

COLLOQUE
« LA CRISE :
TROIS ANS APRÈS
QUELS
ENSEIGNEMENTS ? »

Université Blaise Pascal
IUFM Auvergne
Mardi 9 février 2010

**1907-2007 : de la « panique Roosevelt » à la
crise des « subprimes »**

MENDEZ, Julien

Institut d'Etudes Politiques de Lille, PHARE

TUTIN, Christian

Université de Paris Est Créteil (UPEC), PHARE

1907-2007 : de la « panique Roosevelt » à la crise des « subprimes »

MENDEZ, Julien

Institut d'Etudes Politiques de Lille, PHARE

TUTIN, Christian

Université de Paris Est Créteil (UPEC), PHARE

INTRODUCTION : POURQUOI 1907 ?

Lorsqu'il s'agit de trouver un précédent à la crise actuelle, la grande crise de 1929 s'impose le plus souvent. Elle n'est pourtant ni la seule crise internationale du capitalisme, ni même la crise financière la plus aigüe qu'aient connue les Etats-Unis dans leur histoire. Toutes les crises comportent un moment financier, un moment industriel, et représentent une menace au moins potentielle pour le système bancaire. Celle de 1907, bien que ses conséquences sur l'économie réelle et ses répercussions internationales aient été bien moindres, est plus intéressante, en tant que crise bancaire « systémique ». A ce titre elle présente un certain nombre de caractéristiques qui en font un terme de comparaison intéressant avec la crise de 2007 : a/ il s'agit d'une crise de liquidité bancaire ; b/ qui

résulte d'un défaut manifeste de régulation et c/ qui met en cause un problème de prêteur en dernier ressort.

Dans une première section, on analysera les causes et le déroulement de la crise de 1907 avant de s'intéresser à ses conséquences politiques et institutionnelles dans une deuxième section. Enfin, la section 3 sera consacrée à des comparaisons avec la crise actuelle et les autres crises financières du XIX^e siècle et du début du XX^e siècle.

I. LA « PANIQUE ROOSEVELT », OU L'AUTRE GRANDE CRISE

A. Le contexte américain

Après deux périodes pendant lesquelles une banque dotée d'un statut particulier joue un rôle de quasi banque centrale avec la *First Bank of US* (1791-1811) puis la *Second Bank of US* (1816-1836), l'histoire monétaire des Etats-Unis connaît un long épisode au cours duquel aucune institution n'est dotée des fonctions d'une banque centrale.

- *Le National Banking System*

Depuis les lois de 1863 et 1864¹, les banques sont régies par le *National Banking System* et, depuis l'année 1900, sous un régime de monométallisme-or².

En 1906, le système bancaire était donc fondé sur la distinction entre trois types de banques :

- Les *national banks*, autorisées à émettre de la monnaie sous licence gouvernementale;
- Les *state banks*, réglementées par les différents Etats ;

¹ National Banking Acts des 25 février 1863 et 25 février 1864.

² Gold Standard Act du 14 mars 1900.

- Les *private banks*, vont des banques d'affaires internationales comme celle de J. P. Morgan à de petites banques-« boutiques ».

Les US Notes³ (les « Greenbacks ») et l'or servaient de monnaie légale. Les *national banks* pouvaient émettre des *national bank notes* dont l'émission ne leur était permise qu'après dépôt d'un montant équivalent de bons du Trésor pour servir de garantie⁴. Les *national bank notes* sont convertibles sur demande en monnaie légale, sont recevables pour le paiement des dettes et chaque *national bank* doit accepter au pair les billets des autres *national banks*⁵.

Chaque banque est astreinte à un montant minimal de réserves calculé en pourcentage de ses dépôts. Les montants de réserves requis dépendaient essentiellement de la localisation des banques par rapport aux centres financiers du pays. Les réserves (15% des dépôts pour les *country banks* et 25% pour les banques des *reserve cities*⁶ et des *central reserve cities*⁷) devaient être conservées pour partie en monnaie légale (*US notes* ou or), le reste pouvant être déposé auprès de banques de rang supérieur.

Un lien financier très fort unissait ainsi les banques de l'intérieur du pays, incitées à placer une grande part de leurs réserves à New York, aux institutions financières new-yorkaises. Les dépôts des banques locales auprès de celles

³ Par le *Legal Tender Act* du 25 février 1862, afin de financer la guerre contre les Etats sécessionnistes.

⁴ Et dans la limite de 90% ou 100% de leur capital selon les périodes.

⁵ A l'exception de ceux émis par des banques ayant fait défaut sur la convertibilité de leurs billets

⁶ Les *reserve cities* sont les centres financiers intermédiaires, au nombre de 47 à la fin de la période. Voir Champ (2007) pour des données.

⁷ Au nombre de trois : New York, Chicago et Saint-Louis.

des grands centres financiers sont, pour l'essentiel, placés par ces dernières au jour le jour sur le marché des *call loans*⁸.

Enfin, s'il n'existe pas de banque centrale, il faut noter que :

- Le Trésor transférait régulièrement de la monnaie légale entre les différentes régions américaines pour les déposer auprès des banques⁹ ;
- Il existait des chambres de compensation associant différentes banques.

Cependant, les moyens du Trésor étaient limités et les chambres de compensation n'existaient pas partout et n'étaient pas homogènes. Comme l'explique clairement Charles Rist, le système manifeste une double tendance à l'illiquidité et à la spéculation : « ...dans un pays où le système des lettres de change intérieures n'existait pas, (...à) les commerçants se procuraient des fonds auprès de leurs banquiers par la remise de simples billets à ordre difficilement réescomptables par une banque d'émission. Ces billets à ordre s'accumulaient dans les banques en contrepartie d'avances, sans constituer pour elles un actif constamment et commodément mobilisable. Aux Etats-Unis les fonds disponibles des banques étaient placés essentiellement en opérations de report à la bourse de New York, de sorte que les disponibilités du pays, au lieu d'être orientées vers un emploi commercial, l'étaient vers le financement de la spéculation boursière » (Rist, 1938, p. 438-439).

De fait, les suspensions ou faillites bancaires sont courantes : entre 50 et 130 par an entre 1900 et 1906¹⁰, alors qu'il n'existe aucun système d'indemnisation des épargnants.

⁸ La *call money* sert alors à financer des acquisitions de titres sur marge.

⁹ Ce qu'il fait à partir du mois d'août de chaque année (Kemmerer, 1911).

¹⁰ Moen & Tallman, 1990.

