EISENBACH, Thomas M., David O. LUCCA et Robert M. TOWNSEND (2016). « The Economics of Bank Supervision », NBER Working Paper n° 22201.

ELLIS, Luci (2008). « The housing meltdown: Why did it happen in the United States? », BIS Working Papers, n° 259, septembre.

ENGELN, Ewald *et al.* (2011). *After the Great Complacence : Financial Crisis and the Politics of Reform*, Oxford University Press, 281 p.

ETZIONI, Amitai (2009). « The Capture Theory of Regulations - Revisited », *Society*, n° 46, (Juillet-Août), p. 319-323.

FARRELL, Henry et John QUIGGIN (2012). « Consensus, Dissensus and Economic Ideas: The Rise and Fall of Keynesianism During the Economic Crisis », 9 mars, <http://www.henryfarrell.net/Keynes.pdf> (page consultée le 10 janvier 2014)

FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (1997). « The Savings and Loan Crisis and Its Relationship to Banking », https://www.fdic.gov/bank/historical/history/167_188.pdf (page consultée le 14 juin 2016).

FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (2013). Statistics on Banking, <http://www2.fdic.gov/SDI/SOB/> (page consultée le 8 janvier 2014)

FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (2016). Failed Banks List, <https://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html> (page consultée le 24 mars 2016)

FEDERAL RESERVE (2005). « One year post-employment restriction for bank examiners », <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2005/sr0526a2.pdf> (page consultée le 25 avril 2016)

FEYERABEND, Paul (1979). *Contre la méthode : Esquisse d'une théorie anarchiste de la connaissance*, Paris, Seuil, 349 p.

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*.

FINANCIAL STABILITY BOARD (2012). Peer Review of Canada, 30 janvier, 39 p.

FERGUSON, Charles (2010). *Inside Job*, Sony Pictures.

FERGUSON, Charles (2012). *Predator Nation : Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America*, New York, Crown Business, 369 p.

FISHER, Irving (1933). « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, Vol. 1, No. 4 (Oct., 1933), p. 337-357.

FLITTER, Emily, Krisitna COOKE et Pedro DA COSTA (2010). « For some professors, disclosure is academic », Reuters, <http://www.reuters.com/assets/print?aid=USTRE6BJ3LF20101220> (page consultée le 11 décembre 2013)

FOURCADE, Marion (2009). *Economists and Societies : Discipline and Profession in the United States, Britain, & France*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 386 p.

FOX, Justin (2009). *The Myth of the Rational Market : A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, New York, Harper Business, 382 p.

FREY, Bruno S. (2006). « How Influential is Economics ? », *De Economist*, vol. 154, n° 2, p. 295-311.

FREYTAG, Andreas et Donato MASCIANDARO (2005). « Financial Supervision Fragmentation and Central Bank Independence : The Two Sides of the Same Coin? », *University of Lecce Economics Working Paper*, n° 76/3.

FRANK, Thomas (2012). *Pity the Billionnaire : The Hard-Times Swindle and the Unlikely Comeback of the Right*, New York, Metropolitan Books, 225 p.

FRANK, Thomas (2012). « Too Smart to Fail », *The Baffler*, no. 19, <http://thebaffler.com/salvos/too-smart-to-fail> (page consultée le 23 février 2016)

FREYTAG, Peter J. (1983). « The Myth of Corporate capture : Regulatory Comissions in the United States », *Social Problem*, vol. 30, n° 4, avril, p. 480-491.

FRIEDMAN, Jeffrey et Wladimir KRAUS (2011). *Engineering the Financial Crisis: Systemic Risk and the Failure of Regulation*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press.

FREEDMAN, Charles (1998). « The Canadian Banking System », Conference on Developments in the Financial System : National and International Perspectives, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, mars.

FREELAND, Chrystia (2009). « Transcript : View from the Top with Julie Dickson, Canadian bank regulator », *Financial Times*, 18 décembre, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/75b43310-ebec-11de-930c-00144feab49a.html> (page consultée le 19 février 2016)

FREELAND, Chrystia (2010). « What Toronto can teach New York and London », *Financial Times*, 29 janvier, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/db2b340a-0a1b-11df-8b23-00144feabdc0.html> (page consultée le 19 février 2016)

FREEMAN, Richard B. (201). « It's financialization », *International Labour Review*, vol. 149, n° 2, p. 163-183.

FRYDMAN, Roman and Michael D. GOLDBERG (2011). *Beyond Mechanical Markets : Asset Price Swings, Risk, and the Role of the State*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 285 p.

FURLONG, Fred (2000). « The Gramm-Leach-Bliley Act and Financial Integration », *FRBSF Economic Letter*, 31 mars.

FURNER, Mary O. et Barry SUPPLE (1990). *The state and economic knowledge : The American and British experiences*, Cambridge, Woodrow Wilson International Center for Scholars et Cambridge University Press, 477 p.

FURNER, Mary O. (1996). « Social Scientists and the State : Constructing the Knowledge Base for Public Policy », dans Leon FINK, Stephen T. LEONARD et Donald M. REID (Dir.), *Intellectuals and Public Life : between Radicalism and Reform*, Ithaca et London, Cornell University Press, p. 145-181.

GADINIS, Stravos (2013). « From Independence to Politics in Financial Regulation », *California Law Review*, n° 101, p. 327-406.

GEYFMAN, Victoria et Timothy J. YEAGER (2009). « On the Riskiness of Universal Banking: Evidence from Banks in the Investment Banking Business Pre- and Post-GLBA », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 41, n° 8, p. 1649-1669.

GEITHNER, Timothy (2014). *Stress Test : Reflections on Financial Crises*, New York, Crown Publishers, 580 p.

GENNAIOLI, Nicola, Andrei SHLEIFER et Robert W. VISHNY (2011). « A Model of Shadow Banking », NBER Working paper n° 17115.

GERTLER, Mark, Nobuhiro KIYOTAKI et Andrea PRESTIPINO (2016). « Wholesale Banking and Bank Runs in Macroeconomic Modelling of Financial Crises », NBER Working Paper n° 21892.

GOETZMANN, William N. (2016). *Money Changes Everything : How Finance made Civilization Possible*, Princeton et Oxford, Princeton University press, 584 p.

GOLDSCHMID, Harvey J (1999). Prepared statement, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, february 12, p. 853-869

<https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016). Disponible aussi au :

<https://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1999/tsty0199.txt>

GOLUB, Stephen, Ayse KAYA et Michael REAY (2014). « What were they thinking ? The Federal Reserve in the run-up to the 2008 financial crisis », *Review of International Political Economy*.

GOODHART, Charles A.E. (2009). *The regulatory Response to the Financial Crisis*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 151 p.

GORTON, Gary B. (2010). *Slapped by the Invisible Hand : The Panic of 2007*, New York, Oxford University Press, 223 p.

GORTON, Gary B. (2012). *Misunderstanding Financial Crises : Why We Don't See Them Coming*, Oxford et New York, Oxford University Press, 278 p.

GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (2002). « SEC Operations : Increased Workload Creates Challenges », mars, 40 p., <http://www.gao.gov/new.items/d02302.pdf> (page consultée le 14 février 2014)

GRAEBER, David (2011). *Debt : The first 5,000 years*, New York, Melville House, 534 p.

GRAHAM, Ann (2010). « Lessons from Canada: Crisis-Proofing a National Financial System », SEALS Annual Meeting: U.S./Canada Comparative Law Workshop.

- GRAMLICH, Edward M. (2007). *Subprime Mortgages : America's Latest Boom and Bust*, Washington, The Urban Institute press, 108 p.
- GRANT, Joseph Karl (2010). « What the Financial Services Industry Puts Together Let No Person Put Asunder: How the Gramm-Leach-Bliley Act Contributed to the 2008 - 2009 American Capital Markets Crisis », *Albany Law review*, n° 73, p. 371-420.
- GREEN, Richard T. (2013). « Plutocracy, Bureaucracy, and the End of Public Trust », *Administration & Society*, vol. 44. n° 1, p. 109–143.
- GREENSPAN, Alan (1999). « Testimony, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services », U.S. House of Representatives, 10 février, p. 102, <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).
- GREENSPAN, Alan (2007). *The Age of Turbulence : Adevntures in a New World*, New York, The Penguin Press, 531 p.
- GREENSPAN, Alan (2013). *The Map and the Territory : Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting*, New York, The Penguin Press, 388 p.
- GREENWODD, John (2013). « ABCP fiasco's silver lining », *Financial Post*, 18 février, <http://business.financialpost.com/news/fp-street/abcp-fiascos-silver-lining> (page consultée le 4 novembre 2016)
- GROPP R. et F. HEIDER (2010). « The determinants of bank capital structure », *Review of Finance*, n° 14, p. 587-622.
- GROSSMAN, Richard S. (2010). *Unsettled Account : The Evolution of Banking in the Industrialized World Since 1800*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 384 p.
- GWARTNEY, James, Robert LAWSON et Joshua HALL (2015). *Economic Freedom of the World: Annual Report 2015*, Fraser Institute.
- HAAS, P. « Introduction : Epistemic Communities and International Policy Coordination », *International Organizations*, Vol. 46, N°1, 1992, p.1-35.
- HALL, Peter A. (Ed.) (1989). *The Political Power of Economic Ideas : Keynesianism across Nations*, Princeton, Princeton University Press, 406 p.
- HALL, Peter A. (1993). « Policy Paradigms, Social Learning, and the State : The Case of Economic Policymaking in Britain », *Comparative Politics*, vol. 25, n° 3, Avril, p. 275-296.
- HALL, Peter A. 2014. « Varieties of Capitalism and the Euro Crisis », *West European Politics*, vol. 37. n° 6, p. 1223–1243.

- HALL, Peter A. et Rosemary C. R. TAYLOR (1996). « Political Science and the Three New Institutionalism », *Political Studies*, XLIV, p. 939-957.
- HALL, Peter A. (1997). « The Role of Interests, Institutions, and Ideas in the Comparative Political Economy of the Industrialized nations », dans Mark Lichbach et Alan Zuckerman (dir.), *Comparative Politics, Rationality, Culture and Structure*, New York, Cambridge University Press, p. 174-207.
- HALL, Peter A. et David SOSKICE (2009). « An Introduction to Varieties of Capitalism » dans Bob HANCKÉ (dir.) *Debating Varieties of Capitalism : A Reader*, Oxford University Press, p. 21-74.
- HALL, Peter A. et Daniel W. GINGERICH (2004). « Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy : An Empirical Analysis », dans Bob HANCKÉ (dir.), *Debating Varieties of Capitalism : A Reader*, Oxford University Press, p. 135- 179.
- HALPERN, Paul, Caroline CAKEBREAD, Christopher C. NICHOLLS et Poonam PURI (2016). *Back from the Brink : lessons from the canadian asset-backed commercial paper crisis*, Toronto, University of Toronto Press, 251 p.
- HANCKÉ, Bob (dir.) (2008). « Introducing the debate », dans *Debating Varieties of Capitalism : A Reader*, Oxford University Press, p. 1-17.
- HARDIE, Ian, David HOWARTH, Sylvia MAXFIELD et Amy VERDUN (2013). « Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance », *World Politics*, n° 65, p. 691-728.
- HARDY, DANIEL C. (2006). « Regulatory Capture in Banking », IMF Working Paper, 06-34.
- HARPER, Stephen (2012). Le PM participe à une séance de questions et réponses au Forum économique mondial <http://pm.gc.ca/fra/nouvelles/2012/01/26/pm-participe-seance-de-questions-et-reponses-au-forum-economique-mondial> (page consultée le 5 août 2015)
- HAYEK, Friedrich August Von (1974). « The Pretence of Knowledge, Lecture to the memory of Alfred Nobel », 11 décembre, http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1974/hayek-lecture.html (page consultée le 9 janvier 2014)
- HAWKE, John D. Jr (1999). « Prepared statement, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services », U.S. House of Representatives, 12 février, p. 747- 756, <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).
- HE, Zhigo, In Gu KHANG et Arvind KRISHNAMURTHY (2010). « Balance Sheet Adjustments during the 2008 Crisis », <http://faculty.chicagobooth.edu/zhiguo.he/research/BalanceSheetAdjustment0226.pdf> (page consultée le 15 août 2016)

HECLO, Hugh (1994). « Ideas, Interest, and Institutions », dans Lawrence Dodd et Calvin Jillson (dir.), *The Dynamics of American Politics : Approaches and Interpretation*, Boulder, Westview Press, p. 366-419.

HECLO, Hugh (1974). *Modern Social Politics in Britain and Sweden*, New Haven, Yale University Press.

HEILBRONER, Robert L. (1999). *The Wordly Philosophers*, New York, Touchtone, 365 p.

HEINEMANN, Friedrich et Martin SCHÜLER (2004). « A Stiglerian View on Banking Supervision », *Public Choice*, October, vol. 121, n° 1, p 99-130.

HEINEY, Josep N. (2011). « Consolidation In The U.S. Banking Industry Since Riegle-Neal », *Journal of Business & Economic Research*, September, vol. 9, n° 9, p. 71-78.

HELLEINER, Eric (2001). « A fixation with Floating : The political Basis of Canada's Exchange Rate Regime », *Trent International Political Economy Center Working Paper*, 04/01, 45 p.

HELLEINER, Eric (2011). « Understanding the 2007–2008 Global Financial Crisis : Lessons for Scholars of International Political Economy », *Annual Review of Political Science*, n° 14, p. 67–87.

HELLEINER, Eric, Stefano PAGLIARI et Hubert ZIMMERMANN (2010). *Global Finance in Crisis : The Politics of International Regulatory Change*, Warwick Studies in Globalisation, London et New York, Routledge, 200 p.

