HAL
open science

Crise financière et dépression : peut-on tirer des leçons de la grande dépression ?

Pierre-Cyrille Hautcoeur

To cite this version:

Pierre-Cyrille Hautcoeur. Crise financière et dépression : peut-on tirer des leçons de la grande dépression ?. Réalités industrielles. Annales des mines, 2018, 2018/3, pp.7-13. 10.3917/rindu1.183.0007 . halshs-01884394

HAL Id: halshs-01884394

https://shs.hal.science/halshs-01884394

Submitted on 30 Sep 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Crise financière et dépression : peut-on tirer des leçons de la Grande Dépression ? (1)

Par Pierre-Cyrille HAUTCOEUR
EHESS-PSE

Cet article compare les crises des années 1930 et 2008 sur deux points : d'une part, les réactions des autorités au moment le plus aigu de ces deux crises bancaires et financières, qui différèrent beaucoup notamment grâce à l'expérience acquise suite à la Grande Dépression, tant aux États-Unis qu'en Europe ; et, d'autre part, les régulations financières mises en place en réaction à la crise de 2008. Il montre que l'ensemble des régulations adoptées lors de la Grande Dépression furent remises en cause progressivement des années 1950 aux années 1990, supprimant nombre d'incohérences ou d'inefficacités, mais recréant également une fragilité importante qui devait se manifester en 2008. Du fait du contexte politique et scientifique, la longue stagnation qui a suivi 2008 n'a pas (encore) donné lieu à un mouvement régulateur aussi important.

Comme chaque fois qu'une crise sérieuse frappe l'économie américaine (2), les comparaisons avec la Grande Dépression des années 1930 ont fleuri dès le lendemain du début de la « grande récession » de 2008, en premier lieu, chez les économistes, mais aussi chez les politiques (Eichengreen et O'Rourke, 2009, 2010 ; Krugman, 2009 ; Short 2009 , Voynet, 2008). Comme les articles successifs de B. Eichengreen et K. O'Rourke l'ont bien montré, la crise de 2008 démarra avec la même intensité, voire une intensité supérieure à celle de 1929 : à l'échelle mondiale, la chute du PNB, du commerce international et des indices boursiers fut très violente dans les mois qui suivirent le pic précédant la crise. Ces comparaisons, très largement diffusées (Vox.eu revendique près de 450 000 vues), ont sans doute contribué, avec d'autres, à convaincre les autorités de l'urgence de la situation et de la légitimité de décisions radicales. Ainsi, le président Obama nomma, le 24 novembre 2008, à la présidence du Council of Economic Advisers, Christina Romer, professeur d'économie à Berkeley, en invoquant tout spécialement ses travaux sur la Grande Dépression, et son programme de relance fut directement inspiré de cette expérience. En Europe, Mario Draghi n'hésita pas à affirmer que l'action de la Banque centrale européenne avait évité une grande dépression (3). Preuve de la durée de la préoccupation, la très sérieuse *Oxford Review of Economic Policy* publia en octobre 2010 un numéro spécial sur la crise des années 1930 ; la revue *Daedalus* en fit de même, et sans doute d'autres encore. Puis le flux s'arrêta, avec la reprise économique de 2010 et la stabilisation de la situation intervenue depuis, qui conduisit certains à penser sans doute que la comparaison n'avait plus beaucoup d'intérêt. On constata alors que les deux crises, si elles pouvaient se ressembler par les déséquilibres financiers tant internes à certaines grandes économies qu'internationaux, différaient profondément à d'autres égards. En Europe, en particulier, l'intégration à l'Union du début du XXIe siècle différait fortement (même pour le Royaume-Uni) du contexte de tensions aiguës hérité de la Grande Guerre et des stabilisations monétaires et budgétaires conflictuelles qui l'avaient suivie, ce qui explique que si la résolution de la crise de la dette fut longue et difficile, elle aboutit néanmoins sans éclatement de l'euro. L'émergence de la Chine, d'autre part, si elle remet en cause la domination américaine comme celle-ci avait bousculé celle de la Grande-Bretagne, est plus progressive et, pour l'instant, plus contrôlée sur le plan financier. Laissant à l'écart ces éléments pourtant cruciaux (voir pour une vue d'ensemble, Hautcoeur, 2009), nous nous concentrons dans cet article sur deux comparaisons entre la Grande Dépression et la grande récession : le traitement des crises bancaires et monétaires, d'une part, et les nouvelles régulations financières en ayant résulté, d'autre part. Le premier point nous permet de comprendre l'une des raisons pour lesquelles la crise de 2008 ne dégéné-

(1) Je remercie Eugene White pour ses suggestions en vue de la rédaction de cet article.
(2) Le discours économique étant, depuis 1945, centré sur les États-Unis, ce qui peut se passer ailleurs n'a jamais le même impact sur ce discours.
(3) New York Times, *2016.*

ra pas en une nouvelle grande dépression, tandis que le second nous montre les leçons qui en furent tirées, et qui informent encore aujourd'hui notre pensée en matière de régulation.