- Les trust companies

A côté des banques, il existait en 1907¹¹ plusieurs types d'intermédiaires financiers soumis à des réglementations différentes. Parmi ceux-ci, les *trust companies* ont une place centrale et sont le siège d'importantes innovations financières. La liberté dont elles jouissaient dans leurs investissements, comparativement aux *national banks* et aux *state banks* et l'absence d'obligation de réserves jusqu'en 1906, où une loi de l'Etat de New York leur imposa 15 % de leurs dépôts, explique leur plus grande rentabilité, conséquence de leurs activités plus risquées.

Les *trusts companies* new-yorkaises se développèrent ainsi rapidement au début du 20ème siècle. Il en existait un millier en 1906. Leurs actifs, qui ont cru plus de deux fois plus vite que ceux des banques, représentaient, avec 1,4 milliards de dollars, près de trois fois ceux des *state banks* et près de 80% de ceux des *national banks*.

- Les relations financières entre Londres et New York

La croissance américaine entre le milieu des années 1890 et 1906 (7,3% par an en moyenne¹²) se traduit par des relations importantes entre les centres financiers de New York et de Londres pour le financement des investissements américains, et par de très fortes importations d'or en 1906. Pour Kemmerer (1911), les banques américaines étaient confrontées chaque année à une forte demande de liquidités pendant les mois d'août et de septembre, au moment des

¹¹ Voir sur ce point Moen et Tallman (1990).

¹² Source NBER.

récoltes et de leur expédition vers le Nord-Est des Etats-Unis puis vers l'Europe.

Les différentes banques locales américaines déposant une grande partie de leurs réserves auprès des banques de New York, cette demande de liquidité pesait chaque année sur ces dernières. La liquidité de la cote Est partait ainsi vers l'Ouest et le Sud. D'après Fisher (1991), 14% des transactions avaient alors lieu en espèces sur la période 1896-1909.

Pour y faire face, les banques de New York empruntaient chaque année des Livres Sterlings à Londres¹³. Elles pouvaient ensuite demander la conversion de ces billets de banque en or qu'elles expédiaient par bateau à New York. Le flux d'or lié aux *finance bills* compensait en partie le mouvement des liquidités vers le Sud et l'Ouest des Etats-Unis. D'après Kemmerer, les importations d'or atteignaient leur maximum en octobre.

B. Les prémisses de la crise

- *Au niveau monétaire*

Sur le plan monétaire, on peut situer l'origine de la crise dans le changement de politique de la Banque d'Angleterre – suivie par les banques centrales allemande et française – qui décide de relever son taux d'escompte pour lutter contre la fuite de l'or vers les Etats-Unis. Ainsi, la Banque

¹³ En tirant des effets en dollars - les *finance bills* - sur elles-mêmes qu'elles cédaient ensuite à des banques londoniennes. Les banques londoniennes obtenaient un remboursement en dollars au moment de l'expédition des récoltes vers l'Europe, lorsque le Dollar s'appréciait relativement à la Livre Sterling.

d'Angleterre déconseille le renouvellement des *finance bills* et, le 19 octobre 1906, le taux bancaire passe de 3,5 % à 6 %. Pour Sprague (1908), cette décision est directement à l'origine de la panique de 1907. Elle provoque en effet l'effondrement du marché des *finance bills* américains, dont le volume passe de 400 millions de dollars à seulement 30 millions. Il devient alors impossible pour les banques américaines de se refinancer à Londres.

A cela s'ajoute une demande accrue de liquidités à l'Ouest en raison du tremblement d'avril 1906 à San Francisco dont les dégâts sont estimés 1,2% et 1,7% du PIB américain. Les assureurs sont contraints de liquider des actifs et de réaliser des transferts d'or de Londres vers les Etats-Unis¹⁴ pour payer les indemnités. Le stock d'or anglais diminue de près de 15%, la liquidité du marché londonien diminue et les rumeurs de possibles difficultés enflent.

L'ensemble de ces facteurs concourt à une contraction du crédit aux Etats-Unis. De plus, non seulement l'or ne parvient plus à New York, mais encore les banques londoniennes demandent le remboursement des *finance bills* américains arrivés à échéance et le sens de circulation de l'or s'inverse entre Londres et New York. Les banques américaines sont incapables de renouveler une partie de leurs financements à court terme et, entre mai et août 1907, les réserves d'or ont diminué de 10%, malgré des taux d'intérêt élevés¹⁵.

¹⁴ De nombreux contemporains, notamment Seligman (1908) et Vanderlip (1908) invoquent aussi, pour expliquer la « soif de liquidité » de l'automne 1907, les effets sur le marché international des capitaux, des conflits du début du vingtième siècle : guerre hispano-américaine, guerre des Boers, guerre russo-japonaise.

¹⁵ D'après Moen et Tallman, 1990.

- Au niveau financier

Enfin, dès le début de l'année 1907 le cours des actions, qui avait atteint un pic entre septembre 1906 et février 1907¹⁶, entame un lent déclin, qui fait parler de « *silent crash* » aux observateurs contemporains¹⁷. Pour certains, la baisse des cours est due à la peur, entretenue par les discours de Roosevelt, de la volonté supposée du gouvernement de mettre en place de nouvelles règles défavorables aux grandes entreprises¹⁸. Mais la cause essentielle en est la hausse des taux d'intérêt. De janvier à septembre 2007, la baisse cumulée des cours de bourse est de 24% environ.

- Au niveau industriel

Les Etats-Unis avaient échappé à la crise européenne de 1900 (crise « électrique », partie de Russie à l'automne 1899), mais avaient subi une crise de faible ampleur en 1903 (crise boursière de l'acier). Les années 1905-1906 enregistrent un boom industriel très fort, marqué notamment par une intense spéculation sur le cuivre, qui enregistre une forte hausse de son cours (près de 60% de 1902 à 1906). D'où une baisse des profits dans les industries utilisatrices, et une chute des commandes d'acier. Fin 1906, l'économie américaine est en récession. Plusieurs mauvaises nouvelles sont annoncées au cours de l'été 1907 : baisse du chiffre d'affaires de la US Steel Corporation, mauvaises conditions sur le marché des céréales et baisse de la demande de fer et d'acier, puis des

¹⁶ Signe de l'euphorie financière qui régnait alors à New York, le Singer Building et le Metropolitan Life Building, destinés à être les tours les plus hautes du monde, étaient en cours d'édification début 1907.

¹⁷ D'après Bruner et Carr, 2007, p. 19.

¹⁸ Discours de Roosevelt contre les « railroads and industrial corporations » et lourdes condamnations d'entreprises.

transactions sur le cuivre. Mais la panique bancaire n'est déclenchée ni par le krach boursier rampant, ni par des faillites industrielles. Sa cause « *direct, immediate (...) was intimately related to trust company development* » (Vanderlip, 1908, p. 175).