HELLMANN, Thomas F., Kevin C. MURDOCK et Joseph E. STIGLITZ (2000). « Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation : Are Capital Requirements Enough? », *American Economic Review*, 90, n° 1, p. 147-165.

HENDERSON, Todd et Frederick TUNG (2012) « Pay for Regulator Performance », *University of Southern California Law Review*, 85, p. 1003-1068.

HEYES, Jason, Paul LEWIS et Ian CLARK (2012). « Varieties of capitalism, neoliberalism and the economic crisis of 2008–? », *Industrial Relations Journal*, vol 43, n° 2, p. 22-241.

HIRTLE, Beverly, Anna KOVNER et Matthew PLOSSER (2016). « The Impact of Supervision on Bank Performance », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* n° 768, mars.

HOLMSTROM, Bengt (2015) *Understanding the role of debt in the financial system*, BIS Working Paper No 479, janvier, 38 p.

HOPE, David et David SOSKICE (2016) « Growth models, varieties of capitalism and macroeconomics », *Politics and Society*, 44, n° 2, p. 209-226.

HOUSE OF REPRESENTATIVES (1999A). *Committee on Banking and Financial Services Report together with supplemental, additional and dissenting view*, 23 mars.

HOUSE OF REPRESENTATIVES (1999 B). Committee on Commerce Report together with additional view, 15 juin.

HUNTINGTON, Samuel P. (1952). « THE Marasmus of the ICC : The Commission, the Railroads, and the Public Interest », *The Yale Law Journal*, vol. 61, n° 4, p. 467-509.

HYMAN, Scott, Carol PENNYCOOK, Derek VESEY ET Nicholas WILLIAMS (2015). « Canada », *The Banking Regulation Review*, https://www.dwpv.com/~media/Files/PDF_EN/2015/2015-06-26-The-Banking-Regulation-Review-Canada.ashx)page consultée le 23 septembre 2016)

IGAN, Deniz, Prachi MISHRA et Thierry TRESSEL (2009). « A Fistful of Dollars : Lobbying and the Financial Crisis », IMF Working Paper n° 287, décembre, 70 p.

INGHAM, Geoffrey, Ken COUTTS et Sue KONZELMANN (2016). « Introduction : ‘cranks’ and ‘brave heretics’: rethinking money and banking after the Great Financial Crisis », *Cambridge Journal of Economics*, n° 40, p. 1247–1257.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2008). Canada : Financial System Stability Assessment-update, février.

IRWIN, Neil (2013). *The Alchemists : Three Central Bankers and a World on Fire*, Penguin Books, 490 p.

JABLECKI, Juliusz et Mateusz MACHAJ (2009). « The regulated meltdown of 2008 », *Critical review : A Journal of Politics and Society*, vol 21, n° 2-3, p. 301-328.

JACKSON, Andrew et Ben DYSON (2012). *Modernising Money : Why our monetary system is broken and how it can be fixed*, London, Positive Money.

JACKSON, Howell E. (2006). « Regulatory Intensity in the Regulation of Capital Markets : A Preliminary Comparison of Canadian and U.S. Approaches », Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, <http://www.tfmsl.ca/docs/V6%282%29%20Jackson.pdf> (page consultée le 14 février 2014)

JACOBIDES, Michael G. (2015). « What drove the financial crisis ? Structuring our historical understanding of a predictable evolutionary disaster », *Business History*, vol. 57, n° 5, p. 716-735.

JAYARATNE, Jith et Philip E. STRAHAN (1997). « The Benefits of Branching Deregulation », *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, décembre. p. 13-29.

JOBERT, Bruno (1994). *Le tournant néolibéral en Europe*, Coll. Logiques sociales, Paris, L’Harmattan.

JOHNSON, Simon (2009). « The Quiet Coup », *The Atlantic*, mai, <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/307364/> (page consultée le 14 janvier 2014)

JOHNSON, Simon et James KWAK (2010). *13 Bankers : The Wall Street Takeover And The Next Financial Meltdown*, New York, Pantheon Books, 304 p.

JONES, B.D. et F. BAUMGARTNER (2005). *The Politics of Attention : How Government Prioritizes Problems*, Chicago, University of Chicago Press.

JUSTINIANO, Alejandro, Giorgio E. PRIMICERI et Andrea TAMBALOTTI, (2013). « The effects of the saving and banking glut on the U.S. economy », Working Paper, Federal Reserve Bank of Chicago, n° 17.

KAHNEMAN, Daniel (2011). *Thinking, Fast and Slow*, Doubleday Canada, 499 p.

KALEMLI-OZCAN, Sebnem, Bent SORENSEN ET Sevcin YESILTAS (2011). « Leverage across firms, banks, and countries », NBER Working Paper n° 17354.

KANE, Edward J. (1984). « Regulatory Structure in Futures markets : Jurisdictional Competition between the SEC, the CFTC, and Other Agencies », *The Journal of Future Markets*, vol. 4, n° 3, p. 367-384.

KAUFMAN, Jason (2009). *The Origins of Canadian and American Political Differences*, Cambridge et Londres, Harvard University Press.

KAY, John (2011). « The Map is Not the Territory : An Essay on the State of Economics », Institute for New Economic Thinking, 26 septembre, <http://ineteconomics.org/blog/inet/john-kay-map-not-territory-essay-state-economics> (page consultée le 14 février 2014)

KAY, John (2015). *Other People's Money : The Real Business of Finance*, New York, Public Affairs, 336 p.

KEEN, Steve (2017). *Can we avoid another financial crisis?* Cambridge, Polity, 148 p.

KEMPA, Michael (2010). « Combating white-collar crime in Canada : serving victim needs and market integrity », *Journal of Financial Crime*, vol. 17, n° 2, p. 251-264.

KEYNES, John Maynard (1964). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, San Diego, New York et Londres, A Harvest Book, 403 p.

KIFF, John (2009). « Canadian Residential Mortgage Markets : Boring But Effective ? », IMF Working Paper.

KINDELBERGER, Charles P. et Robert ALIBER (2005). *Manias, Panics, and Crashes*, 5e édition, New Jersey, Wiley, 355 p.

KING, Mervyn (2016). *The End of Alchemy : Money, Banking, and the Future of the Global Economy*, New York, W.W. Norton & Company, 430 p.