Sauvetages d'urgence

En 1929 comme en 2007, de premières crises furent résolues relativement aisément par les autorités, qui crurent alors pouvoir maintenir leur mode d'action ordinaire et minimisèrent les tensions sous-jacentes. Ce fut le cas pour la crise boursière d'octobre 1929 (même si, dans la mémoire collective, elle est très souvent considérée comme la « cause » de la dépression [4]). Ce fut aussi le cas pour la crise du marché américain des *subprimes* (les crédits hypothécaires de deuxième qualité), qui commença en avril 2007 avec la faillite de New Century Financial, l'un des grands prêteurs, et avec le sauvetage d'urgence de Bear Sterns en août 2007, absorbée par JP Morgan avec l'appui du Trésor américain.

Les historiens confirment l'existence aux États-Unis d'une bulle sur le marché immobilier et sur les titres qui le finançaient au milieu des années 1920, et d'une bulle sur le marché des actions en 1928-1929, résultant sans doute d'un engouement pour les titres d'entreprises de nouvelles technologies et de crédits excessifs accordés aux intermédiaires boursiers (Rappoport et White, 1993). La première se dégonfla à partir de 1926, conduisant à une crise aiguë du secteur, contribuant peut-être à la chute de Wall Street, mais sans impact élevé sur les banques (White, 2009 ; Goetzman, 2010). L'explosion de la deuxième mit les spéculateurs à terme en difficulté, ainsi que les banques qui les avaient financés, non sans un réel effet sur l'économie *via* la chute des patrimoines financiers (Romer, 1990). Néanmoins, la Federal Reserve Bank de New York (alors plus expérimentée et encore assez indépendante par rapport au Board of Governors du Federal Reserve System, **le** Fed) intervint promptement en fournissant les liquidités nécessaires, empêchant tout développement dramatique [5] ; et l'impact sur l'économie, limité à une petite fraction de la population, ne put pas être considérable. Malgré son caractère aigu, la crise restait à ce stade une crise cyclique ordinaire, aggravée peut-être par un marché financier peu régulé qui s'était développé de manière trop rapide dans les années 1920 en profitant du basculement vers New York du rôle de place financière dominante à l'échelle mondiale, mais, au fond, pas plus grave que la crise de 1921 et résolue par l'intervention des autorités monétaires ; ce sont alors les crises bancaires de fin 1930 et 1931 et du printemps 1933 qui rendirent la dépression unique (Friedman et Schwartz, 1963), puisque ce ne fut qu'avec les actions radicales de Roosevelt au printemps 1933 que le système financier fut stabilisé et que l'économie repartit. En Europe, le printemps et l'été 1931 déclenchèrent eux aussi une série de crises bancaires majeures, auxquelles s'ajoutèrent des crises monétaires qui s'enchaînèrent jusqu'à fin 1936. De même, c'est seulement la faillite, le 15 septembre 2008, de Lehman Brothers, l'une des principales banques d'affaires américaines, qui provoqua l'assèchement brutal de la liquidité sur le marché monétaire américain et fit craindre un effondrement généralisé du système bancaire.

La différence de réaction est ici cruciale. Début septembre 2008, la nationalisation des deux acteurs principaux du marché hypothécaire, Fannie Mae et Freddie Mac (qui détenaient près de la moitié des crédits hypothécaires américains en cours), avait montré l'importance des pertes potentielles et la nécessité de les faire assumer par un gouvernement responsable d'avoir encouragé le développement des crédits par ces deux institutions. Avec Lehman Brothers, le gouvernement et la Fed crurent bon de faire un exemple, concernant une banque apparemment insolvable (ce qui a été contesté depuis) et qui avait clairement des responsabilités dans la situation du marché hypothécaire. Mais cette faillite déclencha un mouvement de panique. Le gouvernement dut, dès le lendemain, sauver le conglomérat financier AIG, ce qui ne fit qu'accroître l'inquiétude. Au-delà de la phase de sauvetage pur, qui impliqua de déborder assez nettement des actions ordinaires du gouvernement et de la banque centrale, la stabilisation de la situation passa par une politique monétaire non seulement plus accommodante (cela suppose qu'il y ait une demande à satisfaire), mais également active, « inondant » (le terme a été employé dans une métaphore incendiaire fréquente) le marché de liquidités. Le Fed, qui avait commencé par abaisser de plus en plus ses taux, mais sans accroître le total de son bilan (ses taux atteignant 0, fin 2008), n'hésita pas, lors de la phase aiguë de la crise, à acheter massivement des actifs publics et privés, de sorte qu'entre septembre et décembre 2008, son bilan tripla avant de se stabiliser à un haut niveau (Wheelock, 2010).