C. La panique bancaire

- Le déclenchement

Le déclencheur immédiat de la crise est l'échec d'une spéculation (un *corner*¹⁹) des frères Heinze, ainsi que de leur banque, la Mercantile National Bank, sur les actions de la société minière United Copper. Or, Heinze contrôlait six *national banks*, une dizaine de *states banks*, cinq ou six *trust companies* et quatre compagnies d'assurance²⁰. Il est lié à d'autres banquiers.

L'échec du montage conduit à la faillite du courtier ayant exécuté les ordres de Heinze, puis à un *run* sur la Mercantile National Bank, qui s'étend à la Knickerbocker Trust Company²¹ (qui fait face à 8 millions de \$ de retraits). Cette dernière perd la confiance de ses partenaires bancaires²², qui cessent leurs opérations avec elle. La *Trust Company of America* (50 millions de dollars de dépôts) est alors attaquée.

¹⁹ Il s'agit d'acquérir une grande quantité d'actions d'une entreprise puis d'en réclamer brutalement la livraison. Si les *traders* avaient spéculé à découvert sur ces titres, le cours des actions s'envole. Les Heinze échouent car les courtiers livrent les titres qu'ils se retrouvent dans l'incapacité de payer alors que leur cours chute de 62\$ à 15\$.

²⁰ Bruner & Carr, 2007, p. 40.

²¹ Dont le président est associé aux dirigeants de la Mercantile.

²² Notamment la National Bank of Commerce, qui est son intermédiaire pour accéder à la chambre de compensation et qui est l'une des plus grandes banques du pays, étroitement liée à J. P. Morgan.

Les interventions de la New York Clearing House (NYCH) ne parviennent pas à enrayer la panique. Morgan et la NYCH décident d'abandonner la Knickerbocker et de permettre sa liquidation, car les sommes nécessaires pour la sauver sont trop importantes²³.

- La crise bancaire

Dès lors, la panique s'étend à l'ensemble du système bancaire. Les réserves des *national banks* de New York passent ainsi de 219 millions de \$ le 22 août 1907 à 177 millions le 3 décembre 1907. Au plus haut de la crise, elles ont certainement été à des niveaux bien inférieurs²⁴. Les cours boursiers s'effondrent en raison des ventes, des liquidations d'actifs effectuées par les courtiers et les banques et de la hausse des taux.

Les restrictions progressivement mises par les banques au retrait des dépôts en monnaie légale conduisent à l'apparition d'une prime de 4% de la monnaie légale sur les dépôts. Cette prime encourage l'importation d'or. Les importations d'or sont de 100 millions de \$ en novembre et décembre 1907.

On constate des difficultés importantes sur le marché des *call loans* : il n'y a plus d'offre, ou à taux extrêmement élevés (jusqu'à 60%, puis 100%). Les banques de l'intérieur retirent progressivement leurs réserves de New York, accroissant encore les difficultés des banques new-yorkaises. Une vingtaine de *trust companies* et 25 banques disparaissent. Cela amène Calomiris et Gorton (1991) à considérer que :

²³ Bruner & Carr, 2007, p. 60, 73 et 75. Ces sommes sont de l'ordre de 25 millions de dollars.

²⁴ D'après Moen & Tallman, 1990, p. 9.

« *the Panic of 1907 is practically a non-event from the standpoint of national bank failures*²⁵ ».

- *Le sauvetage : J.P. Morgan à la rescousse*

En effet, la plupart des autres établissements financiers sont soutenus par Morgan, qui met successivement en place plusieurs *money pools* qui fournissent aux établissements en difficultés les liquidités nécessaires.

De son côté, pour mettre en circulation des liquidités, le Trésor effectue des remboursements anticipés d'emprunts et effectue des dépôts auprès des banques (25 millions de \$ le 24 octobre 1907 et 37 millions de \$ entre le 21 et le 31 octobre 1907)²⁶. Friedman et Schwartz (1963, p. 160) estiment ainsi que les importations d'or, les émissions supplémentaires de billets de banque et les dépôts du Trésor augmentent de 239 millions de dollars la monnaie légale en circulation. Cependant, les banques continuent de réduire leur ratio dépôts/réserves et la masse monétaire continue sa contraction.

Le 21 octobre 1907, puis le 26 octobre, la NYCH émet des certificats de prêt. Ces émissions visent à augmenter la quantité de monnaie disponible, technique déjà utilisée en 1873 et 1893. Dans les trois semaines qui suivent, plus de 110 millions de dollars de ce substitut monétaire sont ainsi émis. La chambre de compensation est également amenée à décider la suspension (illégal) des paiements jusqu'en janvier 1908²⁷.

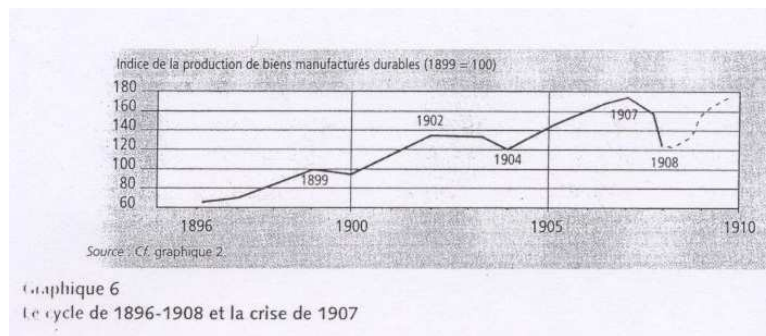
²⁵ Cité par Bruner & Carr, 2007, p. 69.

²⁶ D'après Moen & Tallman, 1990, p. 8.

²⁷ Marie, 2003.

D. Les conséquences économiques et la transmission internationale

Les conséquences économiques de la crise bancaire sont très fortes aux Etats-Unis, mais plus limitées à l'extérieur. La production manufacturée américaine (graphique) chute de l'ordre de 25%, et davantage encore dans certaines branches²⁸. Il y a 35% de chômeurs à New York au début de l'année 1908, mais la reprise est rapide, dès 1909. Le produit national net de l'économie américaine, déjà très « tertiarisée », ne baisse « que » de 11%.

