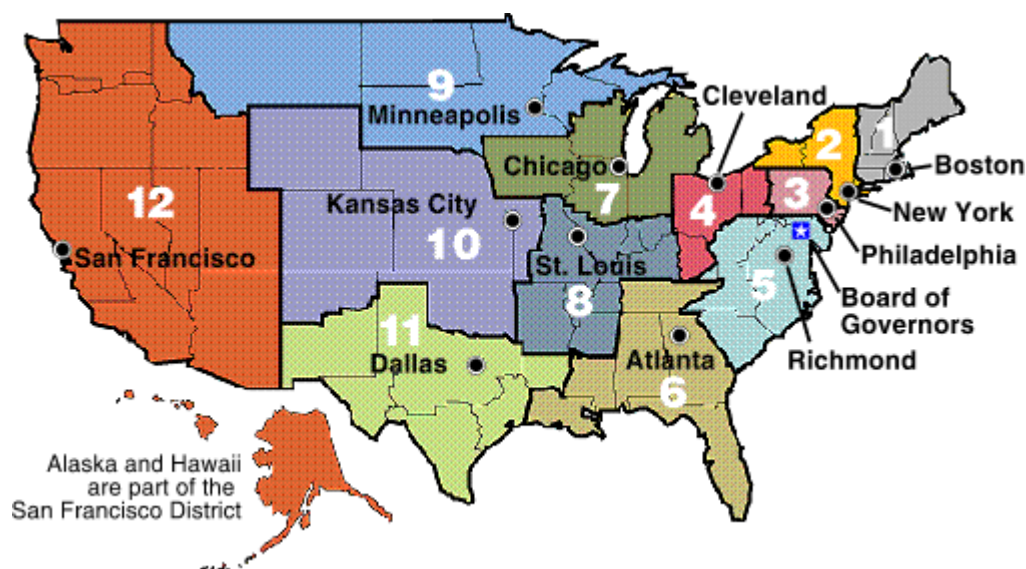


La création de la Réserve fédérale

© G.M. Henry, août 2019

Le *Federal Reserve System*ⁱ est une banque centrale « décentralisée et quasi- gouvernementale » composée d'un Conseil des Gouverneurs installé à Washington, D.C., de douze banques de réserve fédérales réparties sur tout le territoire de l'Union et de l'ensemble des banques membres du système.



La première Banque des Etats-Unis

Bien avant la création du *Federal Reserve System*, les Etats-Unis se sont dotés d'une banque centrale. Alexander Hamilton, *Secretary of the Treasury*, établit les statuts de la *Bank of United States* sur le modèle de la Banque d'Angleterre. Après approbation par le Congrès, la charte, d'une validité de vingt ans, est signée en 1791 par le Président Washington.

La création de la Banque suscite des oppositions farouches. Les « agrariens » sont opposés à la Banque qu'ils soupçonnent de vouloir favoriser les milieux du commerce et de l'industrie. Leurs craintes portent également sur l'émission de papier-monnaie qui se fait au détriment des espèces en or et en argent. Ils critiquent également le fait que les étrangers puissent être actionnaires de la Banque. N'ayant pas de droit de vote, les actionnaires étrangers ne peuvent pas influencer les décisions de la Banque, mais ils touchent des dividendes qu'ils peuvent exporter sous forme d'or et d'argent. Lors du débat sur le renouvellement de la charte de la Banque en 1811, on ne manque pas de souligner que 70 % de son capital est détenu par des étrangers et qu'avec des dividendes de l'ordre de 8,4 %, le renouvellement de la charte risque d'amputer en 20 ans d'environ 12 millions de dollarsⁱⁱ le stock de métaux précieux américain. La critique la plus importante vient du Secrétaire d'Etat Thomas Jefferson qui pose la question de savoir si le Congrès n'outrepasse pas les pouvoirs qui lui sont conférés par la Constitution en créant une telle institution. La Cour Suprême est chargée de trancher le débat, mais, en attendant, Washington signe la charte.

La Banque des Etats Unis exerce simultanément des fonctions publiques et privées. Sa fonction publique la plus importante est de contrôler la masse monétaire en réglementant le montant des billets que les banques d'état peuvent émettre, et en transférant des réserves dans les différents endroits du pays, ce qui permet d'éviter un certain nombre de faillites bancaires. La Banque est le dépositaire des fonds du Trésor qui ne sont donc pas placés auprès des banques commerciales en fonction des accointances politiques. La Banque, institution privée à but lucratif sous la supervision du Secrétaire du Trésor, est donc en concurrence avec les banques locales pour les dépôts et les opérations de crédit, ce qui n'est pas sans susciter des rancœurs puisque c'est la

Banque qui fixe les règles du jeu auquel elle participe.

On considère généralement que la Banque des Etats-Unis est une réussite. En dépit d'un rapport de près de 40 % entre ses réserves en métaux précieux et le montant de ses billets, la Banque est largement profitable. Les billets émis par la Banque représentent en 1811 environ 20 % de la masse monétaire américaine et ces billets circulent sans être escomptés, ce qui n'est pas souvent le cas pour les billets des 712 banques d'état qui existent en 1811. Ces arguments en faveur du renouvellement ne pèsent pas suffisamment, lors du débat de 1811, face aux critiques portant sur l'actionnariat étranger, la constitutionnalité de la charte et, plus généralement, sur les activités bancaires. Le Congrès ne renouvelle pas la charte de la Banque des Etats-Unis