- KINGDON, John W. (2011 [1984]). *Agendas, alternatives and public policies*. 2^e édition, New York, Harper Collins. 254 p.
- KIRSHNER, Jonathan (2014). *American Power after the Financial Crisis*, Ithaca et Londres, Cornell University Press, 217 p.
- KLING, Arnold (2010). « The Financial Crisis : Moral Failure or Cognitive Failure ? », *Harvard Journal of Law & Public Policy*, Printemps, vol. 33, n° 2, p. 507-518.
- KNIGHT, Malcolm D. (2011). « Canada's Banks : Too Conservative to Fail ? », dans Greg ANDERSON et Christopher SANDS (dir.). *Forgotten Partnership Redux : Canada-U.S. Relations in the 21st Century*, Amherst, NY, Cambria Press.
- KODRES, Laura E. (2013). « What is shadow banking? », *Finance and development*, vol. 50, n° 2, juin, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm> (page consultée le 1er juin 2015)
- KONZELMANN, Suzanne, Marc FOVARGUE-DAVIES et Olivier BUTZBACH (2012). « The 'not so global' crisis », dans Suzanne J. KONZELMANN et Marc FOVARGUE-DAVIES (dir.), *Banking Systems in the Crisis : The faces of liberal capitalism*, Londres et New York, Routledge, p. 1-31.
- KOO, Richard (2009). *The Holy Grail of Macroeconomics : Lessons from Japan's Great Recession*, Singapour, Wiley, 339 p.
- KOO, Richard (2015). *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap*, Singapour, Wiley, 320 p.
- KRAVIS, Marie-Josée (2009). « Regulation Didn't Save Canada's Banks », *The Wall Street Journal*, 7 mai.
- KRAWIEC, Kimberley (2013). « Don't 'Screw Joe the Plummer' : The Sausage-Making of Financial Reform », *Arizona Law Review*, n° 55, p. 53-103.
- KREGEL, Jan (2010). « No going back : Why we cannot restore Glass-Steagall's segregation of banking and finance », Public Policy Brief, Jerome Levy Economics Institute of Bard College, n° 107.
- KRIPPNER, Greta R. (2005). « The financialization of the American economy », *Socio-Economic Review*, n° 3, p. 173-208.
- KRIPPNER, Greta R. (2011). *Capitalizing on Crisis*, Cambridge et Londres, Harvard University Press, 222 p.
- KROSNER, Randall S. et Raghuram G. RAJAN (1994). « Is the Glass-Steagall Act Justified ? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933 », *American Economic review*, vol. 84, n° 4, p. 810-32.

KRUGMAN, Paul (2009). « How Did Economists Get It So wrong », *New York Times Magazine*, 6 septembre, <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?pagewanted=all> (page consultée le 14 février 2014)

KRUGMAN, Paul (2011 a). « Fannie Freddie Follies », 20 décembre, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/12/20/fannie-freddie-follies/> (page consultée le 19 janvier 2017)

KRUGMAN, Paul (2011 b). « Peter Beinart in Conversation with Paul Krugman », 6 avril, http://fora.tv/2011/04/06/Peter_Beinart_in_Conversation_with_Paul_Krugman (page consultée le 8 janvier 2014)

KRUGMAN, Paul (2012). « Economics in Crisis », *The Conscience of Liberal*, 5 mars, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/05/economics-in-the-crisis/> (page consultée le 8 janvier 2014)

KRUGMAN, Paul (2013). Worthwhile Canadian Comparison, *The Conscience of a Liberal*, 15 juin, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/06/15/worthwhile-canadian-comparison/> (page consultée le 29 décembre 2016)

KUHN, Thomas (1983). *La structure des révolutions scientifiques*, Trad. de L. MEYER, Flammarion, 284 p.

KWAK, James (2012). « What Did the SEC Really Do in 2004? », *The Baseline Scenario*, 30 janvier, <https://baselinescenario.com/2012/01/30/what-did-the-sec-really-do-in-2004/> (page consultée le 17 janvier 2017).

KWAK, James (2014). « Cultural Capture and the Financial Crisis, dans D. Carpenter et D. Moss (dir.). *Preventing Regulatory capture*, New York, Cambridge University Press, p. 71- 98.

LACOURSIÈRE, Marc (2014). « La perspective bancaire canadienne lors de la crise financière de 2007-2009 », *Banking and Finance Law Review*, n° 29, p. 271-319.

LAEVEN, Luc et Fabián VALENCIA (2012). « Systemic Banking Crises Database : An Update », International Monetary Fund Working Paper n° 163.

LAFFONT, Jean-Jacques et David MARTIMORT (1999) « Separation of Regulators against Collusive Behavior », *The RAND Journal of Economics*, vol. 30, n° 2, été, p. 232-262.

LAFFONT, Jean-Jacques et Jean TIROLE (1991). « The politics of government decision-making : a theory of regulatory capture », *The Quarterly Journal of Economics*, Novembre, p. 1089-1127.

LAPAVITSAS, Costas (2013). *Profiting Without Producing*, Londres et New York, Verso, 393 p.

LEIGHT, Jessica (2010). « Public Choice : A Critical Assessment », dans E. BALLEISEN et D. A. MOSS (dir.). *Governement and Markets : Toward a New Theory of Regulation*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 213-255.

LEIJONHUFVUD, Axel (2009). « Out of the corridor : Keynes and the crisis », *Cambridge Journal of Economics*, n° 33, p. 741-757.

LEON, Jeffrey S., Shara N. ROY et Bennett JONES (2009). « Pain and Promise : Lessons from the Collapse of the Third-Party ABCP Market in Canada », *Corporate Securities and Finance Law Report*, vol. 14, n° 3, p. 41-63.

LEVINE, Ross (2004). « Finance and Growth : Theory and Evidence », National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 10766.

LEVINE, Ross (2009). « The Sentinel : Improving the Governance of Financial Policies », National Bureau of Economic Research Working Paper, 30 septembre.

LEVITIN, ADAM J. (2009). « The Crisis without a Face : Emerging Narratives of the Financial Crisis », *University of Miami Law Review*, vol 63, n° 4, p. 999-1010.

LIN, Ken-Hou et Donald TOMASKOVIC-DEVEY (2013). « Financialization and U.S. Income Inequality, 1970-2008 », *American Journal of Sociology*, vol. 118, n° 5, p. 1284-1329.

LIVERMORE, Michael A. et Richard L. REVESZ (2014). « Can Executive Review Help Prevent Capture? », dans Carpenter D., Moss D. (dir.) *Preventing Regulatory capture*, New York, Cambridge University Press, p. 420-450.

LIVESEY, Bruce (2012). *The Thieves of Bay StreetL How Banks, Brokerages, and the Wealthy Steal Billions from Canadians*, Random House.

LO, ANDREW (2012). « Reading About the Financial Crisis : A 21-Book Review », *Journal of Economic Literature*, 50, n° 1, p. 151-78.

LODGE, Martin et Kai WEGRICH (2011). « Arguing about Financial Regulation : Comparing National Discourses on the Global Financial Crisis », *PS : Political Science & Politics*, vol. 44, p 726-730.

LONGWORTH, David (2014). « Strengths and weaknesses of Canadian financial regulation before and after the global financial crisis », *Journal of Banking Regulation*, 11 p.

LUCCA, David, Amit SERU et Francesco TREBBI (2014). « The Revolving Door and Worker Flows in Banking Regulation », Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n° 678.

LUCCHETTI, Aaron (2011). « The Regulator Down the Hall », *The Wall Street Journal*, 20 juin.

LÜTZ, Suzanne (2004). « Convergence Within National Diversity : The Regulatory State in Finance », *International Journal of Public Policy*, 24, n° 2, p. 169-197.