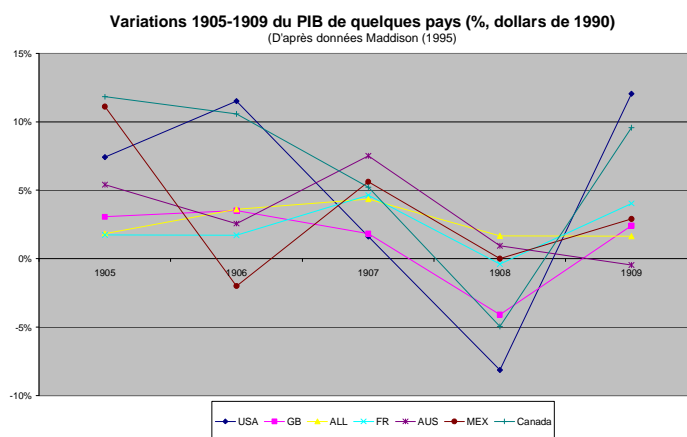


Source : Henry (2003)

A l'étranger, l'Angleterre et le Canada sont les deux pays les plus touchés. Les conséquences « réelles » de la panique de 1907 ont également été très fortes au Mexique²⁹. L'Allemagne est également touchée (de même que la Suède), et la France et l'Italie par ricochet.

²⁸ Rails -52%, voies ferrées -45%, acier -48%.

²⁹ Où elle peut être considérée comme l'un des facteurs de déclenchement de la révolution de 1910.



La transmission internationale en dehors des Amériques s'effectue via les mécanismes de l'étalon-or (voir *supra*). L'Angleterre est touchée à cause des obligations extérieures de la Banque d'Angleterre, comme le souligne Hartley Withers³⁰. Charles Rist décrit en ces termes les effets de transmission à l'Angleterre et à l'Europe continentale : « *L'absence de banque centrale entraînant l'impossibilité pour les banques des Etats-Unis de réescompter leurs portefeuilles met momentanément le marché américain en état d'insolvabilité. L'or fait prime sur les chèques et même sur les billets. Cette prime attire l'or européen et c'est à Londres que l'on s'adresse pour fournir le métal nécessaire. Londres se trouve débordé à son tour. Il relève son taux d'escompte pour attirer les réserves du continent. La Banque de France expédie de l'or à la Banque d'Angleterre et consent à réescompter un portefeuille anglais* » (Rist, 1938, p. 431-432).

³⁰ *The Meaning of money*, 1909, Trad. fr. *Qu'est ce que la monnaie ?*, Giard, Paris, 1920. Cité par Rist (1938), p. 135.

Le stock d'or des principales banques centrales et des banques new-yorkaises a sensiblement diminué entre 1907 et 1909, alors que la production d'or avait nettement augmenté pendant ces années (source : Leroy Beaulieu³¹). Cela conduit Paul Lafargue³² à penser que le capitalisme va s'effondrer par manque d'or. Le problème est d'ailleurs autant anglais qu'américain : de nombreux économistes³³ s'inquiètent de la faiblesse de l'encaisse or de la Banque d'Angleterre, compte tenu de l'étendue de ses engagements, et de ceux des autres banques britanniques, non seulement en Grande-Bretagne, mais encore à l'extérieur.

II. NAISSANCE D'UNE BANQUE CENTRALE

Les débats suscités par la crise bancaire de 1907, et qui conduisent à la création du FED, sont à la fois politiques et économiques.

³¹ Celui-ci estime que le problème vient tout simplement de ce que la demande US de financement est supérieure aux fonds mondiaux annuellement disponibles pour l'investissement en obligations (cité par Noyes, 1909, p. 199).

³² In *L'Humanité* du 25 novembre 1907, où il écrit : « *La production industrielle et agricole des Etats-Unis, la plus colossale du monde est arrivée à ce degré de développement que le capital monétaire de circulation est devenu insuffisant. Les bimétallistes avaient demandé la frappe illimitée de l'argent ; mais de tous les métaux précieux, l'or seul, par l'invariabilité de sa valeur, peut servir d'étalon et de base du système monétaire. (...) La quantité mondiale de l'or est limitée ; elle est estimée à une vingtaine de milliards ; elle a jusqu'ici suffi comme moyen d'échange et de circulation. Pourra-t-elle toujours suffire ? (...) L'or, qui, importé d'Amérique, nouvellement découverte, hâta au seizième siècle l'éclosion de la Bourgeoisie moderne, est peut-être prédestiné à précipiter sa chute du pouvoir politique et économique.* »

³³ Par exemple Inglis Palgrave, cité par Rist (1938), p. 431.

A. La finance new-yorkaise en accusation

La panique de 1907 déclenche, dans l'opinion publique, dans la presse et au Congrès, une campagne de dénonciation du « complot » des banques. L'un des plus virulents dans ses attaques contre les milieux financiers n'est autre que le président Théodore Roosevelt. L'ambiance générale est à la dénonciation de la "corporate finance" qui engendre conflits d'intérêts, oligopoles et monopoles et abus de pouvoir économique à des fins politiques³⁴. A rapprocher aussi des critiques de Veblen, notamment dans *Absentee Ownership* (1923). A l'instigation de Charles Lindbergh, le Congrès met en place une commission (ou Comité Pujo), chargée d'enquêter sur l'existence d'un *money trust*, et dont les travaux déboucheront sur le Clayton Act de 1916 : loi anti-trust qui interdit le cumul des mandats d'administrateur de plusieurs sociétés.

L'enquête de la commission Pujo débouche sur une conclusion paradoxale. D'un côté elle met en avant le pouvoir économique exorbitant dont disposent J.P. Morgan et quelques autres financiers³⁵. De l'autre, elle écarte l'idée d'un « complot » financier qui aurait déclenché la crise, ou qui aurait présidé à sa gestion. Mais cette profonde méfiance à l'égard des milieux financiers explique en partie les difficultés auxquelles s'est heurtée la réforme du système

³⁴ D'importantes consolidations d'entreprises ont eu lieu sur la période 1894-1904 : consolidation de plus de 1800 compagnies en seulement 93 corporations. Cela sous l'égide de quelques institutions financières comme J.P. Morgan.

³⁵ Morgan et ses 12 associés disposent de 72 postes d'administrateurs dans 47 grandes entreprises. Les dirigeants des trois plus grandes banques new-yorkaises détiennent 341 mandats dans 112 sociétés qui contrôlent 22 milliards d'actifs (pour un PIB inférieur à 50 milliards de \$).

bancaire américain, qui s'impose pourtant de façon évidente. Il faudra en effet six années pour que les débats, relancés par la crise, mais qui durent en fait depuis plusieurs décennies, débouchent sur la création du FED, le système de réserve fédéral.