La Deuxième Banque des Etats-Unis

Après plusieurs années pendant lesquelles les banques sont débarrassées de toute tutelle et où sévit une forte inflation, un consensus émerge pour restaurer une banque centrale. La charte de la *Second Bank of the United States* est adoptée en 1816 et elle octroie à la Banque les mêmes responsabilités et les mêmes pouvoirs que la charte de 1791. Les résultats sont cependant très différents car la Banque est fort mal dirigée et elle fait l'objet de fraudes massives. La constitutionnalité de la Banque est confirmée par la Cour suprême en 1819 et sa situation financière est assainie vers la fin des années 1820, mais l'élection du président Andrew Jackson en 1828 change la donne. Lorsque le Congrès vote, en 1832, une loi qui prévoit le renouvellement de la charte de la Banque en 1836, Jackson, qui considère que « *la Banque exerce des pouvoirs qui ne sont pas autorisés par la Constitution, qui enfreignent les droits des états et qui menacent les libertés des citoyens* » exerce son droit de veto. Jackson est réélu en 1836 et il n'y aura plus de banque centrale aux Etats-Unis avant qu'apparaisse le *Federal Reserve System* en 1913.

Le Free Banking Era : quel billet de banque faut-il utiliser ?

La fermeture de la «*Second Bank of the United States* » en 1836 marque le début d'une période de « *free banking* » qui dure près de trente ans. La surveillance des banques est à nouveau de la compétence des Etats qui créent des organismes qui délivrent des licences bancaires. Tout organisme privé ou municipal peut gérer une banque s'il respecte les conditions minimales en vigueur dans l'Etat où il réside. Environ 6000 institutions reçoivent ainsi une licence bancaire de « *State bank* ». Plus de trente mille billets de banque différents sont en circulation. Les utilisateurs ne sont jamais vraiment certains que les billets dont ils disposent seront acceptés. De leur côté, lorsqu'ils le peuvent, les marchands utilisent des registres appelés *Bank Note Reporters* qui donnent une idée de la fiabilité du billet. Il faut ajouter que plus du tiers de la monnaie-papier utilisée pendant la période du « *free banking* » est contrefaite.

Les lecteurs franco-belges des bandes dessinées de « Lucky Luke » connaissent bien les méthodes par lesquelles les «*wildcat*» banques sont capables de tromper leurs clients et les autorités de surveillance !



Ces pratiques financières audacieuses entraînent une crise sévère en 1857 qui se traduit par la fermeture de nombreuses banques. Le déclenchement de la Guerre de sécession (*Civil War*) en 1861 aggrave évidemment les problèmes et il n'y a plus, en 1862, qu'environ deux cent cinquante banques d'état - sur les 1600 qui détiennent la licence - dont les billets ne sont pas contrefaits.

Sous la pression des circonstances, le Congrès passe à l'action et il adopte le *National Bank Act* en février 1863. La loi, complétée en 1864 et 1865, établit une licence bancaire nationale (c'est-à-dire qui s'applique à tous les Etats de l'Union). Elle encourage le développement d'une monnaie nationale basée sur la détention par les banques émettrices de bons du Trésorⁱⁱⁱ³. La loi charge également le ministère des finances (*Department of the Treasury*) de créer un Office de contrôle de la monnaie (*Office of the Comptroller of the Currency*). Le *National Bank Act* définit les règles de fonctionnement des banques, il établit des niveaux minimaux de capital que doivent détenir les banques et il précise comment les banques doivent octroyer et gérer leurs opérations de crédit.

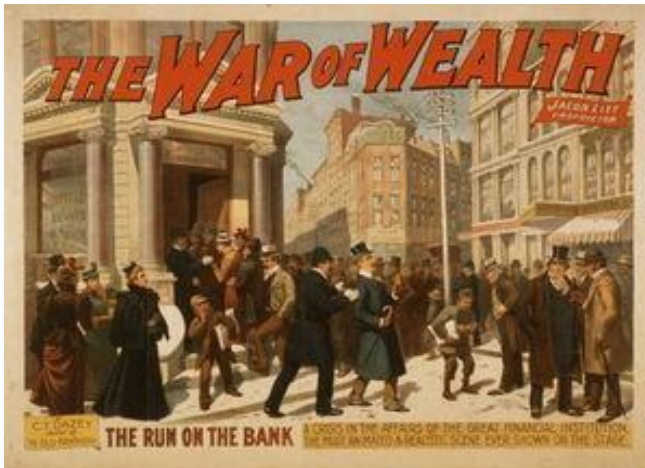
La loi est soutenue par les Républicains qui souhaitent éliminer complètement les banques d'état et les remplacer par un système centralisé de banques privées supervisées au niveau fédéral. L'opposition à la réforme bancaire est organisée par les Démocrates soutenus par l'*agribusiness* exportateur. L'adoption, en mars 1865, d'une taxe de 10 % sur les billets des banques d'état élimine définitivement de la circulation monétaire toute la monnaie « non fédérale », ce qui stimule la création de banques nationales : en 1870, on compte déjà 1600 banques nationales alors qu'il ne reste plus que 325 banques d'Etat.



Obligées de trouver un substitut à l'émission de billets, les banques d'état développent les comptes courants (*demand deposits*). La taxe sur les billets des banques d'Etat favorise la création et l'adoption des comptes chèques : dès les années 1890, 90 % de la masse monétaire américaine est composée de monnaie scripturale et il y a de nouveau plus de banques d'état que de banques nationales (environ 3500 contre 3100).

Le début de la période des « paniques bancaires »

La confiance du public américain dans le système bancaire issu du *National Bank Act* ne dure pas longtemps, car une série de paniques financières et de « *bank runs* » (retraits de dépôts soudains) se produisent entre 1873 et 1907.