- LYNCH, Kevin (2010). « Avoiding the financial crisis: Lessons from Canada », *Policy Options*, mai, <http://www.irpp.org/en/po/the-fault-lines-of-federalism/avoiding-the-financial-crisis-lessons-from-canada/> (page consultée le 8 février 2014)
- MACDONALD, David (2012). *The Big Banks' Big Secret : Estimating government support for Canadian banks during the financial crisis*, Canadian Centre for Policy Alternatives, Avril.
- MACKENZIE, Donald (2011). « The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge », *American Journal of Sociology*, vol. 116, n° 6, p. 1178-1841.
- MADRICK, Jeff (2011). *Age of Greed : The Triumph of Finance and the Decline of America, 1970 to the Present*, New York, Alfred A. Knopf, 464 p.
- MAGILL, Elizabeth (2014). « Courts and Regulatory Capture », dans Carpenter D., Moss D. (dir.) *Preventing Regulatory capture*, New York, Cambridge University Press, p. 397-419.
- MAKKAI, Toni et John BRAITHWAITE (1992). « In and Out of the Revolving Doors : Making Sense of Regulatory capture », *Journal of Public Policy*, vol. 12, n°1, p. 61-78.
- MANDELBROT, Benoit et Richard L. HUDSON (2004). *The (Mis)Behavior of Markets : A Fractal View of Financial Turbulence*, New York, Basic Books, 328 p.
- MARCH, James G. et Johan P. OLSEN (1996). « Institutional Perspectives on Political Institutions », *Governance : An International Journal of Policy and Administration*, vol. 9, n° 3, p. 247-264.
- MARKHAM, Jerry W. (2010). « The Subprime Crisis – A Test Match For the Bankers: Glass-Steagall vs. Gramm-Leach-Bliley », *University of Pennsylvania Business Law*, vol. 12, n° 4, p. 1081-134.
- MASKELL, Jack (2014). « Post-Employment, 'Revolving Door,' Laws for Federal Personnel », Congressional Research Service, 7 janvier.
- MASON, Jennifer (2011). *Qualitative Researching*, 2^e édition, Londres, Sage, 223 p.
- MASSON, D.J. (2007). Commercial Banking in the U.S. Versus Canada, *Graziado Business Review*, vol. 10, no 4, <http://gbr.pepperdine.edu/2010/08/commercial-banking-in-the-u-s-versus-canada/> (page consultée le 13 décembre 2016)
- MARAZZI, Christian (2011). *The Violence of Financial Capitalism*, Trad. de K. Lebedeva and J.F. Mc Gimsey, semiotext(e) intervention series, Cambridge, The MIT Press, 136 p.
- MATTHEWS, Dylan (2013). « Elizabeth Warren and John McCain want Glass-Steagall back. Should you? », *The Washington Post*, 12 juillet, <https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2013/07/12/elizabeth-warren-and-john-mccain-want-glass-steagall-back-should-you/> (page consultée le 21 mars 2016)

- MCCARTHY, Nolan, Keiyh T. POOLE et Howard ROSENTHAL (2013). *Political Bubbles : Financial Crises and the Failure of American Democracy*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 356 p.
- MCLEAN, Bethany et Joe NOCERA (2010). *All the Devils are Here : The Hidden History of the Financial Crisis*, New York, Portfolio/Penguin, 380 p.
- MCLEAY, Michael, Amar RADIA et Ryland THOMAS (2014). « Money creation in the modern Economy », *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1, p. 14-27.
- MCPHILEMY, Samuel (2013) « Formal Rules versus Informal Relationships : Prudential Banking Supervision at the FSA Before the Crash », *New Political Economy*, vol. 18, n° 5, p. 748-767.
- MELTZER, Allan H. (2003). *A History of the Federal Reserve ; Volume 1 : 1913-1951*, Chicago et Londres, The University of Chicago Press, 800 p.
- MIAN, Atif, Amir SUFI et Francesco TREBBI (2013). « The Political Economy of the Subprime Mortgage Credit Expansion », <http://faculty.arts.ubc.ca/ftrebbi/research/mst2.pdf> (page consultée le 26 avril 2016)
- MILLER, Geoffrey P. et Gerald ROSENFELD (2010). « Intellectual Hazard : How Conceptual Biases in Cplex Organizations Contributed to the Crisis of 2008 », *Harvard Journal of Law and Public Policy*, vol. 33, n° 2, p. 807-840.
- MINISTÈRE DES FINANCES DU CANADA (1985). *La réglementation des institutions financières du Canada : proposition à considérer*, avril.
- MIROWSKI, Philip (2013). *Never Let a Serious Crisis Go to Waste : How Neoliberalism Survived the Financial Meltdown*, London et New York, Verso, 467 p.
- MORELLI, Pierluigi, Giovanni B. PITTALUGA et Elena SEGHEZZA (2015). « The role of the Federal Reserve as an international lender of last resort during the 2007–2008 financial crisis », *International Economic Policy*, n° 12, p. 93–106.
- MORGENSEN, Gretchen (2007). « Quick, Call Tech Support for the S.E.C. », *The New York Times*, 16 décembre.
- MOSHIRIAN, Fariborz (2011). « The global financial crisis and the evolution of markets, institutions and regulation, *Journal of Banking & Finance*, n° 35, p. 502-511.
- MÜGGE, Daniel et Bart STELLINGA (2010). « Absent alternatives and insider interests in post-crisis financial reform », *Recht und Management*, 2/2010, p. 321-338.
- MULLER, Pierre (1985). « Un schéma d'analyse des politiques sectorielles », *Revue française de science politique*, 35^e année, n° 2, p. 165-189.

MULLER, Pierre (2000). « L'analyse cognitive des politiques publiques : vers une sociologie politique de l'action publique » *Revue française de science politique*, 50^e année, n° 2, p. 189-208.

MINSKY, Hyman (1986). *Stabilizing an unstable economy*, New York, McGraw Hill, 393 p.

MINSKY, Hyman (1991). « The Transition to a Market Economy », *Levy Economics, Insitute Working Paper* n° 66, p. 10.

NASAR, Sylvia (2011). *Grand Pursuit : The Story of Economic Genius*, New York, Simon & Schuster, 557 p.

NELSON, Robert H. (1987). « The Economics Profession and the Making of Public Policy », *Journal of Economic Literature*, vol. 25, mars, p. 49-91.

NICHOLS, Mark W., Jill M. HENDRICKSON et Kevin GRIFFITH (2011). « Was the financial crisis the result of ineffective policy and too much regulation ? An empirical investigation », *Journal of Banking Regulation*, n° 12, p. 236–251.

NOCERA, Joe (2011). « An Inconvenient Truth », *The New York Times*, 19 décembre, http://www.nytimes.com/2011/12/20/opinion/nocera-an-inconvenient-truth.html?_r=1&partner=rss&emc=rss (page consultée le 19 janvier 2017)

NORTHCOTT, Carol Ann (2004). « Competition in Banking: A Review of the Literature », Bank of Canada working Paper.