B. La longue marche vers le FED

La panique de 1907 a sanctionné la faillite du modèle de l'*Unit bank* (très grand nombre d'établissements autonomes dont la plupart n'ont pas de succursales). Un premier texte, la loi Aldrich-Vreeland, est adopté en urgence en 1908. Il s'agit de, qui confère des pouvoirs spéciaux aux banques de New York pour faire face à une nouvelle panique éventuelle, et crée une *National Monetary Commission* chargée de remettre à plat l'ensemble du système bancaire américain.

Deux défauts du système sont à la base de l'argumentaire des partisans d'une Banque centrale « à l'Européenne » :

- L'absence de prêteur en dernier ressort ; les *Clearing Houses* jouent ce rôle, notamment celle de New York, en 1899 et en 1907. Mais elles ne prêtent pas directement et ne sont pas créatrices de monnaie. Elles émettent des *Loan Certificates* qui ne sont pas des moyens de paiement. Le Trésor a aussi joué ce rôle par ses dépôts (voir *supra*).
- Le caractère décentralisé des réserves : problème du *pooling*, rendu impossible par l'excès de décentralisation du système. Les milieux d'affaires de Wall Street étaient favorables à la centralisation. La banque centrale ne naît donc pas "contre le marché", mais au contraire en réponse aux difficultés rencontrées par celui-ci (la crise de 1907 valide ainsi plutôt la position des partisans du caractère

"naturel" des Banques centrales, contre celle des partisans de leur caractère "contre-nature", de Bagehot à Hayek).

Le problème n'est pas tant le montant des réserves que celui de la capacité à les mobiliser rapidement, et en n'importe quel point du système : de nombreux auteurs font remarquer que les réserves sont stérilisées par leur dispersion. Paul Warburg³⁶, écrit ainsi : « *Le résultat net de notre système est que d'immenses quantités d'or et de monnaie sont inutilisées et qu'en dépit de notre énorme réserve d'or qui est quatre fois plus grande que celle de l'Angleterre et en dépit de notre énorme circulation par tête de 35 dollars, nous avons chaque année une insuffisance aigüe de monnaie*³⁷ ».

Il s'agit donc de centraliser les réserves d'or. Comme le relève Rist : « *pour la première fois dans la doctrine économique, on voit la conception de banque centrale, liée non pas à l'émission du billet, mais à l'idée de concentration des réserves métalliques. Ce que l'évolution spontanée des marchés monétaires en France et en Angleterre avait conduit la banque d'émission à devenir (la réserve métallique du pays) est dorénavant considéré comme l'objet même d'une banque centrale, l'émission des billets n'étant plus que l'une des méthodes qu'une banque centrale peut employer pour remplir sa fonction essentielle*³⁸ ».

³⁶ Dont les réflexions sont regroupées dans *The Federal Reserve System, its origin and growth. Reflexions and Recollections*, cite par Rist (1938), p. 436-441.

³⁷ Cité par Rist (1938), p. 437. George Roberts, président de la Commercial National Bank de Chicago ne dit pas autre chose lorsqu'il dénonce « *an especially poor showing of efficiency compared with Great Britain* » du « *costly system of independant banks without a central organization* » (1908, p. 197).

³⁸ Rist, Ibidem, p. 436.

Mais la centralisation des réserves n'est que la condition pour que les banques secondaires puissent se procurer des crédits, grâce à un système de réescompte. C'est en faveur d'un tel système «à l'Européenne» que plaident les défenseurs du projet de FED : Paul Warburg, Kevin Kemmerer mais aussi Oliver Sprague. Mais sa mise en place effective se heurte à la fois aux réticences de ceux qui craignent une mainmise des intérêts financiers (le *money trust*) sur la nouvelle institution, et à celles de ceux qui s'effraient d'une mise sous contrôle étatique du système bancaire. Comme l'indique Roberts (1908) trois projets s'affrontent :

- La création d'un fonds commun de garantie offert par les banques en échange d'une autorisation d'émission de monnaie sur la base des actifs détenus par elles ; c'est le projet défendu par *l'American Bankers Association* ;
- Une garantie publique générale des dépôts³⁹.
- L'institution d'une banque centrale.

Une première proposition de loi est présentée en 1910 par la commission. Mais la virulence des oppositions, et l'approche de l'échéance électorale de 1912, empêchent le projet d'être adopté. Entre temps, une *Ligue Nationale des Citoyens pour un Système Bancaire Sain* a mené campagne, en particulier dans les Etats démocrates et progressistes (où se concentrent les résistances), en faveur d'une réforme bancaire effective. Un nouveau plan, le plan Glass-Owen, est élaboré entre avril 1912 et juin 1913, et grâce au soutien et à l'intervention

³⁹ Certains Etats prenant d'ailleurs une telle disposition (pour « leurs » State Banks) après la crise.

personnelle du président Wilson (élu en 1912⁴⁰) dans les débats⁴¹, le *Federal Reserve Act* est finalement adopté en décembre 1913.

C. L'intervention des économistes

Les économistes américains ont largement contribué au débat, et participé directement à l'élaboration du compromis final. En 1914, les trois principales revues académiques d'économie, l'AER⁴², le JPE et le QJE, appuient la réforme en publiant respectivement un article de Willis, Laughlin et Sprague. Mais chez les économistes eux-mêmes, la nécessité d'une banque centrale était loin d'être unanimement reconnue. Ainsi, O. Sprague, qui finira cependant par se rallier au projet Glass Owen, publie-t-il en 1909 un long article de près de 40 pages dans le *Quarterly Journal of Economics* pour montrer que « *a central bank does not appear to be either required or well suited to relieve our financial ills* » (Sprague, 1909, p. 414). Parmi les arguments qu'il avance, figurent, un peu étrangement, la taille du pays et l'origine purement domestique des crises aux Etats-Unis.

En principe, le débat oppose le camp des « quantitativistes », mené par Irving Fisher, qui sont partisans d'imposer à la banque centrale un objectif de stabilisation des prix (ils seront battus en 1913⁴³, et de nouveau en 1920) à celui des tenants

⁴⁰ A la faveur d'une triangulaire dans laquelle Roosevelt s'étant présenté comme candidat progressiste.

⁴¹ Pour J. Laurence Laughlin (1914), l'adoption de la réforme relève d'un véritable « miracle politique », dû au comportement « remarquable » d'homme d'Etat de Wilson.

⁴² *L'American Economic Review* est née en 1911, et son premier numéro est largement consacré à la crise de 1907.