Theatrical promotional poster depicting a bank run

Il suffit que le bruit se répande qu'une banque connaît des difficultés pour que les déposants se précipitent vers les guichets de la banque et retirent tous leurs avoirs. Si la banque en question est dans l'incapacité de satisfaire les demandes de retraits de ses déposants et qu'elle ferme ses guichets, il y a de fortes chances que d'autres banques soient attaquées^{iv}.

Trois «paniques» majeures sont à l'origine de changements institutionnels significatifs dans le système financier américain et ces crises donnent, en fin de compte, l'impulsion nécessaire à la création de la Réserve fédérale.

Après la crise de 1873, les chambres de compensation^v (*clearinghouses*) obtiennent des pouvoirs plus importants pour aider à maintenir la liquidité lorsque se déclenche une attaque contre les banques. Les chambres de compensation ont désormais le droit d'examiner la situation des banques qui en font partie et elles surveillent désormais les banques pour s'assurer qu'elles maintiennent un niveau adéquat de réserves et qu'elles sont solvables.

La panique bancaire de 1893 a des répercussions politiques importantes puisque les Démocrates et les populistes subissent de sérieux revers aux élections de 1894, mais, en dépit de la disparition d'environ 500 banques, les dirigeants des grandes banques de la côte Est ne sont pas en faveur d'un système plus centralisé. Le discours officiel est que les banques sérieuses sont capables de survivre à la crise grâce aux chambres de compensation à condition que celles-ci puissent intervenir rapidement. La crise de 1893 favorise toutefois l'abandon officiel du bimétallisme et l'adoption du *Gold Standard Act* en mars 1900.

La loi déclare que « le dollar de 25,8 grains d'or à 900/1000 est l'unité de valeur étalon, et toutes les monnaies émises aux Etats-Unis doivent conserver une valeur égale à cet étalon ». L'or est désormais le seul métal précieux à usage monétaire aux Etats-Unis et l'once d'or vaut \$ 20,67, ce qui correspond à la même convertibilité en or que celle qui existait lors du bimétallisme : un dollar est échangeable contre 23,2 grains d'or (1,5 g). Le dollar américain fait désormais partie *de jure* du *Gold Standard*, mais il n'est pas devenu pour autant une « monnaie internationale »^{vi}

Le développement rapide des « trust companies »

La situation change rapidement à partir de 1896 lorsque les avoirs des «*trust companies*» newyorkaises augmentent de façon très rapide. Les «*trust companies*» sont initialement des institutions peu fantaisistes qui gèrent des fonds communs de placement en servant d'intermédiaires entre les entreprises ferroviaires et industrielles qui émettent des obligations pour leurs besoins de financement et des épargnants qui confient ces titres aux trusts en échange d'une rémunération fixe et de la possibilité de pouvoir retirer leurs fonds quand ils le désirent. Les trusts sont moins réglementés que les banques puisqu'ils ne font pas d'opérations de prêts et ils ne sont donc pas obligés de détenir autant de capitaux propres et d'argent liquide que les banques.

Les investisseurs comprennent vite qu'il est possible de se servir des trusts qui sont peu

surveillés pour spéculer dans des activités plus risquées comme la Bourse ou l'immobilier, deux secteurs dans lesquels les banques nationales n'ont pas le droit d'investir. Comme les trusts supportent des coefficients de réserves obligatoires plus faibles (5 % contre 25 %) et qu'ils peuvent faire des investissements plus risqués, ils sont en mesure d'offrir à leurs déposants des rendements plus élevés allant jusqu'à 3 % sur des comptes courants (et beaucoup plus sur des comptes à terme). Ces rendements attractifs dynamisent les actifs des *trust companies* de New York qui augmentent de 250 % entre 1890 et 1910 pour se rapprocher du montant des actifs des banques nationales de la ville : 1 400 millions de dollars contre 1900 millions.

Paul Warburg plaide pour la création d'une banque centrale^{vii}

Au début du XX^{ème} siècle, les Etats-Unis sont loin de présenter les caractéristiques institutionnelles qui permettraient d'élever le dollar au rang de monnaie internationale. Le dollar est rarement utilisé dans les transactions internationales, ce qui s'explique avant tout par l'absence d'un marché large et profond des effets de commerce (*commercial paper*). Le moyen de paiement international couramment employé reste donc l'effet de commerce tirée sur les maisons d'acceptation (*acceptance houses*) de Lombard Street et escomptée par les maisons d'escompte (*discount houses*) de la City. Les banques nationales américaines n'ont pas le droit d'accepter des lettres de change correspondant à des transactions internationales et il n'y a pas de banque centrale pour réescompter ces effets de commerce et d'autres instruments financiers ou pour acheter directement des obligations par des opérations d'*open market*.



Paul Warburg, 1868-1932, le « père » du Federal Reserve System

Les Etats-Unis ont beau avoir largement rattrapé et dépassé la Grande-Bretagne dans le domaine industriel, la faiblesse de leur structure bancaire et, en particulier, l'absence de marché d'acceptation, maintient New York dans la dépendance de Londres. Les importateurs et exportateurs américains utilisent donc les services des maisons d'acceptation et d'escompte de Londres et ils gardent leurs réserves en livres sterling dans les banques de la City.

En 1901, Paul Warburg, de la famille des banquiers allemands qui ont créé en 1798 la banque éponyme à Hambourg, s'installe de façon permanente à New York où il devient *partner* de la société financière Kuhn, Loeb and Company. Warburg est littéralement choqué par l'état primitif des activités bancaires et financières aux Etats-Unis, en particulier par les crises saisonnières de liquidité dues à l'absence d'un prêteur en dernier recours^{viii}.