NOVAK, William J. (2014). « A Revisionnist History of Regulatory Capture », dans Carpenter D., Moss D. (dir.) *Preventing Regulatory capture*, New York, Cambridge University Press, p. 25-4

OBSTFELD, Maurice et Kenneth ROGOFF (2009). « Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes », November 2009, <http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf> (page consultée le 27 janvier 2016).

OESTERLE, Dale Arthur (2010). « The Collapse of Fannie Mae and Freddie Mac: Victims or Villains ? », *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 5, n° 2.

OHLIN, Bertil (1962). « Introduction », dans Wicksell, Knut (1962, [1898]). *Interest and Prices : A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, traduit par R.F. Kahn, Royal Economic Society.

OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY (2007). *Annual Report, Fiscal year 2007*.

OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY (2016). « About the OCC », <http://www.occ.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html> (page consultée le 29 juin 2016)

OFFICE OF THE SUPERINTENDANT OF FINANCIAL INSTITUTIONS (2006). *Conflict of interest Policy*, <http://www.osfi-bsif.gc.ca/eng/osfi-bsif/rep-rap/pages/coip.aspx> (accessed january 9, 2017)

OFFICE OF THE SUPERINTENDANT OF FINANCIAL INSTITUTIONS (2007). *Annual Report, 2006-2007*.

OFFICE OF THE SUPERINTENDANT OF FINANCIAL INSTITUTIONS (2016). « mandate », <http://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/osfi-bsif/Pages/mnd.aspx> (page consultée le 29 juin 2016)

OLSON, Mancur (1971). *The Logic of Colective Action : Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge, Harvard University Press, 186 p.

O'NEILL, Brendan et Mike DEAN (2009). Restructuring of Canada's \$32 Billion Market in Asset-Backed Commercial Paper Completed Through a CCAA Plan of Compromise and Arrangement, INSOL World, [http://www.goodmans.ca/files/file/docs/Restructuring%20of%20Canada's%20\\$32%20Billion%20Market.pdf](http://www.goodmans.ca/files/file/docs/Restructuring%20of%20Canada's%20$32%20Billion%20Market.pdf) (page consultée le 5 décembre 2016).

OPENSECRETS (2014). « Revolving Door Database », <http://www.opensecrets.org/revolving/search.php> (page consultée le 10 février 2014)

PAGLIARI, Stefano et Kevin L. YOUNG (2012). « Who Mobilizes ? An Analysis of Stakeholder Responses to Financial Regulatory Consultations », dans PAGLIARI, Stefano (Dir.) (2012a). *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, International Center for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House, p. 85-98.

PAGLIARI, Stefano (Dir.) (2012a). *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, International Center for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House.

PAGLIARI, Stefano (2012 b). « How Can We Mitigate Capture in Financial Regulation ? », dans PAGLIARI, Stefano (DIR.). *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, International Center for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House, p. 1-49.

PALLEY, Thomas I. (2007). « Financialization : what it is and why it matters », The Levy Economics Institute, working paper n° 525, 31 p.

PALIER, Bruno et Yves SUREL (2005). « Les 'trois i' et l'analyse de l'État en action », *Revue française de science politique*, vol. 55, n° 1, p. 7-32.

PAQUIN, Stéphane (2016). *Theories of International Political Economy : An Introduction*, Oxford University Press.

PARTNOY, Frank (2014). « Financial Systems, Crises, and Regulation », Legal Studies Research Paper Series, n° 14-154, mai.

PECHMAN, Joseph A. (Ed.) (1989). *The Role of the Economists in Government : An International Perspective*, New York, New York University Press, 325 p.

- PELTZMAN, Sam (1976). « Toward a More General Theory of Regulation », *Journal of Law and Economics*, vol.19, n° 2, p. 211-240.
- PERINO, Michael A. (2004). « SEC Enforcement of Attorney up-the-Ladder Reporting Rules : An Analysis of Institutional Constraints, Norms and Biases », *Villanova Law Review*, vol. 49, p. 851-866.
- POL, Eduardo (2012). « The preponderant causes of the USA banking crisis 2007–08 », *The Journal of Socio-Economics*, n° 41, p. 519-528.
- PORTER, Tony (2010). « Canadian banks in the financial and economic crisis », Policy Responses to Unfettered Finance Workshop, North-South Institute, Ottawa, 8-9 juin.
- POSNER, Richard A. (2010). *The Crisis of Capitalist Democracy*, Cambridge, Harvard University Press, 402 p.
- POSNER, Eric A. (2015). « How Do Bank Regulators Determine Capital-Adequacy Requirements ? », *The University of Chicago Law Review*, n° 82, p. 1853-1895.
- PRESTHUS, Robert (1973). *Elite Accommodation in Canadian Politics*, Cambridge, Cambridge University Press, 372 p.
- PROJECT ON GOVERNMENT OVERSIGHT (2011). *Revolving Regulators : SEC Faces Ethics Challenges with Revolving Door*, 13 mai, <http://pogoarchives.org/m/fo/revolving-regulators-20110513.pdf> (page consultée de 2 janvier 2014)
- PROJECT ON GOVERNMENT OVERSIGHT (2013). *Dangerous Liaisons : Revolving Door at SEC Creates Risk of Regulatory Capture*, 11 février, <http://pogoarchives.org/ebooks/20130211-dangerous-liaisons-sec-revolving-door.pdf> (page consultée le 2 janvier 2014)
- PURI, Poonam (2012). « Canada : ‘Bank bashing’ is a popular sport », dans Suzanne J. KONZELMANN et Marc FOVARGUE-DAVIES (dir.), *Banking Systems in the Crisis : The faces of liberal capitalism*, Londres et New York, Routledge, p. 155-185.
- QUIGGIN, John (2010). *Zombie Economics : How Dead Ideas Still Walk Among Us*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 238 p.
- QUINTYN, Marc et Michael W. TAYLOR (2002). « Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability », IMF Working Paper 02-46.
- QUIRK Paul J. (1981). *Industry Influence in Federal Regulatory Agencies*, Princeton, Princeton University Press, 260 p.
- RAJAN, Raghuram G. (2010). *Fault Lines : How hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton et Oxford, Princeton University press, 280 p.

RAMIREZ, Steven A. (2000). « Depoliticizing Financial Regulation », *William and Mary Law Review*, n° 41, p. 503-593.

RATNOVSKI, Lev et Rocco HUANG (2009). « Why Are Canadian Banks More Resilient ? » IMF Working Paper.

REINHART, Carmen M. et Kenneth ROGOFF (2009). *This Time is Different : Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 463 p.

REX, Justin (2016). « Scoundrel or Scapegoat? A Reassessment of the Office of Thrift Supervision's Performance Before the 2008 Financial Crisis », *Administration & Society*, 26 p.

RITHOLTZ, Barry (2013). « Why Canada Avoids Banking Crises », *The Big Picture*, 10 avril, <http://www.ritholtz.com/blog/2013/04/why-canada-avoids-banking-crises/> (page consultée le 8 février 2014)

ROBERGE, Ian (2006). « Middle-Sized Powers in Global Finance: Internationalization and domestic policy-making », *Policy Studies*, vol. 27, n° 3, p. 253-270.

