



Les réformes de la régulation financière américaine, instruments de progrès : un siècle de flux et reflux

Pavelchievici Ruxandra

Pour citer cet article

Pavelchievici Ruxandra, « Les réformes de la régulation financière américaine, instruments de progrès : un siècle de flux et reflux », *Cycnos*, Législation et progrès socio-économique dans le monde anglophone, 20 avril 2016.

<http://epi-revel2.unice.fr/publication/item/2613>

Lien vers la notice <http://epi-revel2.unice.fr/publication/item/2613>

Lien du document <http://epi-revel2.unice.fr/cycnos/2613.pdf>

AVERTISSEMENT

Les publications déposées sur la plate-forme épi-revel sont protégées par les dispositions générales du Code de la propriété intellectuelle. Conditions d'utilisation : respect du droit d'auteur et de la propriété intellectuelle.

L'accès aux références bibliographiques, au texte intégral, aux outils de recherche, au feuilletage de l'ensemble des revues est libre, cependant article, recension et autre contribution sont couvertes par le droit d'auteur et sont la propriété de leurs auteurs. Les utilisateurs doivent toujours associer à toute unité documentaire les éléments bibliographiques permettant de l'identifier correctement, notamment toujours faire mention du nom de l'auteur, du titre de l'article, de la revue et du site épi-revel. Ces mentions apparaissent sur la page de garde des documents sauvegardés ou imprimés par les utilisateurs. L'université Côte d'Azur est l'éditeur du portail épi-revel et à ce titre détient la propriété intellectuelle et les droits d'exploitation du site. L'exploitation du site à des fins commerciales ou publicitaires est interdite ainsi que toute diffusion massive du contenu ou modification des données sans l'accord des auteurs et de l'équipe d'épi-revel.

EPI-REVEL

Revues électroniques de l'Université Côte d'Azur

Les réformes de la régulation financière américaine, instruments de progrès : un siècle de flux et reflux

Ruxandra Pavelchievici

Université Nice Sophia Antipolis
Maître de conférences à l'université Nice Sophia Antipolis. Elle est ancienne élève de l'École normale supérieure de Cachan, agrégée d'anglais, diplômée de Sciences-Po Paris, et docteur de l'université Sorbonne Nouvelle Paris III. Ses recherches portent sur le modèle de capitalisme américain, en particulier sur les questions monétaires et financières, dans une perspective qui inscrit l'économie dans l'histoire des idées et l'histoire politique.

While financial regulation reforms appear as a standard response to crises, and are determined by the macroeconomic environment, they also result from interest group pressure and ideological choices. In this paper, we show how waves of regulation, or deregulation, in the United States, reflect such choices, as well as different conceptions of socio-economic progress. While New Deal reforms sought to support economic recovery and equality through increased regulation, the Conservative revolution led to a deregulation movement aimed at promoting neoliberal values. The subprime crisis has sparked off a reregulation process, whereby financial legislation is designed according to the criterion of political accountability, and takes into account the necessity of financial stability as a public good.

deregulation, Depository and Monetary Control Act, Dodd-Frank Act, financial regulation, Glass-Steagall Act, Gramm-Leach-Bliley Act, Minsky, neoliberalism, systemic risk.

Tandis que les diverses stratégies de relance durable adoptées aux États-Unis se trouvent au cœur des débats de politique économique, les origines de la crise font désormais l'objet d'un large consensus : « la dérégulation, l'abrogation de la loi Glass-Steagall¹, ainsi que l'échec des régulateurs à surveiller et discipliner de manière adéquate les activités bancaires » (Rose : 5) se sont révélés déterminants. Ainsi, les dérives de la libéralisation du secteur bancaire et financier semblent cristalliser les contradictions du capitalisme américain et amplifier son instabilité intrinsèque. L'exposition de ces secteurs aux risques systémiques explique en

¹ Il s'agit du *Banking Act* de 1933, loi de séparation des activités bancaires, sur lequel nous reviendrons en détail ultérieurement.

grande partie leur rôle potentiellement déstabilisateur. Le risque de système peut se définir comme « l'éventualité qu'apparaissent des états économiques dans lesquels les réponses rationnelles des individus aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques par diversification, amènent à élever l'insécurité générale » (Aglietta et Moutot, cités dans Aglietta : 167). Il combine des mécanismes de contagion susceptibles d'induire une crise financière. D'une part, un choc néfaste sur une institution ou un marché financier se répercute en chaîne, et d'autre part, il affecte simultanément les conditions financières d'un grand nombre d'institutions et de marchés, et induit une réaction négative commune (*Ibid.*). La propagation de ces phénomènes à l'ensemble de l'économie engendre donc une crise globale, dont les lourdes conséquences sur le plan économique se traduisent également sur le plan social, en raison de l'augmentation du chômage et de la précarité.

Outre les mécanismes propres à l'économie, il convient de souligner l'incidence de la régulation sur les fluctuations cycliques. L'« hypothèse d'instabilité financière » développée par Minsky est orientée dans ce sens : « [e]lle pose que les cycles économiques au cours de l'histoire sont constitués (i) par la dynamique interne aux économies capitalistes, et (ii) par le système des interventions et régulations élaborées afin que l'économie fonctionne à l'intérieur de limites raisonnables » (Minsky 1992 : 9). De surcroît, si l'on considère, avec Minsky, que « le contrôle de l'instabilité systémique est le problème majeur en matière de performance et de politique économique » (Minsky 1982 : 87), il apparaît que la crise actuelle, fréquemment comparée à celle de 1929 pour ce qui est de ses causes et de son anatomie, pose la question centrale du rôle de la régulation financière dans l'équilibre de l'économie américaine. Pour Minsky, une crise majeure est le résultat d'un État désengagé (Minsky 1982 : 86). Cette analyse trouve un écho dans les interprétations actuelles de la crise, vue comme l'expression de la trop grande liberté accordée aux mécanismes du marché au cours des trois dernières décennies, et confirme la validité de la régulation en tant qu'instrument de stabilisation. Par conséquent, il semblerait permis de concevoir la dérégulation comme nuisible au progrès socio-économique, tandis qu'un cadre réglementaire solide lui serait favorable. Le *Dodd-Frank Act*, promulgué en juillet 2010 afin d'engager un processus de « rerégulation » des secteurs bancaires et financiers, serait donc l'instrument législatif le plus adéquat pour une sortie de crise et une prévention des risques.