Au début de l'année 1907, les propositions de réforme monétaire de Warburg sont publiées dans le supplément *Annual Financial Review* du *New York Times* sous le titre « *A Plan for a Modified Central Bank* ». Warburg préconise le développement d'un marché américain de l'escompte et des effets de commerce ainsi que la création d'une « réserve centrale » qui conserverait les réserves des banques membres du système et pourrait les mettre à la disposition de toute banque qui éprouve des besoins de liquidité. Warburg explique qu'un tel système devrait permettre de rendre la monnaie et le crédit plus « élastiques » et donc de stabiliser les taux d'intérêt.

La « Panique bancaire de 1907 »

Les « paniques » de 1873 et 1893 sont sévères, mais elles ne mettent pas véritablement en danger l'ensemble du système bancaire. Les banquiers new-yorkais semblent plus s'inquiéter de la popularité des « *trust companies* » et de la croissance rapide de leurs actifs entre 1896 et 1907. On évoque parfois l'idée que c'est cette crainte d'une « concurrence sauvage » qui pourrait avoir incité certains leaders de l'industrie bancaire à utiliser la faillite d'une « *trust company* » pour convaincre le Congrès et le grand public que ces institutions financières ne sont pas fiables, améliorant ainsi la position des banques.

S'il y avait un plan pour déstabiliser les « *trust companies* », il ne se déroule pas vraiment comme prévu. Le 14 octobre 1907, le *New York Times* annonce que F. Augustus Heinze, spéculateur du Montana, a perdu sa fortune en essayant de manipuler les cours de l'*United Copper Company*. Heinze est président de la *Mercantile National Bank* et il démissionne dès le 17 octobre. Le *New York Times* souligne que Heinze n'a pas de formation bancaire et qu'il a utilisé son poste pour se familiariser aux techniques bancaires en établissant des relations avec d'autres banquiers.

Des retraits de dépôts importants s'effectuent au détriment de la *Mercantile Bank*, mais également de la *Knickerbocker Trust Company* que dirige un ami de Heinze. La *National Bank of Commerce* annonce alors qu'elle n'exerce plus les fonctions d'agent de compensation pour *Knickerbocker*. Comme *Knickerbocker* est une « *trust company* », elle n'est pas membre de la chambre de compensation interbancaire (*clearinghouse*) et elle a donc besoin d'un agent pour traiter ses chèques.

Dès le 21 octobre, J.P. Morgan organise une réunion de directeurs de « *trust companies* » pour examiner les moyens d'enrayer la panique, mais, sur les conseils d'un de ses experts financiers, Benjamin Strong, il décide de ne pas aider la *Knickerbocker*.

L'anxiété des déposants de la *Knickerbocker* est telle que le 22 octobre 1907, huit millions de dollars^{ix} sont retirés en trois heures de cette institution financière. Le trust ferme ses portes à midi pour ne plus les rouvrir. Les déposants qui n'ont pas réussi à retirer leurs avoirs dans la matinée ont tout perdu.

A la première page du *New York Times* du 23 octobre, on trouve tout naturellement un article décrivant le « *run* » sur la *Knickerbocker*, mais également un titre présentant la *Trust Company of America*, deuxième « *trust company* » new-yorkaise, comme le « point douloureux » de la panique. En attirant l'attention sur le fait que le conseil des directeurs de la *Trust Company* a comme membre le président de la *Knickerbocker*, le quotidien ne peut qu'exacerber les retraits qui menacent déjà cette très importante société financière. Sur les 60 millions de dollars déposés à la *Trust Company*, treize millions sont retirés dans la seule journée du 23 octobre.

Benjamin Strong est arrivé à la *Trust Company* en début d'après-midi pour examiner la situation des comptes. Il indique à Morgan que l'institution est solide et qu'il faut l'aider à rouvrir le lendemain matin en la refinançant immédiatement, ce qui est fait avant la fermeture. Le soir même, le Secrétaire au Trésor George Cortelyou arrive de Washington D.C. pour participer à une réunion de crise avec les financiers de la place new-yorkaise. La décision de Morgan d'aider la *Trust Company* est annoncée au public après que Cortelyou ait promis de déposer 25 millions de dollars des fonds du Trésor dans les banques nationales dès le lendemain et que John D. Rockefeller ait annoncé qu'il déposait 10 millions de dollars dans les institutions financières new-yorkaises.

En dépit de toutes ces annonces qui visent à arrêter la « panique bancaire », les retraits de fonds continuent dans les banques et les « trusts ». L'inquiétude grandissante quant à la solvabilité et la liquidité des institutions financières peut avoir des conséquences positives pour certains demandeurs d'emploi : « faire la queue » devant l'entrée d'une banque à la place d'un déposant qui veut absolument retirer ses fonds peut ainsi rapporter jusqu'à 10 dollars par jour^x.

Morgan continue à utiliser son influence sur la communauté financière pour ramener le calme. Il demande à la chambre de compensation new-yorkaise d'émettre – en marge de la légalité -

des certificats de prêt (*loan certificates*). Ces certificats pourront se substituer à l'argent liquide – que thésaurise le public - dans les transactions interbancaires, ce qui permettra aux banques et au marché boursier de rester ouverts. Dès le 24 octobre, en effet, les courtiers en bourse (*stockbrokers*) éprouvent d'énormes difficultés à obtenir les fonds qui leur sont nécessaires et les taux des *call loans* passent au cours de la journée de 6 % à 100 %.