ROBERGE, IAN (2010). « Explaining Canadian Resilience to the Global Financial Crisis: The Role of Policy Networks », European Consortium for Political Research, Regulatory Governance Standing Group, Third Biennial Conference, Dublin, Irlande, 17-19 juin.

RODRIK, Dani (2007). *One Economics Many Recipes : Globalization, Institutions and Economic Growth*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 263 p.

RODRIK, Dani (2011). *The Globalization Paradox : Democracy and the Future of the World Economy*, New York et Londres, W.W. Norton & Company.

ROY, Saktinil et David M. KEMME (2012). « Causes of banking crises : Deregulation, credit booms and asset bubbles, then and now », *International Review of Economics and Finance*, n° 24, p. 270–294.

ROWE, Nick (2015). « Overdrafts with 100% banking », Worthwhile Canadian Initiative (blogue), (page consultée le 29 mai 2015), http://worthwhile.typepad.com/worthwhile_canadian_initi/2015/03/overdrafts-with-100-reserve-banking.html#more

ROSENBLUTH, Frances et Ross SCHAAP (2002). « The Domestic Politics of Banking Regulation », <http://www.people.fas.harvard.edu/~iversen/PDFfiles/RosenbluthandSchaap2002.pdf> (Page consultée le 27 octobre 2014)

ROSS SORKIN, Andrew (2009). *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System-and Themselves*, New York, Viking, 600 p.

RUBIN, Robert (1999). Prepared statement, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, february 12, p. 687-691,

<https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).

SABATIER, Paul A. et Edella SCHLAGER (2000). « Les approches cognitives des politiques publiques : perspectives américaines », *Revue française de science politique*, vol. 50, n° 2, p. 209-234.

SALMON, Felix (2012). « Annals of dubious research, 401(k) loan-default edition », Reuters, 13 août, <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2012/08/13/annals-of-dubious-research-401k-loan-default-edition/> (page consultée le 2 janvier 2014)

SAVOIE-ZAJC, Lorraine (2005). « L'entrevue semi-dirigée », dans Benoît Gauthier (dir.), *Recherche sociale : de la problématique à la collecte de données*, Québec, Presses de l'Université du Québec, p. 293-316.

SCHUMPETER, Joseph A. (1942). *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*, Traduit par Gaël Fain, Paris, Payot.

SCHWARCZ, Daniel (2014). « Preventing Capture Through Consumer Empowerment Programs », dans D. CARPENTER et D. MOSS (Dir.) *Preventing Regulatory capture*, New York, Cambridge University Press, p. 292-325.

SEIDMAN, Ellen (1999). Prepared statement, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, 12 février, p. 825, <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).

SÉNAT DU CANADA (1986). « Vers une plus grande compétitivité dans le secteur financier », Comité sénatorial permanent des banques et du Commerce, mai.

SÉNAT DU CANADA (1987). Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, procès verbal, 27 mai.

SHERMAN, Matthew (2009). *A Short History of Financial Deregulation in the United States*, Center for Economic and Policy Research, July, 15 p.

SIGURJONSSON, Frosti (2015). *Monetary Reform : A better Monetary System for Iceland*, <http://www.forsaetisraduneyti.is/media/Skyrslur/monetary-reform.pdf> (page consultée le 4 juin 2015)

SHAN, Susan Chenyu, Dragon Yongjun TANG et Hong YAN (2014). « The Effects of Credit Default Swaps On Bank Capital, Lending, Risk and Return », 10 avril, Social Science Research Network, http://moore.sc.edu/UserFiles/moore/Documents/ExecEd/CDSBanking_ShanTangYan_11April2014.pdf (page consultée le 18 janvier 2017)

SHILLER, Robert J. (2005). *Irrational Exuberance*, 2nd Edition, New York, Currency/Doubleday, 304 p.

SHILLER, Robert J. (2012). *Finance and the Good Society*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 288 p.

SJOSTRUM, William K. Jr. (2009). « The AIG Bailout », *Washington & Lee Law Review*, 66, p. 943-991

SMITH, Andrew (2012). « Continental Divide : The Canadian Banking and Currency Laws of 1871 in the Mirror of the United States », *Enterprise & Society*, vol. 13, n° 3.

SOLOW, Robert M. (2009) « How to Understand the Disaster », *The New York Times Review of Books*, vol. 56, n° 8, mai.

SOROS, Georges (2009). *The Crash of 2008 and What it Means : The New Paradigm for Financial Markets*, New York, Public Affairs, 258 p.

STEPHENSON, Matthew (2008). « Optimal Political Control of the Bureaucracy », *Michigan Law Review*, n° 107, p. 53-110.

STERN, Gary H. et Ron J. FELDMAN (2004). *Too Big To Fail : The Hazards of Bank Bailouts*, Brooking Institution Press.

STEWART, Walter (1997). *Bank Heist : How our financial giants are costing you money*, Toronto, Harper Collins, 288 p.

STEWART, Ian (1989) « Canada », dans Pechman, Joseph A. *The Role of the Economist in Government*, Washington, New York University Press, p. 125-145.

STIGLER, Georges (1971). « The Theory of Economic Regulation », *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2, n° 1, p. 3-21.

STIGLITZ, Joseph E. (2010). *Freefall : America, free markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, W.W. Norton & Company, 361 p.

STIGLITZ, Joseph (2011). « Rethinking Macroeconomics : What Failed, And How To Repair It », *Journal of the European Economic Association*, Août, p. 591-645.

STILLMAN II, Richard J. (1982). « The changing patterns of public administration theory in America », dans UVEGES, Joseph A. Jr. (dir.). *Public Administration : History and Theory in Contemporary Perspective*, New York, Marcel Dekker Inc., p. 5-38.

STINCHCOMBE, Arthur L. (1997). « On the Virtues of the Old Institutionalism », *Annual Review of Sociology*, n° 23, p. 1-18

STOCKHAMMER, Engelbert (2013). « Rising inequality as a cause of the present crisis », *Cambridge Journal of Economics*.

STRANGE, Susan (1988). *States and Markets : An Introduction to International Political Economy*, New York, Basil Blackwell, 263 p.

SUÁREZ, Sandra et Robin KOLODNY (2011). « Paving the Road to "Too Big to Fail": Business Interests and the Politics of Financial Deregulation in the United States », *Politics & Society*, n° 39, p. 74-102

TAIBBI, Matt (2014). « The \$9 Billion Witness: Meet JPMorgan Chase's Worst Nightmare », *The Rolling Stone*, 6 novembre, <http://www.rollingstone.com/politics/news/the-9-billion-witness-20141106>, (page consultée le 12 novembre 2014)

TALEB, Nassim Nicholas (2007). *The Black Swan : The impact of the Highly Improbable*, New York, Random House, 366 p.