Cette politique monétaire volontariste a été directement inspirée de l'expérience des années 1930. Comme Christina Romer, Ben Bernanke, gouverneur du Fed, avait longuement étudié les années 1930 (voir les articles réunis dans Bernanke, 2000). Comme Milton Friedman et Anna Schwartz, il était convaincu que les crises bancaires avaient été LA cause de la dépression et avaient résulté de la politique trop restrictive du Fed. Inspiré par l'interprétation fournie à l'époque par Irving Fisher (1933) et conforté par des travaux théoriques sur les asymétries d'information en matière de crédit (Stiglitz et Weiss, 1981), il voit dans la Grande Dépression un cercle vicieux dans lequel un choc initial s'amplifie par un accroissement de l'incertitude, une fuite vers la liquidité, une faillite de certaines banques se répercutant sur d'autres, tandis que les entreprises, asphyxiées par le recul du crédit, abaissent désespérément leurs prix et licencient, provoquant déflation, chômage et chute de la demande. Face à cette situation, la politique du Fed resta trop restrictive : d'une part, en intervenant trop peu pour sauver les banques en difficulté, d'où des milliers de faillites bancaires ; d'autre part,

(4) Voir le travail en cours de Youssef Cassis sur la mémoire des crises financières.

(5) La Fed avait médité l'expérience française de 1882 et compris qu'il fallait éviter la faillite du Stock Exchange en refinançant les brokers *pour éviter des répercussions en chaîne sur les banques qui les finançaient.*

en remontant ses taux et en resserrant le crédit sitôt les crises aiguës passées. Cette politique erronée s'explique par une conviction que les besoins de liquidité étaient satisfaits par un taux nominal faible (même si les prix baissaient, produisant un taux réel *ex post* élevé) et au vu des faibles présentations à l'escompte (qui pouvaient résulter de la crainte d'une stigmatisation comme de l'insuffisance d'actifs escomptables), ainsi que par une crainte pour la convertibilité externe du dollar (malgré des réserves métalliques considérables). Au total, les interventions trop limitées des autorités monétaires (comme leur pendant pour la politique budgétaire) n'empêchèrent pas la poursuite des faillites bancaires, de la baisse de la masse monétaire et des prix [6]. Quant au gouvernement Hoover, s'il donna en 1932 au Fed (qui en usa peu) des pouvoirs de crédit étendus dans les circonstances exceptionnelles de l'époque, et s'il créa en 1932, sous la pression de l'opinion, la Reconstruction Finance Corporation (RFC) pour apporter du capital à des banques en difficulté, il n'en fit pas d'usage volontariste, de sorte qu'elle n'apporta pas les remèdes espérés [7].

C'est seulement la fermeture générale des banques pour inspection, le soutien massif de la RFC – qui prit des participations dans la moitié des banques en 1933 (Mason, 2001) – et sans doute plus encore la suspension de la convertibilité du dollar en or qui fournirent le choc psychologique nécessaire à la reprise de confiance et à la fin des faillites. La reprise de la croissance de la base monétaire (qui progressa de 10 % par an, de 1933 à 1937) contribua sans doute, avec d'autres mesures du New Deal, à la reprise économique.

L'historiographie considère ainsi que les crises bancaires américaines jouèrent un rôle essentiel dans l'approfondissement de la dépression aux États-Unis. En Europe, deuxième foyer de la dépression, ce sont des crises bancaires et de change, liées entre elles, qui jouèrent un rôle essentiel, de manière largement indépendante de la crise américaine. Sur la France, les travaux récents de D. Lacoue-Labarthe et ceux en cours d'E. Monnet, A. Riva et S. Ungaro à l'École d'économie de Paris suggèrent qu'un très grand nombre de banques régionales de taille moyenne disparurent, conduisant à une réduction de l'intermédiation et de l'offre de crédit qui a été sous-évaluée par des travaux antérieurs centrés sur les grandes banques parisiennes et sur la Banque de France, lesquelles n'avaient alors aucune difficulté de liquidité, notamment du fait de la position internationale de la France, qui attirait alors les capitaux internationaux. Les opérations de sauvetage pratiquées par la Banque de France pour les banques les plus importantes n'empêchèrent pas une déflation globale, d'autant plus que la politique monétaire resta dominée durablement par l'impératif de convertibilité et par l'obsession d'une maîtrise de l'inflation, une préoccupation forte héritée des années 1920.