Les retraits de dépôts les plus sévères sont limités aux *trust companies*, et ils ne touchent pratiquement pas les banques. On peut donc se demander pourquoi les banquiers, J.P Morgan à leur tête, se portent au secours de leurs concurrents. La réponse passe par le marché boursier sur lequel interviennent à la fois les banques et les trusts. Les retraits de dépôts massifs forcent les trusts à liquider leurs actifs les plus liquides, c'est-à-dire les *call loans* sur le marché boursier^{xi}. La liquidation à grande échelle de ces *call loans* déprime la valeur des actions, puisque les actions qui servent de collatéral pour le *call loan* doivent être rapidement vendues pour rembourser les prêts.

L'augmentation soudaine des ordres de vente fait donc chuter les cours boursiers et menace par ricochet les actifs des grandes banques dont une grande partie des avoirs est composée de valeurs mobilières. Les grandes banques et la chambre de compensation sont donc liées économiquement aux *trust companies* par l'intermédiaire du marché des *call loans* et elles ont donc un intérêt financier évident à aider les trusts à arrêter la « panique ».

Ce n'est qu'au bout de trois semaines que la confiance revient, alors que le Trésor et les « *money pools* » mis en place par les banques ont injecté environ 100 millions de dollars dans les institutions en difficulté et que, de son côté, la chambre de compensation a émis plus de 110 millions de dollars en certificats^{xii}.

La « Panique de 1907 » est si sévère qu'elle fait prendre conscience au grand public des problèmes du système monétaire et bancaire américain. Le Congrès agit rapidement : en mai 1908, il adopte la loi Aldrich-Vreeland qui permet l'émission en urgence de liquidités et il crée une Commission monétaire bipartisane pour étudier comment fonctionnent les banques centrales à l'étranger et envisager d'autres alternatives^{xiii}.

La commission monétaire, Jekyll Island et le « Plan Aldrich »

La Commission monétaire nationale constituée après le crash boursier de 1907 est chargée d'étudier le fonctionnement des systèmes bancaires européens et de proposer une réforme du système américain pour le rendre à la fois plus stable et plus international. L'un des rapporteurs de la Commission monétaire écrit à ce sujet : « *Les importateurs américains dépendent dans une large mesure de Londres, et ils doivent payer un tribut annuel considérable sous formes de commissions d'acceptation. Non seulement de telles pratiques accroissent l'importance de Londres, mais elle paralysent le développement de New York comme centre financier international et elles sont préjudiciables à nos exportations* »^{xiv}. En effet, les traites qu'émettent les importateurs américains sont libellées en livres et le règlement des importations américaines n'entraîne donc pas la création de traites en dollars qui pourraient être prêtées à l'étranger pour financer l'achat de produits américains. On comprend bien que la réforme bancaire envisagée n'a pas uniquement comme objectif d'empêcher les « paniques bancaires » ; il s'agit également de faire à terme du dollar une monnaie internationale^{xv}.

Pour faire la synthèse des travaux de la Commission monétaire, Aldrich, le leader républicain du Sénat, et Warburg, le banquier, organisent une réunion secrète sur une île touristique au large des côtes de la Géorgie^{xvi}. Les personnalités invitées représentent l'aristocratie financière new-yorkaise (*J.P. Morgan and Co, National City Bank, Banker's Trust Co, First National Bank of New York*) à laquelle s'est joint un haut fonctionnaire du *Department of Treasury*.

Le « Plan Aldrich » recommande l'établissement d'une banque centrale (*National Reserve Association*) à New York et de quinze branches dans les villes importantes des Etats-Unis. L'association utiliserait les réserves de ses membres pour jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, elle pourrait réescompter les effets de commerce déjà escomptés par les membres de l'association et elle servirait d'agent fiscal pour le gouvernement fédéral.

Avant que le « Plan Aldrich » puisse être adopté par le Congrès, les élections de 1912 donnent aux Démocrates le contrôle du Congrès et Woodrow Wilson devient le vingt-septième président des Etats-Unis.

Les Démocrates et le président Wilson ne sont pas opposés à la réforme bancaire^{xvii} ; ils ne sont pas opposés non plus à l'idée de banque centrale, mais ils craignent que les réformes ne donnent encore plus de pouvoir aux banquiers new-yorkais et à Wall Street.

Une caractéristique du Plan Aldrich pose problème : les banques régionales seront contrôlées localement et nationalement par les banquiers, une perspective qui ne convient pas du tout aux démocrates des Etats agricoles du sud et de l'ouest – et en particulier au leader populiste William Jennings Bryan –. Les Démocrates se souviennent également de l'histoire : la Première et la Seconde Banques des Etats-Unis ont disparu, selon eux, pour trois raisons : la participation étrangère au capital des Banques des Etats-Unis, l'absence d'une véritable centralisation des pouvoirs, et le fait que les Banques des Etats-Unis étaient des concurrentes des banques qu'elles devaient surveiller. Le système de réserve envisagé ne doit absolument pas reprendre ces caractéristiques.

Le texte présenté au Congrès en mai 1913 et connu sous le nom populaire de *Currency Bill* prévoit que les banques régionales de réserve seront coordonnées par un comité nommé par le président des Etats-Unis. Le système de réserve sera constitué d'entreprises privées ayant une mission d'intérêt public. Les banquiers dirigeront les banques régionales, mais ces banques seront supervisées par un Conseil (*Board*) dont les membres seront soit des hauts fonctionnaires, soit des personnalités nommées par le président.

La Chambre des représentants adopte le *Federal Reserve Act* par 298 voix contre 60 et le Sénat par 43 contre 25. Dans les deux chambres du Congrès, ce sont les Démocrates « anti-banquiers » qui sont très largement favorables au texte proposé par Robert Owen, sénateur de l'Oklahoma et Carter Glass, représentant de la Virginie^{xviii}. Les Républicains votent contre le texte qui prévoit qu'un seul des sept membres du Federal Reserve Board représentera la communauté bancaire.