TANOUE, Donna (1999). « Prepared statement, Hearings before the Committee on Banking and Financial Services », U.S. House of Representatives, 12 février, p. 705, <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=pst.000043059850;view=1up;seq=1> (page consultée le 20 juin 2016).

TAYLOR, JOHN B. (1993). « Discretion versus policy rules in practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, décembre, p. 195–214.

TAYLOR, John B. (2010). Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis, *Federal Reserve Bank of St-Louis Review*, p. 165-176, <https://research.stlouisfed.org/publications/review/10/05/Taylor.pdf> (page consultée le 12 novembre 2014)

TEIXEIRA, João C. A., Francisco J.F. SILVA, Ana V. FERNANDES et Ana C.G. ALVES (2014). « Banks' capital, regulation and the financial crisis », *North American Journal of Economics and Finance*, n° 28, p. 33-58.

TETT, Gillian (2010). « Silos and Silences : Why so few People spotted the problems in complex credit and what that implies for the future », *Financial Stability Review*, Banque de France, n° 14.

THE ECONOMIST (2009). « What went wrong with economics », 16 juillet.

THE ECONOMIST (2014). « Credit where credit's due », 19 avril, <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21601020-ratings-industry-has-bounced-back-financial-crisis-credit-where> (page consultée le 16 février 2016)

THE ECONOMIST (2016). « Pure swill », 23 avril, p. 44.

THE ECONOMIST (2017). « The litter of the law », 11 février, p. 11-12.

THE WHITE HOUSE (2017). *Presidential Executive Order on Core Principles for Regulating the United States Financial System*, 3 février, <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-executive-order-core-principles-regulating-united-states> (page consultée le 16 février 2017)

THOMAS, Jason et Robert VAN ORDER (2010). « Housing Policy, Subprime Markets and Fannie Mae and Freddie Mac: What We Know, What We Think We Know and What We Don't Know », Draft, 27 novembre, 27 p. [En ligne]
http://research.stlouisfed.org/conferences/gse/Van_Order.pdf (page consultée le 2 janvier 2014)

THOMPSON, Helen (2012). « The Limits of Blaming Neo-Liberalism : Fannie Mae and Freddie Mac, the American State and the Financial Crisis », *New Political Economy*, vol. 17, n° 4, p. 399-419.

THORNTON, Daniel L. (2012). « Greenspan's Conundrum and the Fed's Ability to Affect Long-Term Yields », Federal Reserve Bank of St-Louis Working Paper, n° 2012-036A, septembre.

TIMES (2008). « 25 People to Blame for the Financial Crisis », <http://content.time.com/time/specials/packages/completelist/0,29569,1877351,00.html> (page consultée le 10 juin 2016)

TREAS, Judith (2010). « The Great American Recession : Sociological Insights on Blame and Pain », *Sociological Perspectives*, vol. 53, n° 1, p. 3-18.

TURNER, Adair (2012). *Economics After the Crisis : Objectives and Means*, Cambridge, The MIT Press, 128 p.

TURNER, Adair (2016). *Between Debt and the Devil : Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton et Oxford, Princeton University Press, 302 p.

UNITED STATES SENATE (1999). *Report of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs to accompany S. 900 together with additional views*, 28 avril.

VOGEL, Steven K. (1998). *Freer markets, more rules : Regulatory reform in advanced industrial countries*, Ithaca et London, Cornell University Press, 296 p.

WALTER, Andrew (2012) « Regulatory Implementation and Capture », dans Stefano Pagliari (dir.) (2012a). *Making Good Financial Regulation: Towards a Policy Response to Regulatory Capture*, International Center for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House, p. 99-107.

WARREN, Elizabeth (2010). « Redesigning Regulation : A Case Study from the Consumer Credit Market », dans E. Balleisen et D. A. Moss (dir.) *Gouvernement and Markets : Toward a New Theory of Regulation*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 391-418.

WARREN, Elizabeth (2014). *A Fighting Chance*, New York, Picador, 377 p.

WEBB YACKEE, Susan (2014). « Reconsidering Agency Capture During Regulatory Policymaking », dans D. CARPENTER et D. MOSS (Dir.) *Preventing Regulatory capture*, New York, Cambridge University Press, p. 292-325.

WHITE, Lawrence H. (2008). « How Did We Get into This Financial Mess ? », Cato Institute Briefing Paper, n° 110.

Wicksell, Knut (1962, [1898]). *Interest and Prices : A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, traduit par R.F. Kahn, Royal Economic Society.

WILLIAMS, Cynthia A. et Frank Jan DE GRAAF (2009). « The Intellectual Foundations of the Global Financial Crisis: Analysis and Proposals for Reform. », *University of New South Wales Law Journal*, vol. 32, n° 2, p. 390-415.

WILLIAMS, Russel Alan (2009). « Exogenous Shocks in Subsystem Adjustment and Policy Change: The Credit Crunch and Canadian Banking Regulation », *Journal of Public Policy*, vol. 29, n° 1, p. 29-53.

WILLENBORG, Michael (2000). « Regulatory Separation as a Mechanism to Curb Capture: A Study of the Decision to Act against Distressed Insurers », *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 67, n° 4, p. 593-616.

WOLF, Martin (2008). *Fixing Global Finance*, Baltimore, John Hopkins University Press, 230 p.

WOLF, Martin (2014). « Strip private banks of their power to create money », *Financial Times*, 24 avril.

WOLF, Martin (2014). *The Shifts and the Shock : What we've learned – and have still to learn – from the financial crisis*, London, Penguin Books, 465 p.

Wolfson, Martin H. (1986). *Financial Crises : Understanding the Postwar U.S. Experience*, Armonk, M. E. Sharpe, 228 p.

WORLD BANK (2007). *Bank Regulation and Supervision Survey*, http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20345037~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html#Survey_III (page consultée le 11 juillet 2016)

WORLD ECONOMIC FORUM (2015). *Competitiveness Dataset*, [En ligne] <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/economies/> (page consultée le 30 décembre 2016)

YAKABUSKI, Konrad (1993). *The Politics of Financial Reform*, Thèse, University of British Columbia.

YORULMAZER, Tanju (2012). « Financial Innovation Made the World Riskier ? CDS, Regulatory Arbitrage and Systemic Risk », Social Science Research Network, [En ligne]<http://www.econ.nyu.edu/user/galed/fewpapers/FEW%20F12/yorulmazer.pdf> (page consultée le 2 décembre 2014)

YOUNG, Kevin L. (2012). « Transnational regulatory capture ? An empirical examination of the transnational lobbying of the Basel Committee on Banking Supervision », *Review of International Political Economy*, vol. 19, n° 4, p. 663-688.

ZARLENGA, Stephen (2002). *The Lost Science of Money : The Mythology of Money – the Story of Power*, American Monetary Institute, 755 p.

ZORN, Lorie, Carolyn WILKINS et Walter ENGERT (2009). « Bank of Canada Liquidity Actions in Response to the Financial Market Turmoil », *Bank of Canada Review*, Automne, p. 3-22.