Plus manifeste et dramatique fut la crise bancaire d'Europe centrale : en Autriche, tout d'abord, avec la faillite de la CreditAnstalt Bank, qui, depuis son absorption de la Bodencreditanstalt, en 1929, détenait 70 % du total des actifs bancaires autrichiens (Schubert, 1991). Elle fut sauvée par le gouvernement et la banque centrale, mais le poids de ce sauvetage pour les finances publiques et en termes de création monétaire fut tel que la convertibilité de la monnaie autrichienne fut immédiatement remise en cause. En Allemagne, ensuite, où une succession de faillites conduisit à une nationalisation des principales banques et à la mise en place du contrôle des changes au cours de l'été 1931. Là aussi, la mémoire encore fraîche de l'hyperinflation conduisit à privilégier la solidité monétaire. En Angleterre, enfin, où le système bancaire résista mais pas la monnaie, victime des besoins de liquidité de banques européennes rapatriant leurs avoirs situés à Londres. Globalement, les pays dans lesquels dominaient des petites banques peu diversifiées connurent des crises bancaires importantes et, de ce fait, des années 1930 plus noires que les autres ; en premier lieu, parce que les autorités monétaires résistèrent à une vraie relance monétaire pour en contrebalancer les effets (Bernanke et James, 1991 ; Grossman et Meissner, 2010).

Outre les crises bancaires, les crises monétaires conduisirent à une véritable dislocation du système monétaire international d'étalon de change or qui venait tout juste d'être généralisé à l'échelle européenne après de difficiles ajustements devenus indispensables suite à la Grande Guerre (Wolf, 2010). La dévaluation de la livre (septembre 1931), vrai traumatisme international sur le moment, fut suivie par nombre de pays au fil des années postérieures ; mais d'autres suivirent l'Allemagne dans le contrôle des changes et la recherche de l'autarcie. Au sein du bloc-or constitué autour de la France, le maintien de l'étalon-or ne put se faire qu'au prix du protectionnisme et de politiques déflationnistes qui aggravèrent la crise.

La crise des dettes souveraines européennes de 2010 (qui commença avec la dégradation de la notation de la dette grecque par les principales agences spécialisées, en décembre 2009) justifie aussi une comparaison avec les années 1930, l'euro remplaçant l'étalon-or comme carcan empêchant les ajustements de taux de change qui auraient permis de sortir de la crise (Eichengreen, 1992). L'étalon-or imposait non seulement un taux de change fixe, mais également une parité par rapport à l'or, ce qui interdisait un ajustement monétaire commun, que l'euro peut effectuer comme le dollar par rapport aux autres monnaies, notamment au yuan. Là où, dans les années 1930, les dévaluations eurent lieu en général sous la pression des marchés et sans aucune coordination internationale, conduisant à des externalités négatives sur les pays qui restaient dans le système de l'étalon-or, une vraie coordi-

(6) Des travaux plus récents (Calomiris et Mason, 2003) suggèrent que les faillites bancaires ne résultaient pas de paniques, mais des difficultés économiques de la clientèle des banques, sauf pour la crise bancaire majeure de 1933, à la veille de la passation de pouvoir entre Hoover et Roosevelt, et sans doute du fait de l'incertitude liée à ce changement politique. Si ce résultat remet en cause le caractère exogène des crises bancaires comme cause principale de la dépression, il n'en diminue pas pour autant leur importance dans l'aggravation de celle-ci, ni la nécessité d'y remédier.

(7) En outre, la RFC fut, dans un premier temps, peu utilisée, car les noms des banques demandant à en bénéficier étaient rendus publics, ce qui provoquait l'inquiétude immédiate de leurs créanciers.

nation fut réalisée par l'Union européenne avec le FMI et la Banque centrale européenne, et un plan d'urgence mis en place rapidement, puisqu'en mai 2010, la BCE annonça qu'elle accepterait les titres de la dette publique grecque en garantie, quelle que soit leur notation, tandis que l'UE annonçait un plan de soutien à hauteur de 110 milliards d'euros et un fonds de stabilisation conjoint avec le FMI à hauteur de 750 Mds. Si l'absence d'unité fiscale européenne empêche de savoir comment le poids des dettes sera réparti et quelle politique économique européenne permettrait de réduire au mieux les déséquilibres internes à l'Union, il reste que par rapport aux choix non concertés, voire hostiles aux voisins qui furent faits dans les années 1930, même au plus fort de la crise, la leçon a été là aussi tirée. La multiplication des défauts (allemand sur les réparations, puis français et anglais sur les dettes de guerre) et les représailles qui s'ensuivirent accentuèrent alors le repli sur soi de la plupart des pays et accélérèrent la fuite des capitaux vers les États-Unis durant la montée vers la guerre.