Toutefois, cette vision ne va pas de soi. En effet, « à l'échelle historique, les périodes d'innovation réglementaire sont apparues par vagues, et ont été suivies de longues périodes de délaissement et de délitement relatifs des institutions » (Shiller : 16). La crise de 1929 mit en évidence le risque systémique auquel est exposé le

système financier, donnant ainsi lieu à un mouvement de régulation sans précédent. Dans cette perspective, l'époque actuelle fait largement écho aux années 1930. Les années 1980, en revanche, furent le théâtre du processus inverse : la primauté accordée à la logique de marché exigeait une forte dérégulation de l'économie, et de la finance en particulier, conçue comme facteur de progrès socio-économique. Au cours de chacune de ces périodes, le mouvement vers, ou contre, la régulation s'inscrivit dans un cadre législatif précis qui lui conférait une légitimité démocratique. Ainsi, la vision du progrès incarnée par la régulation, ou, au contraire, par la dérégulation, se trouvait inscrite dans la loi. Si cette perception mouvante des vertus de la régulation découle d'orientations idéologiques, elle se présente également comme le « résultat d'interactions entre différents groupes d'intérêt »² (Grossman : 130). Il apparaît également que « [ses] modifications ont été induites par les chocs macroéconomiques, ainsi que par la concurrence entre groupes, au sein des banques, de même qu'entre banques et autres prestataires de services financiers » (Kroszner et Strahan 2013 : 3). En outre, ces modifications peuvent résulter de facteurs plus diffus ; il s'agit notamment d'éléments endogènes de nature à établir une « dialectique de la régulation » (Kane, cité dans Grossman : 133) : ces éléments résultent de précédents développements intervenus au sein de l'économie ou du système bancaire, résultant probablement eux-mêmes de modifications réglementaires antérieures. De tels changements endogènes peuvent créer des cycles, longs ou courts, durant lesquels les régulateurs et les banquiers ajustent constamment leurs actions les uns vis-à-vis des autres, les banquiers tentant d'éviter la contrainte réglementaire, tandis que les régulateurs élaborent de nouvelles réglementations afin d'imposer leur volonté. (*Ibid.*)

La régulation fut constamment investie, aux États-Unis, d'un rôle crucial dans la réalisation du progrès socio-économique, au sens où ses modifications, qu'elles aillent dans le sens d'un durcissement ou d'un assouplissement, constituèrent un enjeu majeur des choix politiques. Depuis la crise de 1929, la législation qui entérine ces choix se caractérise par un mouvement de flux et reflux. Nous nous proposons d'en décrire plus précisément les mécanismes, et, à travers ce prisme, de mettre en lumière les contours flottants de la notion de progrès socio-économique telle qu'elle évolue aux États-Unis depuis près d'un siècle. Nous chercherons d'abord à montrer comment, dans le sillage de la Grande dépression, la régulation s'inscrivit dans le projet de maîtrise du capitalisme formulé par les *New Dealers*, afin de favoriser la reprise économique et la stabilité. Nous nous intéresserons ensuite à l'ère de la dérégulation au cours de laquelle la défense des mécanismes de marché était, à son tour, conçue comme source de progrès. Enfin, nous examinerons le mouvement

² Ces groupes d'intérêt peuvent être constitués par les banques, les régulateurs, ou la classe politique.

actuel de « réhumanisation de la finance », supposé garantir la stabilité du système, notamment par le retour à une régulation plus stricte.

Dans le sillage de la Grande dépression, la régulation comme stratégie de sortie de crise

À l'emploi du terme anglais de « *regulation* » correspondent deux traductions françaises, « réglementation » et « régulation », qui ne renvoient pas à la même réalité. Cette distinction est d'autant plus opportune à ce stade de l'analyse que la notion de « *regulation* » s'affirma au cours de la période du *New Deal* (Cohen : 1). La nécessité d'encadrer le capitalisme était certes apparue aux États-Unis dès la fin du XIX^e siècle, mais la crise de 1929, de nature systémique, réaffirma avec force l'incapacité des marchés à garantir la stabilité de l'économie. Seul l'État était donc en mesure de préserver le système, en instaurant des dispositifs de surveillance. La particularité de la réaction américaine à la Grande dépression, qui la distingue des économies européennes, réside dans le fait qu'elle ne consiste pas en la création d'administrations directement dépendantes du pouvoir politique. Généralement appelées « commissions », « ces autorités indépendantes, dont les compétences ont été définies par la loi, ont un pouvoir d'instruction, de délibération, de décision et de sanction indépendant du pouvoir politique en place » (*Ibid.*). C'est ainsi qu'est mise en évidence la différence entre les deux approches, mais également entre les termes de « réglementation » et de « régulation » : « [l]a réglementation relève du privilège souverain de l'État ; la régulation, c'est, dans un champ donné, un considérable pouvoir d'investigation, d'interprétation et d'appréciation dévolu à des personnes indépendantes du pouvoir politique et du milieu sur lequel elles exercent leur contrôle » (*Ibid.*). Plus largement, la régulation peut être définie comme la « recherche de faits ordonnés, la mise en place de structures et d'actions conformes à son bon fonctionnement » (Buzelay : 184). Vue dans cette perspective holiste, elle permet d'appréhender de manière particulièrement adéquate l'enjeu que représente la maîtrise des risques systémiques. Une distinction doit également être opérée entre la « déréglementation » et la « dérégulation » :

[l]a dérégulation ne signifie pas [...] la suppression de toute régulation. [...] elle traduit plutôt le passage d'une régulation discrétionnaire, justifiant un certain interventionnisme à une régulation automatique, laissée largement aux forces du marché. Il faut alors évacuer les éléments considérés comme des entraves aux mécanismes d'ajustements naturels d'une régulation par le marché. [...] la dérégulation justifie la déréglementation avec laquelle elle ne doit pas pour autant se confondre. La déréglementation peut en effet s'opposer à la dérégulation qui exige le maintien ou l'introduction de certaines règles en vue de garantir l'optimalisation de la configuration ou structure de marché existante. (*Ibid.*)

La décision très interventionniste prise dans le contexte économique de la crise de 1929 illustre les arguments mis en avant pour justifier la régulation selon la théorie dite « de l'intérêt public » (Kroszner et Strahan 2000 : 3). Selon cette approche, la régulation vise à maximiser le bien-être social : elle peut être vue comme une forme d'intervention de l'État permettant de pallier les défaillances du marché (information imparfaite, marchés incomplets, pratiques abusives) ainsi que leur irrationalité (« exubérance irrationnelle », « pessimisme irrationnel », comportements individuels nuisibles pour la collectivité) et assure la justice distributive (l'efficacité de l'économie de marché n'est pas systématiquement associée à des résultats socialement justes) (Stiglitz : 15-22). L'accent est également mis sur le rôle stabilisateur de la régulation (Guttman : 5 et Grossman : 129), qui a une incidence positive sur la performance macroéconomique dans son ensemble. Cet argument préside aux réformes fréquemment menées au lendemain des crises financières, et dont la rapidité et la portée sont proportionnelles à l'ampleur de ces crises (Grossman : 133).

La « plus importante vague de régulation financière de l'histoire des États-Unis » (Shiller : 16), entreprise au lendemain de la crise de 1929, instaure une nouvelle conception de la régulation, désormais élaborée à l'échelle fédérale³. Associée à l'usage intensif de la politique budgétaire en vue de relancer la croissance, elle complète la stratégie de sortie de crise des *New Dealers*, stratégie qui était confortée par la conviction que l'économie américaine était parvenue à maturité : en d'autres termes, le ralentissement de la croissance démographique, ainsi que le déclin de l'accumulation de capital, aujourd'hui analysés comme étant transitoires, étaient perçus comme étant des phénomènes permanents (Brinkley⁴ : 132). Par conséquent, aux yeux de certains, la notion de *mature economy* justifiait le renforcement de la régulation.