⁴³ Owen introduisit bien une clause en ce sens dans le *Federal Reserve Act*, mais elle fut supprimée par la Chambre des Représentants.

de la « real bill doctrine », inspirée du « banking principle », et représentés par Laughlin, Sprague et Willis, qui défendent le principe d'une Réserve fédérale agissant comme prêteur en dernier ressort, à travers une politique systématique de réescompte de traites issues de l'activité « réelle » (par opposition aux activités « spéculatives »). Entre les deux, Kemmerer, qui a participé à la commission présidée par Aldrich et soutenu son plan, représente une position centriste. Il joua un rôle important dans l'élaboration du compromis final (Gomez Betancourt, 2009).

Il est assez étonnant qu'Irving Fisher, dans son ouvrage de 1911 sur *Le pouvoir d'achat de la monnaie* ne mentionne pratiquement pas la crise de 1907, alors que son chapitre sur les « périodes transitoires » présente pourtant une théorie des crises fondée sur les cycles du crédit⁴⁴. Wicksell, en revanche, s'est intéressé à la panique Roosevelt, à laquelle il consacra un article en 1908, malheureusement jamais traduit du suédois. D'après le compte-rendu qu'en fait Boianovsky, il y développe une analyse de la liquidité bancaire, qu'il distingue clairement de la solvabilité.

La propriété du capital des banques de Réserve régionales et la composition du Federal Reserve Board chargé de les superviser firent l'objet de débats acharnés, et de compromis finals qui arbitraient entre des exigences de contrôle politique, d'autonomie locale et d'autorégulation par les banques de leur politique d'émission. Le président Wilson

⁴⁴ Il se contente, après avoir indiqué que « *parmi les phénomènes qui (...) amène(nt) une perturbation (de) l'équilibre (...) l'un des plus fréquents est l'augmentation de la monnaie en circulation* », de noter en bas de page : « *Il semble bien que ce soit là l'explication de la crise de 1907* ». (Trad. fr).

trancha en faveur d'un contrôle public dans un message au Congrès de juin 1913 (voir Laughlin (1914, p. 304).

Les banquiers, de leur côté, considéraient que la participation obligatoire des banques d'Etat au capital des banques de réserve, sans qu'elles en aient pour autant le contrôle exclusif, relevait d'une spoliation « socialiste » ; et que le Federal Reserve Board n'avait pas plus de légitimité à exercer un contrôle sur la politique d'émission que la Commission de contrôle des chemins de fer n'en aurait eu à organiser le trafic des trains. L'association des Banquiers Américains écrivait ainsi, dans un texte d'octobre 1913⁴⁵ : « ... *This proposition of the government to take the bank's capital in the amount provided, carried to the extreme, would easily accomplish, so far as the national banks are concerned, this contention on the part of the Socialists. For those who do not believe in Socialism it is very hard to accept and ratify this proposed action on the part of the government* » (cité par Laughlin, 1914, p. 305).

Mais l'opposition au plan de la commission était surtout le fait de ceux qui craignaient de voir surgir une « *privately capitalized central institution which might be controlled by the « interests. »* » (Laughlin, Ibid., p. 311).

Pour importante que soit l'introduction du FED, elle est loin de représenter l'institution d'une banque centrale « à l'Européenne », comme le note Laughlin (Ibid., p. 312), pour s'en féliciter.

⁴⁵ De son côté, G. H. Earle Jr (1908), président de la Real Estate Company de Philadelphie, dénonce dans le projet de Banque Centrale une « menace pour la liberté ».

En particulier, le Federal Reserve Board n'a pas le pouvoir de fixer le taux d'escompte, qui est décidé par chaque Réserve régionale pour les banques qui en sont membres (et qui peut donc varier entre les 12 « régions »). Le système reste par ailleurs gagé en partie sur la détention de titres du Trésor. La politique monétaire, en d'autres termes, n'est pas encore clairement séparée de la politique budgétaire, et ses règles ne sont pas encore codifiées. Le Federal Reserve Act de 1913 n'est donc qu'une première étape – certes essentielle - dans la voie d'une banque centrale au sens Européen. Ce n'est qu'en 1923 (après une autre crise, celle de 1921) que sera instituée la politique d'*open-market*. En 1935, la flexibilité des réserves obligatoires. Et c'est en 1951 seulement que sera éliminé tout rôle monétaire du Trésor.

III. QUELQUES ELEMENTS DE COMPARAISON

De nombreux parallèles peuvent être faits entre les deux crises de 1907 et 2007. Nous nous intéresserons plus particulièrement à la crise bancaire et à ses causes (A), en insistant à la fois sur sa nature de crise de liquidité (par opposition à une crise de solvabilité), et sur le rôle joué dans son déclenchement par des intermédiaires financiers innovants et peu réglementés, puis aux conditions de sortie de crise (B), qui posent le problème du prêteur en dernier ressort (PDR), et enfin aux effets de propagation internationale de la crise (C).

A. Deux crises bancaires

- *Des crises de liquidité*

Les crises de 1907 et de 2007 apparaissent toutes deux comme des crises de liquidité. Dans les deux cas, c'est

l'insuffisance de liquidités sur le marché monétaire qui provoque la débâcle financière et la récession. Celles-ci ne sont pas déclenchées par des faillites industrielles⁴⁶, ce qui fait la différence avec les crises décennales du XIX^e siècle qui ont également mis en péril à plusieurs reprises le système bancaire américain. Les trois crises de 1866, 1873 et 1882 étaient très liées aux cycles du profit dans les chemins de fer. Celles de 1857 et 1889 sont plus clairement d'origine financière, et elles sont d'ailleurs particulièrement fortes aux Etats-Unis (celle de 1857 – c'est la seule – part d'ailleurs des Etats-Unis).Friedman et Schwartz (1963, p. 158) estiment ainsi que la contraction de la masse monétaire observée en 1907-1908 est sans précédent dans l'histoire des Etats-Unis, et que seules les années 1920-21, 1929-33 et 1937-38 enregistrent des contractions d'ampleur équivalentes.

- *Des intermédiaires financiers peu ou pas réglementés porteurs des actifs les plus risqués*

La confusion des rôles entre banques et sociétés financières est une caractéristique commune aux deux périodes. Ce sont essentiellement ces intermédiaires financiers hybrides qui assument la baisse de la qualité moyenne des actifs portés par les différentes institutions financières.