New Deal et régulation financière

La lecture classique de la régulation financière américaine au XXe siècle est la suivante : à une finance dérégulée, le New Deal substitua une régulation qui permit d'empêcher les crises financières et bancaires pendant plusieurs décennies. La remise en cause libérale de cette régulation conduisit à un renouveau des crises financières qui trouva son paroxysme dans celle de 2009. Ce récit mérite d'être significativement nuancé, et fait l'objet d'un débat de première importance.

Comme le fait remarquer Temin (2010), les hasards du calendrier politique américain firent qu'alors que Roosevelt n'arriva au pouvoir que quatre ans après le déclenchement de la crise de 1930, devant faire face à une opinion désireuse de solutions nouvelles voire radicales, et dans un contexte international marqué par les politiques étatistes menées en Allemagne ou en Union soviétique, Obama y accéda au moment le plus aigu de la crise et dans des contextes international comme intellectuel très différents. S'il intervint alors rapidement, il n'eut pas à faire face à une pression politique s'étant accumulée au cours d' années de dépression comme cela avait été le cas de Roosevelt. Cela lui évita – ou l'empêcha – de devoir adopter des réformes radicales, notamment en matière financière. Les partisans de la dérégulation s'en réjouissent en mettant en exergue les erreurs de Roosevelt (Calomiris, 2010). Les autres soulignent la cohérence politique des réformes Roosevelt ou leur nécessité pour faire face à l'instabilité intrinsèque de la finance (Minsky, 1986). Pour mieux comprendre ce débat, il convient de reprendre les principales caractéristiques de la régulation financière mise en place lors du New Deal, en les replaçant dans leur contexte.

Contrairement à une idée répandue, le système financier américain, avant 1929, était régulé, plus sans doute que nulle part ailleurs. Depuis la création du National Banking System en 1863, les *national banks* (par opposition aux *state banks* régulées par les États fédérés) étaient autorisées et contrôlées strictement par la Comptroller of the Currency, sous l'autorité du Treasury. La création du Federal Reserve System en 1913 avait surmonté des décennies d'hostilité à l'instauration d'une banque centrale pourtant nécessaire pour pouvoir lutter contre des crises bancaires récurrentes. Des obligations d'information existaient aussi pour les sociétés souhaitant émettre des titres. Des débats sur de nouvelles régulations avaient eu lieu dans les années 1920, mais le gouvernement Hoover n'envisagea pas une véritable régulation du système financier, même en pleine crise. Le Sénat créa certes en 1932, sous la pression populaire, une commission d'enquête sur le comportement des banques pendant la crise. Ce n'est cependant qu'après l'élection de Roosevelt qu'elle durcit son enquête, jusque là très bienveillante, suite à la nomination en son sein de l'avocat F. Pecora. Le rapport dit Pecora mit en évidence des pratiques douteuses et des conflits d'intérêts aigus autour des émissions de titres. Roosevelt s'appuya sur ses résultats pour mettre en place un ensemble de réformes majeures.

Dès 1933, le Glass Steagall Act sépara les activités de banques commerciales de celles d'investissement dans la pure tradition de la doctrine des effets réels, en réaction aux abus de transformations qui s'étaient multipliés dans les années 1920 et à la loi McFadden de 1927 qui avait facilité la création de filiales d'investissement par les banques commerciales. Le rapport Pecora déboucha aussi, en 1934, sur un accroissement des obligations d'information vis-à-vis des investisseurs et un contrôle accru des Bourses et de leurs acteurs grâce à la création de la Securities and Exchange Commission.

Concentré sur les grandes banques et sur la Bourse, le rapport Pecora ne permit cependant pas de lutter contre la fragilité structurelle du système bancaire américain. Il ne remit pas en cause les restrictions au *branching* (la création par les banques de succursales dans d'autres États que celui de leur enregistrement), considérées comme une des causes majeures de l'importance de la crise bancaire. En effet, la dispersion du système bancaire le fragilisait en freinant la diversification (au passif, comme à l'actif), en conduisant à la constitution de pyramides instables de réserves dans les centres financiers et en freinant la coordination des réponses aux crises (Calomiris, 2010). Le système bancaire américain se caractérisait (et se caractérise encore aujourd'hui) par un nombre très élevé de banques de petite taille, à l'activité essentiellement locale. De la fin 1929 à la fin 1933, le nombre des banques passa de 24 633 à 15 015, plus du tiers des banques firent faillite, représentant 14 % des dépôts, tandis que le système bancaire canadien, très concentré, traversait la dépression sans dégâts et en atténuait même la gravité (Bordo *et al.,* 2011). Or, loin de remettre en cause les restrictions au *branching*, le Glass Steagall Act satisfit une revendication ancienne des petites banques (qui favorisa les survivantes) en imposant l'assurance des dépôts (White, 1983 ; Calomiris et White, 1994). Il allait ainsi à rebours de l'évolution des années 1920, où de nombreuses fusions et la libéralisation de certaines législations d'États avaient permis un début de concentration. Quant à l'assurance des dépôts, si elle protégea les petits déposants,