La naissance mouvementée du *Federal Reserve System* et les mesures exceptionnelles prises par l'administration Wilson^{xix}

William McAdoo, U.S. Treasury Secretary de 1913 à 1919



Le *Federal Reserve System* est créé par le *Federal Reserve Act* (Owen- Glass Act) que Wilson signe le 23 décembre 1913 “to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes”.^{xx}

La loi stipule que “pas moins de huit villes et pas plus de douze” seront désignées comme villes de réserve fédérale. Une fois (politiquement) déterminées les frontières de chacun des douze « districts », chaque banque de réserve fédérale est constituée en société bénéficiant d'un privilège (*franchise*), avec des actionnaires et un bureau de neuf directeurs dont trois représentent la communauté bancaire du district, trois la communauté commerciale et trois (dont le Président) sont nommés par le *Federal Reserve Board* représentent le public.

Les statuts des banques de réserve fédérale sont déposés au second trimestre 1914 et

l'ouverture du *Federal Reserve System* est prévue pour avril 1915, un laps de temps largement suffisant pour trouver des locaux, recruter du personnel et surtout recevoir les réserves que doivent déposer les banques membres du système.

Les événements internationaux de l'année 1914 modifient de fond en comble cet échéancier. Les tensions qui s'aggravent au deuxième trimestre de l'année 1914 incitent tout à fait logiquement les investisseurs européens à réduire leurs portefeuilles d'actions et d'obligations américaines et à transférer leurs avoirs convertis en or vers l'Europe^{xxi}. Entre le début du mois de mai et la fin du mois de juillet 1914, 83 millions de dollars d'or sortent des Etats-Unis, le plus fort montant trimestriel depuis 1900. L'administration Wilson s'inquiète de la possibilité d'un effondrement (*crash*) de la bourse new-yorkaise, mais aussi de ces sorties d'or qui pourraient déclencher une panique financière semblable à celle de 1907. Le Congrès n'a toutefois pas encore terminé les nominations des membres du *Federal Reserve Board* et les banques de réserve régionales ne sont pour l'instant que des coquilles vides réduites à des statuts.

La solution adoptée par l'administration Wilson consiste à :

- fermer la Bourse de New York (*New York Stock Exchange*) le 31 juillet 1914 immédiatement après la fermeture du *London Stock Exchange* ;
- modifier le 4 août 1914 la loi Aldrich-Vreeland pour rendre plus facile l'émission de billets supplémentaires par les banques face à la thésaurisation d'argent liquide par le public^{xxii} ;
- accélérer la mise en place du *Federal Reserve System* : le 7 août les cinq membres du *Federal Reserve Board* désignés par le Président Wilson, sont confirmés par le Sénat. Paul Warburg représente la communauté bancaire qui exprime sa satisfaction.

Ce n'est cependant que le 16 novembre 1914 que les douze banques de réserve fédérale sont ouvertes, tandis que la Bourse de New York ne reprend ses cotations que le 12 décembre de la même année après plus de quatre mois d'interruption, alors même que les Etats-Unis ne sont pas entrés en guerre^{xxiii} et que les risques d'effondrement des cours sont largement dissipés. Ces délais ne sont pas dus à des lenteurs administratives ou à des tensions entre l'administration Wilson et une communauté bancaire proche des Républicains. Ils reflètent une volonté commune d'assurer un démarrage réussi au système fédéral de réserve.

Les événements internationaux de l'année 1914 précipitent sans aucun doute la mise en place du système fédéral de réserve et, grâce aux décisions avisées de l'administration démocrate, elles permettent d'asseoir plus rapidement la stature internationale du dollar.

Le problème de l'or

Le principal souci de l'administration et de la communauté financière américaine a trait aux réserves d'or américaines qui sont nécessaires pour assurer la crédibilité financière du nouveau système. La fermeture de la Bourse présente des inconvénients, mais c'est le moyen le plus simple pour endiguer les sorties d'or. L'administration Wilson (et la communauté financière américaine) ne tient absolument pas à être obligée de suspendre la convertibilité du dollar en or, une suspension qui serait désastreuse pour le marché des obligations américaines dont une grande partie est placée en Europe^{xxiv}.

Sur les conseils pressants de Benjamin Strong et de Paul Warburg, William McAdoo, le secrétaire au Trésor, accepte de sacrifier la liquidité du marché boursier qui reste fermé pendant quatre mois^{xxv}, jusqu'en décembre 1914, pour assurer la transition vers le nouvel ordre monétaire.

Le problème n'est pas réglé pour autant ; tant que le cours de la livre sterling est au-dessus de son point d'or (\$4.8665), la pression pour vendre de l'or américain pour acheter du sterling est forte, d'autant que la Banque d'Angleterre, pour réduire les coûts et les risques du transport de l'or entre le continent américain et Londres, ouvre à Ottawa, dès le 11 août 1914, une succursale habilitée à acheter de l'or, ce que n'apprécient guère les milieux financiers américains.

Le 4 septembre 1914, le *Federal Reserve Board* organise une conférence à Washington pour trouver « une solution au problème de marché des changes ». Benjamin Strong, qui fait partie des banquiers invités, propose la création d'un « pool de l'or prêt à fournir au moins 200

millions de dollars en or pour des règlements à l'étranger »^{xxvi}.