En ce qui concerne les *trust companies*, on peut citer Bruner et Car (2007, p. 66) : “Originally organized in the late nineteenth century to handle various financial tasks for private estates and corporations, the sphere of activity for trust companies gradually expanded to offer services little

⁴⁶ Même l'épisode immobilier de la crise de 2007 est tout à fait atypique : il ne s'agit pas d'une insolvabilité des promoteurs rendus incapables de faire face à leur endettement par une chute de prix due à une surproduction.

different from those of traditional banks”. Elles exercent ainsi, sans supervision, la plupart des fonctions des banques commerciales et des banques privées : elles acceptent des dépôts, font des prêts, participent largement à la réorganisation des chemins de fer et à la consolidation des *industrial corporations*, et elles détiennent des actions, obligations et titres pour le compte de leur clients. Seule l'émission de billets de banque leur était interdite. Leurs actifs sont plus risqués que ceux des autres intermédiaires financiers. C'est pourquoi elles payent des intérêts supérieurs à ceux des autres banques.

Dans la panique, elles ont subi l'essentiel des retraits de liquidités. D'après Friedman et Schwartz (1963, p. 159) « *had the Knickerbocker been a member of the Clearing House, it probably would have been helped, and the further crisis developments might thereby have been prevented* ».

Comme celle du Trésor américain d'abandonner Lehman Brothers en septembre 2008, la décision de J. P. Morgan de ne pas sauver la *Knickerbocker Trust Company* a déclenché une crise systémique. De même, en 2008, les différents fonds spéculatifs et les banques d'affaires ont subi les retraits les plus importants, mais de nature différentes : de la part de leurs clients pour les premières, des difficultés de renouvellement de leurs financements à court terme pour les seconds.

Pour Moen & Tallman⁴⁷ : « *Trusts' riskier asset portfolios in conjunction with their ambiguous relationship to the New York Clearinghouse signaled to depositors that the trusts were likely to become insolvent during an economic and*

⁴⁷ 1990, p. 11.

financial downturn. Runs forced trusts to liquidate their most liquid assets, call loans on the stock market. Large-scale liquidation of call loans depressed the value of stocks. » Ils poursuivent : « *Given the predominance of national banks in the call loan market, extensive liquidation of call loans by trusts threatened the assets of national banks.* »

De même, en 2008, les banques d'affaires et les différents fonds spéculatifs sont contraints de liquider une grande partie de leurs actifs pour faire face à la sortie de leurs clients ou à leurs difficultés de refinancement à court terme.

B. La sortie de crise, ou le prêteur en dernier ressort

- 1907 : la question de la banque centrale

Une grande différence entre les deux crises tient bien sûr à la présence et à l'intervention des banques centrales dans la crise actuelle.

Comme le soulignent Kemmerer et tous les banquiers de l'époque (par exemple Vanderlip, 1908), l'offre de monnaie est inélastique en 1907. La quantité de money légale est fortement contrainte puisque seule la quantité d'or peut s'ajuster via les importations ou exportations. Le système bancaire se trouve ainsi dans l'impossibilité de répondre à une variation de la préférence pour la liquidité, et donc, comme l'écrivent Friedman et Schwartz (1963, p. 156-68) « *was highly vulnerable to a shift in the liquidity preferences of the public in 1907* ». Cette vulnérabilité est aggravée par l'absence de banque centrale auprès de laquelle les banques pourraient se refinancer, et qui les contraint, pendant la crise, à tenter d'élever leur ratio dépôts/réserves afin de faire face à

la demande de liquidités de leurs clients et des banques provinciales. Mais la quantité de monnaie légale constituant ces réserves étant fixe, cette politique bancaire conduit à une diminution du montant des dépôts. La masse monétaire (y compris les dépôts) diminue ainsi de 2,5% entre mai et septembre 2007 puis de 5% entre septembre 2007 et février 2008.

On peut cependant souligner le rôle de la New York Clearing House pour certifier la solvabilité des banques en difficultés et leur fournir des liquidités, un rôle joué par les banques centrales et les gouvernements dans la crise actuelle. Enfin, on relèvera que le marché des *call loans* fonctionnait comme une sorte de marché interbancaire où les banques pouvaient se prêter leurs liquidités au jour le jour. Mais il n'y a bien évidemment pas d'intervention d'une banque centrale sur ce marché, sur lequel l'offre était nulle au plus haut de la crise.

- 2007 : la question du PDR international

Comme celle de 1907, la crise actuelle a été enrayée au moyen d'expédients ou de mesures « non conventionnelles ». Débouchera-t-elle sur la création d'un prêteur en dernier ressort au niveau international, comme celle de 1907 a débouché sur la création d'une Banque centrale aux Etats-Unis ?

C'est un peu ce que propose le directeur du FMI, Dominique Strauss-Kahn. Si l'on examine les débats qui ont suivi la panique de 1907 aux Etats-Unis, il ne faut sans doute pas s'attendre à des réformes immédiates. Il avait fallu 6 années à l'époque pour que le Bank Act soit enfin adopté en 1913 par les deux chambres.

C. Propagation ou confinement ?

Mais le parallèle ne doit sans doute pas être poussé trop loin. Il y a en effet des différences importantes entre les deux crises, et notamment un contexte institutionnel particulier, et complètement dépassé :

- Il n'y a pas de FED en 1907, et c'est précisément ce qui fait problème ;
- Les taux d'intérêt s'envolent, nourrissant l'effondrement ;
- Ceci est largement lié au système d'étalon-or, qui oblige les BC (et la Banque d'Angleterre en premier lieu) à défendre leur stock d'or.

Mais ce qui frappe le plus est le caractère somme toute limité, en 1907-1908, de la contagion internationale. A ce niveau, c'est bien la crise de 1929 qui s'impose comme terme de comparaison. Sans doute est-ce lié au fait que contrairement à 2007, et à 1929, la panique ne se produit pas au coeur du système financier international. Fût-elle partie de Londres qu'elle eut sans aucun doute eu des conséquences beaucoup plus fortes.

La crise de 1907 se caractérise par sa brièveté ; tout se joue en quelques semaines ; au contraire, celle de 2007 est une crise qui se développe lentement : près de 14 mois s'écoulent entre le début de blocage des marchés monétaires et la crise boursière de l'été 2007, et la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Malgré l'intervention rapide et massive des banques centrales, six mois s'écoulent encore avant le déblocage des marchés monétaires et la reprise des marchés financiers. De même, les effets du krach de 1929 sur le système monétaire et financier international s'étaient étalés

sur au moins deux ans, avant que l'ensemble du monde industriel soit plongé dans la dépression.

Enfin, en 1929 comme en 2007, il n'existe pas de puissance dominante capable ou désireuse de jouer le rôle de garant du système financier international. En 1929, il s'agit clairement d'un refus des Etats-Unis de jouer ce rôle, qui remonte aux années 1918-1921, et en 2007 il s'agit de la perte de contrôle de la finance globale. Par contre, la rapidité et la massivité des réactions des acteurs permet, en 2007 comme en 1907, et contrairement cette fois à 1929, d'éviter une dépression générale.