À cet égard, la plus forte charge symbolique en matière de régulation financière est probablement contenue dans le *Banking Act* promulgué en 1933, plus connu en tant que « loi Glass-Steagall », et qui joua un rôle déterminant dans la structuration du système bancaire et financier. Cette loi instaure une séparation des activités bancaires entre activités commerciales, activités d'investissement, et activités

³ La *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws* fut créée en 1892, dans une tentative d'harmonisation de la législation. En 1930, en réaction aux abus révélés par la crise de 1929, elle adopta le *Uniform Sales of Securities Act*, mais celui-ci eut une influence limitée, puisque seules cinq juridictions l'entérinèrent.

⁴ Dans un discours adressé aux Jeunes Démocrates, le 15 juillet 1938, le sénateur Schwollenbach, faisant appel à une idée fortement ancrée dans l'imaginaire collectif américain, estime que les États-Unis ont atteint leur « Dernière Frontière ».

d'assurance⁵. Elle résultait de la conviction, que partageait notamment le sénateur Glass, que l'effondrement boursier de 1929 avait été causé par les opérations sur titres conduites par les banques commerciales, et que de nombreuses faillites bancaires avaient été engendrées par de telles opérations (Shiller : 18) : on estimait que les filiales de ces banques avaient fait usage des dépôts afin de spéculer sur les marchés de capitaux et de frauder les investisseurs (Levy Institute of Bard College⁶ : 19). Les conclusions de la commission Pecora⁷ allaient dans le même sens, de sorte que le Congrès estima que « la confusion des genres entre les banques de dépôt et les maisons de titres avait encouragé la spéculation boursière et qu'il fallait désormais interdire aux banques commerciales l'accès aux marchés financiers » (Stoffaës : 96) : les banques commerciales se voyaient donc interdire l'usage des dépôts à des fins spéculatives. Le nouveau lien ainsi établi entre les systèmes bancaire et financier avait vocation à assurer la stabilité. La création de la *Federal Deposit Insurance Corporation* complète le dispositif⁸ : organe indépendant, elle contribue à limiter les risques, ainsi que l'incidence d'une faillite bancaire sur le système financier et l'économie dans son ensemble (Federal Deposit Insurance Corporation : 1). La « réglementation Q » constitue un dernier élément essentiel de la loi : elle interdit le versement d'intérêts sur les dépôts à vue, et confère à la Réserve fédérale le pouvoir de fixer un plafond appliqué aux taux d'intérêt versés sur les comptes d'épargne ou à terme. L'effet stabilisateur devait être obtenu *via*

⁵ Une telle mesure avait déjà été suggérée par Louis Brandeis dans sa critique du système bancaire en vigueur au début du XX^e siècle, publiée par le *Harper's Weekly* sous forme d'une série d'articles, réunis sous le titre *Other People's Money* (1914), et consultables à l'adresse <http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/191>

⁶ L'effet déstabilisateur de ce système de filiales serait, toutefois, à nuancer selon certains : voir sur ce point Grossman, *Unsettled Account*, p. 248.

⁷ Passé à la postérité sous le nom de « commission Pecora », le *Committee on Banking and Currency* fut chargé par le Sénat, le 2 mars 1932, d'« enquêter sur les pratiques relatives à l'acquisition, à la vente, et aux emprunts » d'actions et de valeurs mobilières. Voir sur ce point la Résolution 84 du Sénat :

http://www.senate.gov/artandhistory/history/common/investigations/pdf/Pecora_SenRes84.pdf. Le rapport final de la commission, daté du 16 juin 1934, peut être consulté à l'adresse suivante : http://www.senate.gov/artandhistory/history/common/investigations/pdf/Pecora_FinalReport.pdf.

⁸ Elle a pour mission de garantir les dépôts dans les banques et les institutions d'épargne, à hauteur de 2 500 dollars à l'origine, somme actuellement portée à 250 000 dollars. Initialement conçue comme un organe temporaire, la FDIC a été pérennisée par le *Banking Act* de 1935. L'influence qu'elle était censée exercer sur le système bancaire s'est rapidement affirmée, puisque 97% des dépôts de banques commerciales étaient couverts par l'assurance de la FDIC dans les six premiers mois suivant la promulgation de la loi Glass-Steagall. Le *Securities Exchange Act* de 1934 ajouta un autre organe de régulation et de prévention, la *Securities Exchange Commission*, afin de protéger les investisseurs en veillant à la transparence des informations et à l'honnêteté des pratiques.

deux canaux. D'une part, cette régulation avait pour objectif d'encourager les banques rurales à prêter à l'échelle locale, et de limiter leurs dépôts auprès des grands centres financiers. En effet, « l'argument mis en avant est que la migration des fonds avait contribué à la spéculation et avait accentué les mouvements saisonniers existants vers les centres financiers du pays, et en provenance de ceux-ci, ce que de nombreux analystes tenaient pour être à l'origine des crises bancaires » (Grossman : 249).

Il apparaît donc que la maîtrise des risques systémiques constitua l'un des objectifs majeurs de la loi Glass-Steagall. Elle reflète la perception de la régulation comme un nécessaire complément au marché, et la réponse optimale aux problèmes soulevés par la crise majeure de 1929. Toutefois, si le *New Deal* peut être vu comme un moment-clef de la législation, à des fins de sortie de crise et de progrès, il s'inscrit dans une tendance plus longue : en effet,

[d]epuis l'Âge doré jusqu'au *New Deal*, une certaine unité dans la perception et les objectifs globaux a relié les principales justifications théoriques d'une régulation économique de grande envergure, ainsi que la rhétorique des plaidoiries en sa faveur. [...] Considérés dans leur ensemble, ces éléments rhétoriques et programmatiques ont constitué davantage que la somme de leurs parties, offrant une vision normative de la société moderne industrielle, de même qu'un ensemble intégré de politiques propres à mettre en pratique cette vision. S'opposant à l'individualisme ancré dans le libéralisme du XIX^e siècle, leur langage, évoquant un plan *moral*, des coûts *sociaux*, et une planification *nationale* proclamait [...] un sens nouveau de la responsabilité collective dans la définition du bien public. Il véhiculait également l'idée que le capitalisme ne pouvait continuer à exister tel quel [...]. (Furner : 121)

La conscience de la nécessité d'un encadrement accru de l'économie, en particulier des secteurs bancaire et financier, ainsi que la législation qui en découle, avaient donc mûri depuis la fin du XIX^e siècle, pour s'affirmer véritablement dans le contexte de la Grande dépression. Le progrès socio-économique supposait, aux yeux des réformateurs, un capitalisme performant, certes, mais fonctionnant selon un mode plus juste, plus moral et plus démocratique, qu'une économie insuffisamment régulée ne pouvait garantir. Cependant, une autre crise, celle de la fin des années 1970, allait aboutir au renversement de cette vision.