Dès le 5 septembre, « il y a une détente très nette sur le marché des changes...attribuée dans une large mesure à la réunion de Washington. La livre sterling est cotée à \$5.01, en baisse de 5 cents depuis la semaine dernière »^{xxvii}. Le 15 septembre, une ligne d'obligations de 100 millions de dollars, dont environ 80 millions sont détenues par des investisseurs anglais et français, émise par la ville de New York, arrive à maturité. Environ les $\frac{3}{4}$ des détenteurs acceptent de prendre de nouvelles obligations de *New York City* en échange des obligations arrivées à maturité. « Un des banquiers responsables de l'opération explique : quand ils [les investisseurs] savent qu'ils pourront récupérer leur argent, ils ne sont pas aussi pressés de le reprendre »^{xxviii}.



Benjamin Strong, président de la Bankers Trust Co, est élu Gouverneur de la banque fédérale de réserve de New York le 5 octobre 1914^{xxix}

Néanmoins le cours de la livre sterling reste bien au-dessus de son point d'or (voir le graphique 1) et, le 10 octobre, Benjamin Strong écrit à Paul Warburg : « *Si les banques fédérales de réserve refusent de payer en or, elles seront discréditées dès le départ, et, d'un autre côté, on leur demandera certainement de l'or si elles émettent des billets à un moment où il y a une prime de l'or...une prime qui se voit dans le cours du sterling* »^{xxx}.

La forte pression des banques commerciales des Etats du Sud et de l'Ouest qui réclament une ouverture rapide des banques fédérales de réserve pour faciliter le mouvement des grains conduit McAdoo à annoncer que toutes les banques de réserve ouvriront le 16 novembre 1914. La meilleure raison qu'il avance pour refuser un délai supplémentaire est que « les efforts qui sont faits pour protéger le Système [fédéral de réserve] contre les problèmes qu'il est censé résoudre sont de nature à jeter des doutes sur sa pertinence »^{xxxi}. La Bourse de New York reste cependant fermée – une sorte d'assurance contre les risques de sortie d'or –, et une façon, pour McAdoo, de dissiper les craintes de Strong et de Warburg^{xxxii}.

Un bon départ pour le Système

A la mi-novembre, les risques sont dissipés. Pour la première fois depuis la fermeture de la Bourse, le *New York Times* publie le 13 novembre les cours de 27 actions qui sont cotées sur *New Street*, le marché parallèle qui fonctionne depuis la fermeture du New York Stock Exchange et c'est bien le signe que les autorités envisagent de rétablir bientôt les cotations. Le *Wall Street Journal* du même jour annonce : « Le marché des changes est passé de façon sensationnelle à \$4,87, bien en dessous du point d'or actuel, estimé à \$4.90. Le taux de change est aujourd'hui à son niveau le plus bas depuis la déclaration de guerre, et cela indique le rétablissement de conditions normales ». Le graphique 1 ci-dessous montre que la livre sterling passe en dessous du point d'or le 11 décembre pour y rester jusqu'à la fin de l'année. Les cotations des obligations reprennent le 28 novembre, celles des actions « à caractère non international » le 12 décembre, et tous les titres sont désormais cotés à partir du 15 décembre 1914.

Plus important encore, le bilan consolidé des Banques de réserve fédérale montre, à la date du 20 novembre, que plus de 80 % des 254 millions de réserves qu'elles ont reçues sont constituées d'or et de certificats d'or, alors que les banques auraient pu payer la moitié de ces réserves en effets de commerce et l'autre moitié en monnaie légale, c'est-à-dire en or, en argent ou en « *greenbacks* ».

Le *Federal Reserve System* est bien parti et il est prêt à jouer un rôle majeur dans le financement des efforts de guerre de l'Entente puis des Etats-Unis. Mais ceci est une autre



Source: Wall Street Journal, July 15, 1914 through December 31, 1914

ⁱ On parle généralement de la Réserve fédérale, et, plus familièrement, de la Fed.

ⁱⁱ Soit l'équivalent de 190 millions de dollars 2019. Voir le site « How Much Is That Worth Today ? » <http://eh.net/hmit/powerusd/>

ⁱⁱⁱ La loi présente un avantage évident pour les finances du gouvernement fédéral puisqu'elle oblige les banques qui veulent une licence nationale à acheter des bons du Trésor au détriment des marchés des obligations émises par les Etats.

^{iv} Ce n'est qu'en 1933 que sera mis en place un mécanisme fédéral d'assurances des dépôts bancaires (*Federal Deposit Insurance Corporation*).

^v La *New York Clearing House* est créée en 1853 sur le modèle de la chambre de compensation de Londres qui existe depuis 1773. Ce décalage montre bien que le système bancaire et financier américain au XIX^{ème} siècle est « primitif » par rapport aux systèmes européens, et tout particulièrement anglais.

^{vi} Une « monnaie internationale » remplit plus ou moins parfaitement les fonctions suivantes : « monnaie de facturation » - les prix des produits échangés sont libellés en unités de cette monnaie ; « monnaie véhiculaire » - sur le marché des changes, la conversion de deux monnaies nationales se fait en passant par la « monnaie internationale » ; « monnaie de financement » - les besoins de financement sont satisfaits par des actifs financiers libellés en « monnaie internationale » ; « monnaie de réserve » - les banques centrales nationales conservent de l'or et des actifs libellés en « monnaie internationale » pour éventuellement « défendre » leurs monnaies.

^{vii} *Un homme d'influence. Sir Siegmund Warburg (1902-1982)*; Attali Jacques, Fayard, 1985.

^{viii} Warburg n'hésite pas à affirmer que « les Etats-Unis sont à peu près dans la situation de l'Europe du temps des Médicis », alors que ses interlocuteurs américains pensent que les Etats-Unis sont en avance, y compris dans le domaine financier, puisqu'ils se passent de banque centrale.

^{ix} Soit l'équivalent de 180 millions de dollars 2019.

^x Soit environ 250 dollars 2019.