CONCLUSIONS

La comparaison entre les crises de 1907 et de 2007 fait clairement ressortir d'importantes similitudes :

- Dans les deux cas, il s'agit d'une crise majeure de liquidité bancaire ;
- Dans laquelle le rôle d'intermédiaires financiers innovants et peu réglementés (les *trust companies*, les banques d'affaires et les fonds spéculatifs) est décisif ;
- Et qui débouche sur une réforme institutionnelle majeure (la création du FED en 1913) ou sur une demande de réforme et de régulation en 2008.

Les différences entre les deux situations peuvent être largement attribuées à la place relativement faible qu'occupaient alors les Etats-Unis, économie encore peu ouverte et financièrement dépendante, dans l'économie et la finance mondiales, polarisées à l'époque par la place de Londres.

Ce rapprochement est à la fois une source d'optimisme et de pessimisme. D'optimisme car la rapidité avec laquelle l'économie américaine a retrouvé le chemin de la prospérité en 1907 plaiderait en faveur de la solidité du regain constaté depuis quelques semaines. De pessimisme, car dès lors qu'un problème de PDR est en jeu, celui-ci peut se reposer à tout moment, tant qu'une réforme institutionnelle majeure n'est pas intervenue ; or, s'agissant aujourd'hui de la gouvernance globale du système monétaire et financier, la possibilité que l'élaboration d'un compromis viable peut rester longtemps inaccessible.

Bibliographie

- BOIANOVSKY M. (2009), "Wicksell on the American Crisis of 1907", Communication à la Journée d'études *Politique monétaire, règles de taux d'intérêt et fonctionnement du marché monétaire*, Phare et Université de Paris 9 Dauphine, 9 juin.
- BONELLI F. (1982), « The 1907 financial crisis in Italy: a peculiar case of the lender of last resort in action », in Kindleberger, Laffargue.
- BRUNER, R. F. et CARR, S. D. (2007), *The Panic of 1907, Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*. Editeur.
- CHAMP B. A. (2007), « The National Banking System: A Brief History », *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Papers*, 07-23, december.
- DIMAND R. W. (2003), "Competing visions for the U.S. monetary system, 1907-1913", in *Cahiers d'Economie Politique*, N°45 : Qu'a-t-on appris sur le prêteur en dernier ressort depuis Thornton ?, L'Harmattan, Paris.
- FISHER I. (1911), "Recent Changes in price Levels and their Causes", *American Economic Review*, I-2, Papers and discussions, Avril, p. 37-48.
- FISHER I. (1997), *The Works of Irving Fisher*, 14 volumes, Editées par William Barber, Pickering et Chatto, Londres.
- FRIEDMAN M. ET SCHWARTZ A. (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press.
- GOMEZ BETANCOURT R. (2007), « Edwin Walter Kemmerer and the Origins of the Fed ». *Journal of the History of Economic Thought*, Miméo, Phare (En révision).
- HENRY G. M. (2003), *Les crises au XX^e siècle (1873-2003)*, Belin Sup, Paris.
- HOUSTON et alii, *AER*, Supplément au volume 1.

- KEMMERER E. W. (1911), « Seasonal Variations in the New York Money Market », *The American Economic Review*, Vol. 1, No 1, mars, p. 33-49.
- KINDLEBERGER C. P. (1978), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Hendaye : Valor Editions, 2004.
- KINDLEBERGER C. P., LAFFARGUE J.-P. (1982), Eds, *Financial Crises*, Cambridge : Press Syndicate of the University of Cambridge, Paris : Editions de la Maison des Sciences de l'Homme.
- KOEHLER B. (ed.) (2006), *History of Financial Disasters, 1763-1995*, Volume 2, Pickering and Chatto, Londres.
- LAFARGUE Paul (1907), « La crise de l'or aux Etats-Unis », *L'Humanité*, 25 novembre.
- LAUGHLIN J.L. (1914), "The Banking and Currency Act of 1913", *Journal of Political Economy*, Vol. 22, N°4 (Avril), p. 293-318.
- LEROY-BEAULIEU (1910), "The Financial and Monetary Situation in Europe", *The New York Times*, 9 janvier.
- MADDISON A. (1995), *L'économie mondiale 1820-1992 – Analyse et statistiques*, Centre de Développement de l'OCDE, Paris.
- MINSKY H. P. (1982), « The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy », in Kindleberger & Laffargue.
- MOEN J. R. et TALLMAN, E. W. (1990a), « Lessons from the Panic of 1907 », Federal Reserve Bank of Atlanta *Economic Review*, may/june.
- MOEN J. R., TALLMAN, E. W. (1990b), « The Bank Panic of 1907: The role of the Trust Companies », *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, 90-3, May.
- NOYES A. D. (1909), "A Year After the Panic of 1907", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 23, n° 2 (Février), p. 185-212.
- RIST Charles (1938), *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours*, Sirey, Paris.
- ROBERTS G. E. (1908), "The need for a Central Bank", in KOEHLER B. (ed.) (2006), p. 193-201.
- SELIGMAN E.R.A. (1908), *The Crisis of 1907 in the light of history*, New York: Columbia University Press, extraits repris in KOEHLER B. (ed.) (2006), p. 206-212.
- SPRAGUE O. M. W. (1908), « The American Crisis of 1907 », *Economic Journal*, vol. 18, n° 71 (septembre), p. 353-72.
- SPRAGUE O. M. W. (1909), « The proposal for a central bank in the United States : a critical view », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 23, n°3, May, p. 363-415.
- SPRAGUE O. M. W. (1910), « Proposals for Strengthening the National Banking System », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 24, p. 201-42 et 634-59, Vol. 25, p. 67-95.
- SPRAGUE O. M. W. (1914), "The Federal Reserve Act of 1913", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 28, p. 213-54.

- TALLMAN E. W., MOEN J. R. (1990), "Lessons from the Panic of 1907", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, may/june.
- VANDERLIP F. (1908), "The panic as a world phenomenon", in Johnson E. (ed.), *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. XXXI, N°2, repris dans KOEHLER B. (ed.) (2006), p. 173-177.
- VEBLEN T. (1923), *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times, The Case of America*, New York : B. W. Huebsch.
- WILLIS H. P. (1912), "The Banking Question in Congress", *Journal of Political Economy*, 20, p. 869-85.
- WILLIS H. P. (1914), "The Federal Reserve Act", *American Economic Review*, IV-1, p. 1-24.