L'ère de la dérégulation : « *morning again in America*⁹ »

Diamétralement opposée à l'ordre hérité du *New Deal*, la Révolution conservatrice des années 1980 reflète une tout autre conception du progrès socio-économique. Les principes néo-libéraux qui la sous-tendent impliquent la conviction que les marchés possèdent une capacité autorégulatrice. En réponse à la crise de la fin des années 1970, le renouveau est conditionné par une interférence minimale avec les mécanismes de ces derniers, qui se traduit par une régulation moindre du système économique.

Les arguments qui justifient ce retour sont de plusieurs ordres. En premier lieu, ils se nourrissent des modèles néo-classiques des marchés financiers, notamment de la théorie des marchés efficients¹⁰, qui gagna en influence dans les milieux universitaires au cours des années 1970¹¹, et exclut l'éventualité de bulles spéculatives majeures, en vertu de l'équilibre naturellement atteint par les marchés. Dès lors, seule une intervention minimale est légitime. En second lieu, ils s'inscrivent dans une construction idéologique plus large, au sein de laquelle le capitalisme doit avant tout protéger les libertés. Or, « le postulat selon lequel les libertés individuelles sont garanties par la liberté du marché et du commerce est un élément fondamental de la pensée néo-libérale » (Harvey : 7). Dans cette perspective, et à la différence de l'ère du *New Deal*, la régulation de l'économie,

⁹ Cette phrase liminaire d'un célèbre spot télévisé, diffusé au cours de la campagne présidentielle de Ronald Reagan en 1984, invite à interpréter le « matin » au sens propre, mais également comme une métaphore de la prospérité retrouvée, grâce à la victoire contre l'inflation : « *It's morning again in America. Today more men and women will go to work than ever before in our country's history. With interest rates at about half the record highs of 1980, nearly 2,000 families today will buy new homes, more than at any time in the past four years. This afternoon 6,500 young men and women will be married, and with inflation at less than half of what it was just four years ago, they can look forward with confidence to the future. It's morning again in America, and under the leadership of President Reagan, our country is prouder and stronger and better. Why would we ever want to return to where we were less than four short years ago ?* » (C'est nous qui soulignons.)

¹⁰ Un marché est considéré comme informationnellement efficient si le prix d'un actif est égal à sa valeur fondamentale telle que l'on peut la déterminer sur la base de toute l'information disponible. Cette hypothèse, développée par Eugene Fama, a eu de nombreux prolongements. Voir notamment Eugene F. Fama, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, mai 1970 : 383-417.

¹¹ Pour le commentaire d'un exemple de manuel fondé sur cette théorie, voir Shiller, « Democratizing and Humanizing Finance », 22.

entrave à la liberté du marché, ne peut qu'être perçue comme un obstacle au progrès socio-économique.

Ce terreau idéologique permet d'expliquer le choix de la mise en œuvre explicite de la dérégulation, en tant que solution à la crise, incarnée par les lois de dérégulation financière promulguées au cours des années 1980. L'environnement fortement inflationniste qui caractérise la crise des années 1970 induisit une érosion du système réglementé hérité du *New Deal*. Si la séparation des activités bancaires inscrite dans la loi Glass-Steagall a contribué à la stabilité financière, elle eut néanmoins un effet pervers, qui allait, au contraire, contribuer à l'instabilité : un phénomène d'« adaptation au marché » se produisit (Kroszner et Strahan 2013 : 4). Face à la concurrence accrue et au danger d'une perte de rentabilité, les banques cherchèrent à contourner la réglementation en vigueur, à travers l'innovation financière ou la création d'institutions, telles que les sociétés de capital-risque (*Ibid.* ; Guttman : 6 ; Levy Institute of Bard College : 49). Dans une logique similaire, les responsables de la politique économique estimèrent qu'une liberté accrue permettrait aux banques de s'engager dans de nouvelles opérations, plus rentables, et qu'elles compenseraient ainsi les difficultés engendrées par la situation macroéconomique des années 1970 et 1980 (Grossmann : 262). Associée à la politique monétaire restrictive mise en place en 1979 par la Réserve fédérale sous l'égide de Paul Volcker, cette libéralisation avait pour but de reconstruire les bases d'une économie compétitive, et devait, en principe, corriger le déséquilibre distributionnel induit par la très forte inflation¹². Cet enjeu phare du premier mandat de Ronald Reagan reflétait, aux yeux des républicains, la présence excessive de l'État fédéral, ainsi que la nocivité des « réglementations fédérales inutiles¹³ », toutes deux constituant un frein à la liberté individuelle.

Ce mouvement de dérégulation fut accompli en deux phases principales : le *Depository and Monetary Control Act* de 1980 et le *Garn-St. Germain Depository Institutions Act* de 1982. Par-delà les aspirations à un renouveau du libéralisme destiné à améliorer le bien-être collectif, ce nouveau cadre législatif était entendu comme une réforme de la régulation instaurée sous le *New Deal*, devenue moins efficace pour répondre aux exigences de la conjoncture économique. La loi de 1980 élimina le contrôle des taux d'usure. Cette mesure fut déterminante dans le

¹² Le taux moyen annuel était de 7.9% en 1978, 11.3% en 1979, 13.5% en 1980, et 10.3% en 1981 (source : Bureau of Labor Statistics).

¹³ Ces arguments sont notamment développés dans le discours d'investiture prononcé par Ronald Reagan le 20 janvier 1981 (<http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=43130>), et dans son premier discours sur l'état de l'Union, daté du 18 février 1981 (<http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=43425>).

développement de l'économie américaine en tant qu'économie dynamisée par le crédit. La fin des plafonds de taux d'intérêt permit une forte expansion du crédit, dans un environnement déréglementé, ainsi qu'une baisse des coûts due à la concurrence accrue. La loi créa également les conditions de formation d'une bulle immobilière : le plafond de taux d'intérêt appliqué aux prêts hypothécaires de premier rang fut supprimé, permettant aux prêteurs d'appliquer des taux plus élevés aux crédits les plus risqués. Le profit escompté encouragea de nombreux prêteurs à entrer sur ce nouveau marché « *subprime* » (Gramlich). Cependant, l'augmentation des crédits *subprime* ne fut pas immédiate, probablement en raison la « *double-dip recession* » de 1980 et 1981-1982, mais le *Tax Reform Act* de 1986 fut déterminant, dans le sens où il compléta le *Depository and Monetary Control Act* et engendra l'essor de ce type de crédits : en permettant la déductibilité des intérêts sur les prêts hypothécaires, contrairement aux intérêts versés pour les prêts à la consommation, cette loi constituait une incitation pour les consommateurs à transférer les emprunts à des fins de consommation vers des emprunts hypothécaires (Laderman : 1-2). Source de profit pour le secteur bancaire et financier, les crédits *subprime* furent également considérés, jusqu'à la veille de la crise de 2008, comme une avancée pour les Américains : ils offraient des opportunités de crédit supplémentaires, ainsi que l'accès à la propriété (Gramlich). Le *Garn-St. Germain Depository Institutions Act* de 1982 compléta l'élimination du plafonnement des taux d'intérêt. Ces lois renforcèrent l'efficacité de la politique monétaire grâce à l'uniformisation de la régulation entre les diverses institutions de dépôt : la Réserve fédérale avait désormais un contrôle sur l'ensemble de ces institutions (Guttmann : 6).