elle créa aussi des risques en permettant aux créanciers des banques d'éviter de surveiller leur comportement. La loi Glass Steagall restreignit aussi la création de banques, tandis que la *regulation Q* limita le taux d'intérêt que les banques purent offrir à leurs déposants, dans le but d'empêcher les banques de Wall Street d'attirer les capitaux vers le marché boursier, mais avec pour effet pervers de restreindre aussi la concurrence.

À ces mesures hostiles aux grandes banques et à la Bourse de New York s'ajoutèrent, dans l'esprit du temps, des interventions plus directes. En mémoire de l'effondrement des spéculations immobilières des années 1920 et face à un marché hypothécaire sinistré (plus de 20 % des crédits sont en défaut en 1933) qui empêchait toute reprise de la construction (dont un tiers des travailleurs étaient au chômage), Roosevelt créa la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) pour relancer l'activité hypothécaire (McLean, 2015). La loi Glass Steagall autorisa également l'achat de titres publics par le Fed, facilitant le financement de l'État fédéral et créant un biais inflationniste cohérent avec la dévaluation du dollar, mais potentiellement coûteux à long terme (Calomiris et Wheelock, 1998).

Si elles accompagnèrent une stabilisation financière durable, puisqu'aucune crise significative n'eut lieu jusqu'à celle des caisses d'épargne (à partir de 1986), ces régulations furent peu à peu remises en cause sous l'effet, d'une part, de la remise en cause d'un pilotage « dirigiste » de l'économie et, d'autre part, de la remontée des taux d'intérêt à partir de l'accord Treasury-Fed de 1951, qui restitua au Fed l'autorité monétaire. Cette remontée des taux conduisit à des tensions au sein d'un système segmenté marqué par une forte concurrence dans l'accès aux mêmes ressources (ainsi entre caisses d'épargne non soumises à la *regulation Q* et banques) et à l'invention de nouveaux produits contournant les réglementations et redonnant peu à peu un rôle central au marché. Les restrictions au *branching* furent de plus en plus vues comme inefficaces, et levées après les faillites des années 1980. D'autres régulations furent contournées : la *regulation Q* par les *money market mutual funds* à partir des années 1970, une assurance des dépôts déplafonnée de fait grâce au CDARS (*Certificate of Deposit Account Registry Service*). L'interdiction de l'*underwriting* fut aussi contournée peu à peu après 1987, jusqu'à l'abolition du Glass Steagall Act par le Gramm-Leach-Bliley Act de 1999. Plus paradoxalement, les fonds de pension créés par le New Deal pour assurer les retraites par le biais de la capitalisation contribuèrent aussi à faire réémerger des marchés financiers puissants et à déstabiliser d'autres acteurs (Kregel, 207, 1997). Les montants de leurs opérations devinrent en effet trop importants pour les *brokers* boursiers traditionnels, qui durent ouvrir l'accès à la Bourse aux banques d'investissement à partir de 1970.

Par petites touches, toute la législation financière du New Deal fut remise en cause. La concurrence s'accentua, provoquant innovations, mais aussi des prises de risques accrues (Allen et Gale, 2000). Doit-on considérer que se développent alors des comportements financiers trop risqués qui déboucheraient, après les avertissements que constituaient la crise de Long Term Capital Management en 1998 ou celle d'Enron en 2001, sur la crise actuelle (Temin, 2010) ? Ou bien que les régulations du New Deal n'ont dû leur survie sur le long terme qu'à un concours de circonstance chanceux tenant à une longue période de croissance, et qu'elles n'ont pas été assez systématiquement supprimées au profit d'un vrai marché homogène (Calomiris, 2010) ? On ne peut nier que, dans le détail, les régulations du New Deal n'étaient pas toujours cohérentes, ni que la dérégulation se soit imposée tout en accroissant le désordre : ainsi, on peut citer Fannie Mae qui s'est vue privatisée (en 1968), dédoublée (en 1970) et amenée à la fois par le gouvernement et par la concurrence à se financer de manière incompatible avec sa stabilité, préparant la crise de 2008.