^{xi} Quand un investisseur achète une valeur à la marge, c'est-à-dire en ne fournissant qu'une fraction du prix, son courtier lui prête la différence en lui faisant un prêt (*margin loan*) et en contractant lui-même un prêt (*broker's loan*) auprès d'une banque, prêt qui est collatéralisé par le titre. Les *call loans* représentent le type le plus important des *brokers' loans*. Ces prêts ont une option d'achat journalière et un taux d'intérêt variable.

^{xii} Les sommes injectées par les money pools représentent plus de 2 milliards de dollars 2019.

^{xiii} Dans leur prodigieuse histoire monétaire, Friedman et Schwartz affirment que ce sont les sorties d'or des Etats-Unis (28,9 millions de dollars de mai à septembre 1907) qui sont véritablement à l'origine de la « panique d'octobre ». Friedman, Milton, and Anne Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press, 2006, p.158.

^{xiv} L.M. Jacobs, *Bank Acceptances*, National Monetary Commission, Washington D.C., 1910, p. 13, cité dans Maurice Niveau, *Histoire des faits économiques contemporains*, Paris, 1966, p. 271.

^{xv} G.M. Henry, *Dollar, la monnaie internationale du 21^{ème} siècle*, Paris, 2019.

^{xvi} G. Edward Griffin, *The Creature from Jekyll Island: A Second Look at the Federal Reserve*, American

Media, 1994.

^{xvii} W. Wilson affirme que le Plan Aldrich est à 60 % / 70 % correct.

^{xviii} Carter Glass obtient ainsi pour son Etat une banque de réserve à Richmond, une ville qui n'était guère connue comme place financière. Le sénateur Reed du Missouri obtient de son côté deux banques de réserve (Kansas City et St. Louis) !

^{xix} William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy*, Princeton University Press, 2006.

^{xx} « Pour permettre la création de banques fédérales de réserve, pour fournir une monnaie élastique, pour donner les moyens de réescompter les effets de commerce, pour réaliser une meilleure supervision des banques des Etats-Unis, et pour d'autres objectifs ».

^{xxi} Les analystes financiers appellent « *flight to quality* » la modification des portefeuilles qui a pour but d'en minimiser l'exposition au risque. De nos jours, même si l'or reste une valeur-refuge pour les non-initiés, l'arbitrage se fait le plus souvent en faveur des obligations d'Etat et, en particulier, des bons du Trésor américains. En 1914, les marchés d'obligations d'Etat sont peu profonds et peu liquides et le « *flight to quality* » est tout simplement un retour à l'or.

^{xxii} Milton Friedman et Anna Schwarz soulignent que « la loi Aldrich-Vreeland atteint parfaitement ses objectifs lors du déclenchement de la Première Guerre mondiale. Le *Federal Reserve System* échoue au début des années 1930, alors qu'une utilisation intelligente de ses pouvoirs aurait permis d'éviter la panique », op.cit. p.441. Sur les erreurs de la Fed pendant la Grande Dépression, consulter G.M. Henry, *La crise de 1929*, Paris, 2000.

^{xxiii} La Bourse de Londres reprend ses cotations le 4 janvier 1915.

^{xxiv} John Maynard Keynes, qui ne parle pas encore de « relique barbare » car en 1914 la City jouit encore de son monopole, souligne à l'époque l'importance de l'or pour établir la crédibilité financière. Dans un mémorandum daté du 3 août 1914, il explique que la position de Londres comme place financière mondiale sera sans nul doute remise en question si la Grande-Bretagne suspend ses paiements en or. « Le point fondamental est que nous devons pas nous soustraire à nos obligations internationales de régler en or tant qu'il n'est pas impossible de les respecter ».

^{xxv} Le NYSE n'a jamais connu une pareille interruption (*circuit-breaker*) depuis sa création en 1817 jusqu'au moment où ces lignes sont écrites (août 2019).

^{xxvi} *New York Times* du 4 septembre 1914.

^{xxvii} *Wall Street Journal* du 5 septembre 1914.

^{xxviii} *Wall Street Journal* du 15 septembre 1914.

^{xxix} Chandler, Lester V., *Benjamin Strong, Central Banker*, Washington, D.C., 1958, a écrit une remarquable biographie de Benjamin Strong. On peut également consulter avec profit Roberts, Priscilla, "Benjamin Strong, the Federal Reserve, and the Limits to Interwar American Nationalism. Part I: Intellectual Profile of a Central Banker, Part II: Strong and the Federal Reserve System in the 1920s", Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly*, Spring 2000, 61-98.

^{xxx} Chandler, op.cit., p.61.

^{xxxi} Citation attribuée à Woodrow Wilson par MacAdoo dans son interview au *New York Times*, 27 octobre 1914.

^{xxxii} Paul Warburg écrit à William McAdoo le 27 août 1914 : « Les Etats-Unis sont riches en or. Si on additionne les avoirs des banques, du Trésor et l'or en circulation, on arrive à un montant qui dépasse un milliard et demi de dollars. Il est évident qu'un système qui ne dispose d'une réserve-or de 250 millions de dollars gaspille totalement et inutilement les actifs de la nation et n'est absolument pas suffisant pour protéger l'immense structure financière de monnaie et de crédits bancaires des Etats-Unis », Letter from Warburg to McAdoo, August 27, 1914, Papers of William McAdoo, Library of Congress, cité par William L. Silber, « Birth of the Federal Reserve : Crisis in the Womb », *Journal of Monetary Economics*, 2006.

^{xxxiii} H.C. Engelbrecht and F.C. Hanighen, *Merchants of Death: A Study in the International Armament Industry*, New York, 1934.