Une troisième loi fut essentielle dans la déconstruction du cadre réglementaire établi pendant le *New Deal* : le *Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act* voté en novembre 1999. L'heure n'était plus alors à un projet de renouveau de l'économie, puisque les *Roaring Nineties* furent une période de prospérité remarquable, qualifiée de « *Great Moderation* », à savoir une croissance soutenue et peu volatile, associée à de faibles taux d'inflation et de chômage. Elle se présente néanmoins comme un prolongement du néo-libéralisme, et ce en dépit de la présence d'un président des États-Unis démocrate. La loi de 1999 fut déterminante, car elle entérina l'abrogation de la loi Glass-Steagall en autorisant à nouveau la combinaison des activités bancaires. Selon les termes du président Clinton, lors du vote de la loi à une large majorité bipartisane,

[c]ette loi historique modernisera notre législation dans le domaine des services financiers, et stimulera l'innovation ainsi que la concurrence dans le secteur des services financiers. Les consommateurs américains [...] et l'économie cueilleront les fruits de cette loi. [...] La suppression des freins à la concurrence augmentera la stabilité de notre système de services financiers. [Les institutions financières] seront également mieux

équipées pour faire face à la compétition sur les marchés financiers mondiaux.

Ce fragment de discours fait ressortir la permanence de l'idée selon laquelle la dérégulation financière possède des effets bénéfiques tels qu'elle en vient à contribuer de manière décisive au progrès socio-économique. La conviction de la capacité autorégulatrice des marchés sous-tend également cette nouvelle législation. La Réserve fédérale, acquise à cette logique, exerça une influence considérable en faveur de sa promulgation. Dans un discours prononcé quelques jours après le vote, Alan Greenspan estime que la loi

créera de nouvelles opportunités et de nouveaux risques pour toutes les institutions financières. [...] C'est pourquoi la Réserve fédérale soutient activement cette législation depuis si longtemps. Les dirigeants se verront à présent accorder une flexibilité fortement accrue afin de déterminer la meilleure manière d'effectuer leurs services sur le marché, et le marché jugera si ce choix est correct.

L'érosion graduelle du *Banking Act* de 1933 avait précédé cette abrogation officielle. L'argument de la compétitivité internationale mis en avant par le président Clinton est fondé sur le constat d'une perte d'attractivité de Wall Street face à la City. Dès lors, « la course au moins-disant réglementaire entre les deux grandes places financières anglo-saxonnes joua un rôle déterminant dans l'abrogation de Glass-Steagall, la City dérégulée attirant le commerce financier au détriment de Wall Street décrite comme sur-régulée » (Stoffaës : 97). L'autre argument majeur, celui du rétablissement de la concurrence, tient au fait que la loi Glass-Steagall plaçait les banques commerciales dans une situation de monopole quant aux dépôts à vue, tandis que les banques d'investissement, non réglementées, avaient un monopole sur le marché des titres (Kregel et Papadimitriou ; Levy Institute of Bard College : 49). Par conséquent, à partir des années 1980, les dispositions de la loi Glass-Steagall furent peu à peu invalidées, « grâce à une série d'exemptions obtenues par l'intense lobby de K Street au Capitole » (Stoffaës : 97), mais également grâce aux « décisions, prises consciemment par les régulateurs, d'affaiblir et de suspendre les protections prévues par la loi », de sorte que « [l]a loi de 1999 ne fut que l'officialisation de l'abrogation des protections des années 1930, qui avaient eu lieu *de facto* »¹⁴ (Levy Institute of Bard College : 49). Le processus de dérégulation engagé dans les années 1980, et poursuivi au cours de la décennie

¹⁴ Pour des éléments quant à l'assouplissement des règles antérieur à l'abrogation de la loi Glass-Steagall, voir également Robert C. Pozen, « Comments » in Randall S. Kroszner et Robert J. Shiller (Eds.), *U.S. Financial Markets. Reflections Before and Beyond Dodd-Frank*, Cambridge : MIT Press, 2011 : 107.

suivante, résulte donc d'une volonté constante de rétablir les mécanismes du marché, prémisse au progrès socio-économique.

La stabilité financière comme bien public et la question de la « rerégulation »

Bien que cette volonté de dérégulation ait été entérinée par le Congrès, il importe de ne pas occulter le débat dont elle fit l'objet, notamment lorsqu'Alan Greenspan succéda à Paul Volcker à la tête de la Réserve fédérale, en 1987. Si Paul Volcker exerça une influence dans la suppression des plafonds de taux d'intérêt et des barrières réglementaires entre les diverses institutions de dépôt, il s'opposa à d'éventuels assouplissements supplémentaires, arguant qu'ils fragiliseraient un système financier déjà instable, en raison de la concurrence excessive et de la prise de risques qui seraient ainsi engendrées (Guttman : 4 et 8). À l'inverse, Alan Greenspan considérait la poursuite de la dérégulation comme étant le seul moyen de renforcer le système financier, puisqu'elle éliminerait de nombreuses institutions financières inefficaces, et permettrait aux autres de gagner en efficacité, et en 1985, alla jusqu'à appeler à l'abolition du système d'assurance des établissements de dépôt. Le système dans son ensemble serait ainsi plus compétitif (Guttman : 8-9). Ce débat ne portait pas sur la nécessité de l'interférence avec les mécanismes du marché. L'enjeu était celui de l'arbitrage entre profitabilité et sécurité des institutions financières (Guttman : 8). Il s'agissait donc de s'interroger sur les limites de la dérégulation en tant que source de bien-être, ou, au contraire, sur sa capacité à parachever le projet de société néo-libéral ; peut-être l'image de « *morning again in America* » était-elle moins éclatante que ne souhaitaient l'admettre les conservateurs. Alan Greenspan affirma d'emblée son choix en faveur de la profitabilité et de la défense absolue du marché. Jusqu'à la fin de son mandat, la politique monétaire traduisit ce choix en favorisant le développement d'une économie fondée sur une dynamique d'endettement, de crédits de plus en plus risqués, et de spéculation, en partie grâce au développement du *shadow banking*, faisant ainsi de la Réserve fédérale l'un des architectes de la bulle immobilière¹⁵.