À un niveau général, pourtant, les réformes financières du New Deal faisaient système avec un ensemble de politiques plus vaste, réformant le travail et la fiscalité, créant la Sécurité sociale, et dont l'objectif était une distribution plus égale du travail et des revenus et une moindre instabilité plus que l'efficacité économique. En matière financière, il visait à segmenter le marché du crédit de manière à assurer la stabilité de chaque segment et, surtout, son contrôle par le pouvoir politique, au détriment des grands acteurs financiers et de la banque centrale. Cela allait de pair avec un pouvoir exécutif fédéral renforcé vis-à-vis des États (le budget fédéral fit plus que doubler en pourcentage du PNB et le déficit devint, *volens nolens*, une pratique fédérale), mais aussi par rapport au Fed, notamment par la création, en 1934, d'un fonds de stabilisation des changes placé sous l'autorité du Treasury, qui aurait pu ainsi contrebalancer la politique monétaire.

La déconstruction de la législation financière du New Deal n'a pas, par ailleurs, conduit à un système homogène, et la dérégulation d'un système financier encore partiellement segmenté a pu accroître sa fragilité : les agences et instances de contrôle étant aussi nombreuses (voire plus) que les anciens segments du marché, et peu coordonnées, elles deviennent impuissantes lorsque le système se réunifie par le jeu d'une dérégulation s'articulant autour du marché financier, comme le montre, par exemple, la stabilité financière que connaît le Canada, où le système est peu fragmenté, les banques importantes, et l'ensemble contrôlé par un régulateur unique (Bordo *et al.,* 2011).

Après la crise de 2009, le Congrès américain a adopté la loi Dodd Frank en 2010, qui prévoit plus de transparence et de responsabilisation des grandes banques, notamment la préparation par chacune d'elles d'une procédure de liquidation ordonnée de manière à protéger gouvernement et banque centrale du chantage du « trop gros pour faire faillite » (*too big to fail*). En harmonie avec son époque, cette loi prévoit moins un accroissement du pouvoir du gouvernement que la délégation de l'exercice dudit pouvoir à un très grand nombre d'agences aux compétences parfois contradictoires, et ce processus promet d'être d'autant plus long que les grandes banques ont très vite réaffirmé leur droit à participer à leur propre régulation. Le Consensus de Washington, remis en cause

pendant deux ans, a repris l'essentiel de ses prérogatives. Le 22 mai 2018, le Congrès a d'ailleurs réduit de 38 à 12 (sur les 5 670 que comptent les États-Unis) le nombre des banques soumises à la surveillance directe du Fed du fait du risque systémique qu'elles représentent.

Conclusion

Quand Roosevelt arriva au pouvoir, l'Amérique faisait face à une dépression qui empirait depuis quatre années. Quand bien même les raisons profondes de la dépression étaient sans doute dans des réactions populaires contre la mondialisation et dans les tensions géopolitiques issues de la Grande Guerre (James, 2000 ; Kindleberger, 1986), il préféra accuser la spéculation financière et mettre en place un ensemble de réglementations qui constitua un tournant pour le système financier américain. En Europe, du fait des deux chocs majeurs que représentèrent les guerres mondiales, les régulations financières furent plus étalées dans le temps et tinrent compte des spécificités nationales, même si le mouvement d'ensemble fut comparable à celui des États-Unis. Là aussi, la segmentation du marché et le renforcement du pouvoir exécutif furent de mise, qui perdurèrent bien au-delà de la chute des régimes totalitaires. Du fait du poids des États-Unis après 1945, les déréglementations qui y eurent lieu s'étendirent de gré ou de force à l'Europe, même si les systèmes financiers purent y demeurer en partie différents jusqu'à aujourd'hui. Face à la crise de 2008, les États-Unis ne changèrent pas – du moins jusqu'à présent – cette orientation libérale, sauf par une politique monétaire dont les conséquences restent imprévisibles. L'Europe ne répondit pas très différemment, même si ce fut la crise des dettes souveraines et non une crise bancaire qui lui imposa d'adopter la même politique monétaire, et qui la poussa à construire des structures communes pour la régulation des banques et des marchés. A-t-on pour autant tiré toutes les leçons de l'histoire mouvementée de la régulation financière et des crises du XXe siècle ? Aujourd'hui, le consensus de Washington semble quasiment restauré, mais les réactions contre la mondialisation se durcissent des deux côtés de l'Atlantique. Éviter une autre Grande Dépression reste un défi.