¹⁵ Pour une étude détaillée, voir Pavelchievici, « La responsabilité de la Réserve fédérale dans la crise des *subprimes* : un essai d'évaluation » in Valérie Peyronel, Catherine Coron et Régine Hollander (Eds), *La Crise financière et les économies du monde anglophone*, Paris, Presses Sorbonne Nouvelle, 2010, 13-24. Pour une revue des réponses apportées par Greenspan lors des auditions tenues par le Congrès, on pourra se reporter à « Greenspan Concedes Error on Regulation », *New York Times*, 23 octobre 2008 ; « Testimony of Alan Greenspan Financial Crisis Inquiry Commission », 7 avril 2010 http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0407-Greenspan.pdf.

Ces nouvelles orientations créèrent les conditions de la crise financière de 2008¹⁶, car elles jouèrent en faveur d'une prise de risque accrue et alimentèrent la bulle spéculative dans le secteur immobilier : l'innovation financière engendra la création de produits facilitant le transfert des risques, transfert également rendu aisé par l'usage intensif de la titrisation. Ainsi, la crise des *subprimes* se présente comme la « première crise de l'âge de la titrisation de masse » (Eichengreen 2010 : 438). En partie à l'origine de la crise systémique du début du XXI^e siècle, ces lois révélèrent toutefois très tôt leur nature déstabilisatrice. Grâce à cette nouvelle législation, les *saving and loan associations*, établissements d'épargne, obtinrent l'accès à de nouvelles formes de crédit, de plus en plus risquées. Elles furent ainsi en mesure d'exploiter les innovations technologiques en matière de transfert de fonds, qui ne les soumettaient plus à la contrainte de lever des fonds à l'échelle locale. À ces facteurs se combina également celui de l'aléa moral, effet pervers du système d'assurance instauré par la loi Glass-Steagall en 1933 (Grossman : 270). Ainsi s'explique donc la crise dite « des *Savings and Loan* », qui atteignit son paroxysme à la fin des années 1980, et conduisit à la récession de 1990-1991. Sans commune mesure avec la crise actuelle, elle présente toutefois certaines caractéristiques similaires, qui indiquent déjà dans quelle mesure la dérégulation était susceptible de nuire au progrès socio-économique, à l'inverse des aspirations des tenants de la Révolution conservatrice.

Apparu à l'origine dans un contexte inflationniste, le projet de dérégulation

offrait un moyen d'éviter [le problème de l'allocation du crédit posé par des taux d'intérêt contrôlés] : la suppression des contrôles signifiait que le *marché*, plutôt que l'État, pouvait effectuer le choix en distribuant le capital entre secteurs concurrents. [...] Le rationnement pouvait être accompli à travers le mécanisme de prix. (Krippner : 59)

Il s'agissait donc d'une politique explicite de sortie de crise. Cette stratégie fut à l'origine d'une véritable mutation de l'économie américaine. Nous avons montré en quoi la dérégulation a jeté les bases de l'instabilité macroéconomique des années 2000. En réalité, le déséquilibre induit par l'inflation ne fut pas corrigé, puisque l'inflation fut transférée « de l'économie non-financière vers l'économie financière, où elle n'était pas visible (ou conceptualisée) comme telle » (Krippner : 103). Ce glissement vers un rôle accru des marchés financiers correspond à ce que l'on a désormais coutume de qualifier de « financiarisation » de l'économie des États-Unis, depuis les années 1980 jusqu'à la crise de 2008 : les activités financières

¹⁶ Une telle affirmation pourrait être qualifiée de téléologique. Toutefois, les réserves émises à l'égard de ces lois bien avant la crise actuelle atténuent ce biais. Voir par exemple Guttman, *Changing of the Guard at the Fed* : 6 ; Laderman, « Subprime Mortgage Lending and the Capital Markets » : 1-2.

déterminent davantage la création de profits, et le désir de développer ce secteur d'activité est croissant. Toutefois, si la dérégulation fut l'un des piliers de la révolution néo-libérale, « la financiarisation ne fut pas un résultat délibérément recherché par les responsables de la politique économique, mais plutôt un résultat obtenu par inadvertance lors des tentatives de l'État de résoudre d'autres problèmes » (Krippner : 2). Il est permis de penser que ce phénomène fit sortir les États-Unis de la crise des années 1970, puis contribua à la performance exceptionnelle observée à la fin des années 1990, ainsi qu'à atténuer les effets de la récession qui suivit l'écroulement de la bulle Internet, en 2001. Toutefois, le creusement des inégalités au cours des trois dernières décennies indique qu'une autre forme de déséquilibre distributionnel est apparue¹⁷. En outre, la fragilité du système financier et sa propension aux crises systémiques conduisent à repenser le lien entre dérégulation et progrès socio-économique.

Les principales mesures de dérégulation instaurées par la législation évoquée précédemment furent porteuses de risques. L'abolition des contrôles sur les taux d'intérêt incita les banques à prendre davantage de risques en développant les prêts à des clientèles diverses, présentant parfois des garanties insuffisantes, tandis que « le découplage des marchés financiers [contribua] à une synchronisation de la bourse, du crédit bancaire, du prix de l'immobilier et du niveau d'activité macroéconomique » (Boyer *et al.* : 122). À partir de ces éléments, la propension à l'instabilité et à la formation de risques systémiques apparaît aisément, et l'on retrouve dans ces phénomènes les causes traditionnellement mises en avant pour expliquer la crise de 2008.

Dans ce contexte, où la thèse de l'efficacité des marchés se trouve invalidée empiriquement, la nécessité de l'intervention publique à des fins stabilisatrices est à nouveau considérée comme pertinente aux États-Unis. La conception d'inspiration keynésienne préside donc à l'élaboration d'un système financier d'après-crise, fondée sur l'idée que

[l]a raison d'être des politiques de prévention et de gestion des crises financières est directement liée au fait que la stabilité du système bancaire et financier est un bien public au sens où elle profite à l'ensemble des agents économiques. Selon cette conception, les coûts pour la collectivité de l'instabilité financière ne sont pas correctement pris en compte (internalisés) par les acteurs financiers individuels, ce qui justifie l'intervention des autorités publiques. (Boyer *et al.* : 138).

¹⁷ Pour une étude récente, voir par exemple Emmanuel Saez, « Striking it Richer : The Evolution of Top Incomes in the United States (Updated with 2012 preliminary estimates), 3 septembre 2013, document de travail consultable à l'adresse <http://elsa.berkeley.edu/~saez/saez-UStopincomes-2012.pdf>.

Par conséquent, si le sentiment d'urgence réformatrice était moins profond au lendemain de la crise de 2008 qu'il ne l'était dans les années 1930 (Eichengreen 2013), le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* voté en juillet 2010 traduit une volonté de « rerégulation » de la finance.

Devant l'ampleur et la complexité de ce texte législatif, seules les grandes orientations peuvent être retracées dans la présente analyse, mais cet aperçu permet de saisir en quoi l'intensification de la régulation marque l'après-crise de 2008. Trois grands axes se dégagent : les modalités de surveillance et de régulation, la régulation des marchés bancaire et financier, et, enfin, la protection des consommateurs (Kern : 4-6). Ceci dénote une volonté particulièrement forte de maîtriser les risques systémiques, et, eu égard aux conséquences dramatiques des crédits *subprime* pour de nombreux ménages américains, une volonté de rétablir un système de crédit plus éthique et plus fiable¹⁸. La surveillance et la « rerégulation » se caractérisent d'abord par une surveillance macroprudentielle accrue, grâce à la création d'un *Financial Stability Oversight Council* chargé d'identifier les risques et de les gérer. La loi établit également un cadre permettant la réduction de l'aléa moral, dans le cas des entreprises « *too big to fail* », ou qualifiées de « *systemically important financial institutions* ». En outre, les prérogatives de la Réserve fédérale en matière de régulation sont étendues, et de nouveaux organes sont créés afin de mieux définir les responsabilités en termes de surveillance bancaire¹⁹. La régulation du secteur bancaire implique de nouvelles règles pour le marché des produits dérivés, et comporte une mesure phare, dit « règle Volcker », qui limite l'activité des banques dans les activités considérées comme risquées, telles que les opérations pour compte propre (*proprietary trading*), les *hedge funds*, et le fonds de *private equity*. Cette mesure n'est pas sans rappeler la séparation des activités bancaires prévue par la loi Glass-Steagall²⁰. Elle a pour objet de limiter la volatilité des

¹⁸ Ces modifications rencontrent de vives oppositions de la part des secteurs bancaire et financier. Sous l'influence des groupes de pression, seul un tiers des dispositions du *Dodd-Frank Act* est actuellement en vigueur. Voir à ce propos « Deconstructing Dodd-Frank », *New York Times*, 11 décembre 2012. <http://www.nytimes.com/interactive/2012/12/11/business/Deconstructing-Dodd-Frank.html?ref=financialregulatoryreform&r=1&>

Toutefois, un long chemin a déjà été parcouru dans la mise en place du *Dodd-Frank Act*. Voir Tarullo, « Implementing the Dodd-Frank Act » (11 juillet 2013).

¹⁹ Contrairement à la position qu'elle adopta avant la crise, la Réserve fédérale soutient activement la réforme. Voir Tarullo, « Dodd-Frank Act » (14 février 2013).

²⁰ Un retour strict à ce principe inscrit dans la loi Glass-Steagall est considéré comme non souhaitable, y compris parmi les tenants de la « rerégulation ». Pour l'exposition de leurs arguments, voir par exemple Kregel et Papdimitriou, « Building Effective Regulation Requires a Theory of Financial Instability » ; Kroszner et Mellick, « The Response of the Federal Reserve to the Recent

rendements, et, partant, de limiter les faillites bancaires (Schäfer *et al.* : 10). La protection des consommateurs, enfin, est accrue grâce à la création d'un *Bureau of Consumer Financial Protection*, ainsi que par l'instauration de nouvelles règles dans le secteur immobilier²¹.

La « rerégulation » instaurée par le *Dodd-Frank Act* ne représente donc pas une tentative de « définanciarisation » à proprement parler : il s'agit, en revanche, de canaliser les effets potentiellement déstabilisateurs de la finance tout en préservant ce secteur-clef de l'économie américaine sur un marché mondial fortement concurrentiel. À cet égard, le discours prononcé par le président Obama peu après le vote de la loi est significatif : « Le fait est que l'industrie financière est essentielle pour permettre à notre pays de croître, de prospérer, d'être compétitif et d'innover. [...] Cette réforme contribuera à soutenir l'innovation, non pas à l'entraver ». Toutefois, l'interdépendance entre la finance et l'économie réelle et, plus largement, la société, est explicitement affirmée, et la stabilité induite par la réforme est au service du bien-être collectif :

Tel est l'enseignement majeur de cette crise, mais également de notre histoire : en définitive, il n'existe pas de ligne de fracture entre Main Street et Wall Street. C'est en tant que nation que nous nous développons, ou que nous nous effondrons. Par conséquent, ces réformes contribueront à relever notre économie et nous mèneront tous vers un avenir plus solide et plus prospère.

La « rerégulation » que valide ce discours apparaît donc comme un processus de nature à remettre la finance au service du progrès socio-économique.

C'est en effet l'orientation souhaitable, aux États-Unis, en cette période d'après-crise. Si la finance est, de manière indéniable, une composante nécessaire de la croissance (Boyer *et al.* : 118-119), elle ne peut réellement contribuer au bien-être collectif que si elle assure une croissance soutenue, dans un environnement stable, et sans déséquilibres distributionnels majeurs. Ceci n'est possible qu'en se dotant d'une régulation adaptée à la fois aux exigences de la finance moderne et soucieuse du bien public que constitue la stabilité financière. Toutefois, cette réforme

Banking and Financial Crisis », 178 ; Levy Institute of Bard College, *Beyond the Minsky Moment. Where We've Been, Why We Can't Go Back, and the Road Ahead for Financial Reform*, 52. Voir également l'analyse critique de la loi conduite dans les années 1990 par Minsky, « Reforming Banking in 1995: Repeal of the Glass Steagall Act, Some Basic Issues ». Hyman P. Minsky Archive. Paper 59. (1995) http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/59

²¹ Pour les limites du *Dodd-Frank Act*, on pourra se reporter à Kern, « US Financial Market Reform. The Economics of the Dodd-Frank Act ». Deutsche Bank Research. *EU Monitor* 77 (28 septembre 2010).

structurelle profonde n'est pas suffisante : elle doit s'accompagner d'une réelle remise en question du mode de croissance sur lequel repose le capitalisme américain depuis trois décennies, et d'un débat démocratique plus large sur la place de la finance.

Les oscillations de la régulation financière reflètent, depuis près d'un siècle, la réponse des pouvoirs publics aux crises majeures du capitalisme américain en fonction de projets politiques divers : encadrement du capitalisme pour les *New Dealers*, triomphe du néo-libéralisme pour les conservateurs des années 1980, et humanisation de la finance dans une économie mondialisée pour l'administration Obama. Plus profondément, elles sont le miroir des diverses conceptions du progrès socio-économique formulées à ces différentes époques, et du rôle attribué à la finance dans l'accomplissement de celui-ci. La crise de 2008 démontre les limites d'une finance fortement dérégulée, et porte à croire que le capitalisme américain s'oriente vers un modèle plus interventionniste. Elle pose également la question des critères d'évaluation des actions publiques de régulation, ou de dérégulation, selon la distinction entre critère d'efficacité et de *political accountability* (Eisner : 536). Si l'ère de la dérégulation conféra la primauté au premier d'entre eux, il semble que celui de *political accountability*, évacué depuis le *New Deal*, constitue actuellement le fil conducteur du processus de « rerégulation » qui restructure le système financier. « Crise » et « critique » ont une étymologie commune : à l'instar des autres crises majeures de l'histoire des États-Unis, et peut-être davantage encore, la crise de ce début de siècle aura incité à un retour critique sur le modèle de capitalisme et sur le rôle du pouvoir législatif dans la construction du bien-être collectif. Le renouveau des principes de bien commun et de responsabilité politique laisse espérer la démocratisation bienvenue de la finance.