Références

ALLEN F. & GALE D. (2000), "Comparing Financial Systems", MIT Press.

BERNANKE B. S. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press.

BERNANKE B. S. & JAMES H. (1991), "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in Internationale Comparison", in HUBBARD R. G. (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago.

BORDO M., REDISH A. & ROCKOFF H. (2011), "Why didn't Canada have a banking crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or…)?", NBER WP 17312.

CALOMIRIS C. & WHEELOCK D. (1998), "Was the Great Depression a Watershed for American Monetary Policy?", *in* BORDO M. D., GOLDIN C. & WHITE E. (1998), *The Defining Moment: the Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century,* University of Chicago Press & NBER, pp. 23-66.

CALOMIRIS Ch. (2010), "The political lessons of Depression-era banking reform", *Oxford Review of Economic Policy* 26, 3, pp. 540-560.

CALOMIRIS Ch. & MASON J. R. (2003), "Fundamentals, Panics and Bank Distresse During the Depression", *American Economic Review* 93, pp. 1615-1647.

CALOMIRIS Ch. & WHITE E. (1994), "The Origins of Federal Deposit Insurance", in GOLDIN C. & LIBECAP G. (eds), *The Regulated Economy : A Historical Approach to Political Economy,* University of Chicago Press & NBER, pp. 145-188.

EICHENGREEN B. (1992), *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression*, *1919-1939*, New York, Oxford University Press.

EICHENGREEN B. & O'ROURKE K. H. (2009, 2010), "A Tale of Two Depressions. What the new data tell us", *Vox.eu*, 6 avril 2009, mis à jour le 4 juin 2009 et le 8 mars 2010.

FISHER I. (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1, n°4, pp. 337-357.

FRIEDMAN M. & SCHWARTZ A. J. (1963*), A Monetary History of the United States, 1867-1960,* Princeton U.P.

GOETZMANN W. & NEWMAN F. (2010), "Securitization in the 1920s", NBER WP 15650.

GROSSMAN R. & MEISSNER Ch. (2010), "International aspects of the Great Depression and the crisis of 2007 similarities, differences, and lessons", *Oxford Review of Economic Policy* 26, 3, pp. 318-338.

HAUTCOEUR P.-C. (2009), *La Crise de 1929*, La Découverte.

JAMES H. (2001), *The End of Globalisation: Lessons from the Great Depression,* Cambridge, Harvard U.P.

KINDLEBERGER C. P. (1986), *The World in Depression: 1929-1939,* University of California Press.

KRUGMAN P. (2009), "The Great Recession versus the Great Depression", Conscience of a Liberal, *New York Times*, 20 March.

KREGEL J. A. (1997), "The role of 1930s regulations in the development of financial markets in postwar United States, Germany and Great Britain", *in* FORSYTH D. J. & NOTERMANS T. (eds), *Regime changes. Macroeconomic policy and financial regulation in Europe from the 1930s to the 1990s,* Oxford: Berhahn Books, pp. 256-309.

LACOUE-LABARTHE D. (2005), « La France a-t-elle connu des paniques bancaires inefficientes ? », *Revue d'économie politique*, 115, 5, pp. 633-656.

SHORT D. (2009), "Four Bad Bears", DShort: Financial Lifecycle Planning, 20 March.

McLEAN B. (2015), *Shaky Grounds : the Strange Saga of the U.S. Mortgage Giants,* Columbia Global Reports.

MINSKY H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy,* McGraw-Hill.

SCHUBERT A. (1991), *The Credit-Anstalt Crisis of 1931*, Cambridge U.P.

SCHUKER S. A. (1988), *American "Reparations" to Germany, 1919-1833: implications for the Third World Debt Crisis,* Princeton U.P.

TEMIN P. (1989), *Lessons from the Great Depression,* Cambridge, MIT Press.

TEMIN P. (2010), "Thre Great Recession & the Great Depression", *Daedalus* 139, n°4, Fall.

GROSSMAN R. & MEISSNER Ch. (2010), "International aspects of the Great Depression and the crisis of 2007. Similarities, differences, and lessons", *Oxford Review of Economic Policy* 26, 3, pp. 318-338.

VOYNET D. (2008), « Un New Deal européen, écologique et social », *Le Monde,* 11 novembre.

WHEELOCK D. (2010), "Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-33 and 2007-09", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 92, 2, pp. 89-107.

WHITE E. (2009), "Lessons from the great American real estate boom and bust of the 1920s", NBER WP 15 573.

WOLF N. (2010), "Europes's Great Depression: coordination failure after the First World War", *Oxford Review of Economic Policy* 26, 3, pp. 339-369.