AGLIETTA, Michel. *Macroéconomie financière*. Paris : La Découverte, 2008 (5^e éd.).

BOYER, Robert, DEHOVE, Mario et PLIHON, Dominique. *Les Crises financières*. Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 50. Paris : La Documentation française, 2004 : 9-230.

BRINKLEY, Alan. *The End of Reform. New Deal Liberalism in Recession and War*. New York : Vintage Books, 1996.

BUZELAY, Alain. « Le grand marché : dérégulation ou déréglementation ? » *Revue française d'économie*, vol. 6, n° 3 (1991) : 183-193.

CHOULET, Céline. « Le *Dodd-Frank Act* : une vision américaine de la régulation financière ». *Conjoncture* (mai-juin 2011) : 27-43.

COHEN, Élie. « De la réglementation étatique et administrative à la régulation ». *Paysans* (mai-juin 2000) repris dans *Problèmes économiques* n° 2680 (septembre 2000) : 1-4.

EICHENGREEN, Barry. « Origins and Regulatory Consequences of the Subprime Crisis ». *Government and Markets. Toward a New Theory of Regulation*. Eds. Edward J. Balleisen et David A. Moss. Cambridge : Cambridge University Press, 2010 : 419-442.

———. « Why no Glass-Steagall II ? » (10 janvier 2013). *Project Syndicate*. <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-weakness-of-post-2008-us-financial-reform-by-barry-eichengreen> Consulté en janvier 2013.

EISNER, Marc Allen. « Markets in the Shadow of the State ». *Government and Markets. Toward a New Theory of Regulation*. Eds. Edward J. Balleisen et David A. Moss. Cambridge : Cambridge University Press, 2010 : 512-537.

FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION. *History of the Eighties - Lessons for the Future. Vol. I : An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*. FDIC Division of Research and Statistics : Washington, D.C., 1997. <http://www.fdic.gov/bank/historical/history/vol1.html> Consulté en août 2013.

———. « Who Is the FDIC ? » (mis à jour en janvier 2013) <http://www.fdic.gov/about/learn/symbol/WhoistheFDIC.pdf> Consulté en août 2013.

FURNER, Mary O. « From “State Interference” to the “Return of the Market” : The Rhetoric of Economic Regulation from the Old Gilded Age to the New ». *Government and Markets. Toward a New Theory of Regulation*. Eds. Edward J. Balleisen et David A. Moss. Cambridge : Cambridge University Press, 2010 : 92-142.

GRAMLICH, Edward M. « Subprime Mortgage Lending : Benefits, Costs, and Challenges » (21 mai 2004), Federal Reserve Board. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040521/> Consulté en juillet 2013.

GROSSMAN, Richard S. *Unsettled Account. The Evolution of Banking in the Industrialized World since 1800*. Princeton : Princeton University Press, 2010.

GUTTMANN, Robert. « Changing of the Guard at the Fed ». *Challenge*, vol. 30, n° 5 (November/ December 1987) : 4-9.

HARVEY, David. *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford : Oxford University Press, 2005.

KERN, Steffen. « US Financial Market Reform. The Economics of the Dodd-Frank Act ». Deutsche Bank Research. *EU Monitor* 77 (28 September 2010).

KOTZ, David M. « The Financial and Economic Crisis of 2008 ». *Review of Radical Political Economics*, vol. 41, n° 3 (2009) : 305-317.

KREGEL, Jan et PAPADIMITRIOU, Dimitri. « Building Effective Regulation Requires a Theory of Financial Instability ». One-Pager, n° 30 (4 May 2012) http://www.levyinstitute.org/pubs/op_30.pdf Consulté en juin 2013.

KRIPPNER, Greta. *Capitalizing on Crisis*. Cambridge : Harvard University Press, 2011.

KROSZNER, Randall S. et MELICK, William. « The Response of the Federal Reserve to the Recent Banking and Financial Crisis ». *An Ocean Apart ? Comparing Transatlantic Responses to the Financial Crisis*. Eds. Jean Pisani-Ferry, Adam Posen et Fabrizio Saccomanni. Bruxelles : Bruegel / Peterson Institute for International Economics, 2011 : 148-182.

KROSZNER, Randall S. et STRAHAN, Philip E. « Obstacles to Optimal Policy : The Interplay of Politics and Economics in Shaping Bank Supervision and Regulation Reforms ». NBER Working Paper n° 7582 (March 2000).

———. « Regulation and Deregulation of the U.S. Banking Industry : Causes, Consequences and Implications for the Future ». *Economic Regulation and Its Reform : What Have We Learned ?* Ed. Nancy L. Rose. Chicago : University of Chicago Press, à paraître <http://www.nber.org/chapters/c12571.pdf> Consulté en août 2013.

LADERMAN, Elizabeth. « Subprime Mortgage Lending and the Capital Markets ». *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Newsletter*, 2001-38 (28 December 2001).

LEVY INSTITUTE OF BARD COLLEGE. *Beyond the Minsky Moment. Where We've Been, Why We Can't Go Back, and the Road Ahead for Financial Reform*. Annandale-on-Hudson : Levy Institute of Bard College, 2012 http://www.levyinstitute.org/pubs/eBook_2012.pdf Consulté en avril 2013.

MINSKY, Hyman P. *Can « It » Happen Again ? Essays on Financial Stability*. New York : M. E. Sharpe, 1982.

———. *Stabilizing an Unstable Economy* (1986). New York : Mc Graw Hill, 2008.

———. « The Financial Instability Hypothesis », Working Paper n° 74 (May 1992) <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf> Consulté en septembre 2012.

ROSE, Nancy L. « Learning from the Past : Insights for the Regulation of Economic Activity ». *Economic Regulation and Its Reform : What Have We Learned ?* Ed. Nancy L. Rose. Chicago : University of Chicago Press, à paraître. <http://www.nber.org/chapters/c12564.pdf> Consulté en août 2013.

SCHÄFER, Alexander, SCHNABEL, Isabel et WEDER DI MAURO, Beatrice. « Financial Sector Reform After the Crisis : Has Anything Happened ? », CEPR Discussion Paper 9502 (2013).

SHILLER, Robert J. « Democratizing and Humanizing Finance ». *U.S. Financial Markets. Reflections Before and Beyond Dodd-Frank*. Eds. Randall S. Kroszner et Robert J. Shiller. Cambridge : MIT Press, 2011 : 1-49.

STIGLITZ, Joseph. « Government Failure vs. Market Failure : Principles of Regulation ». *Government and Markets. Toward a New Theory of Regulation*. Eds. Edward J. Balleisen et David A. Moss. Cambridge : Cambridge University Press, 2010 : 13-51.

STOFFAËS, Christian. « Washington à l'heure des grands procès : qui se souvient de Glass-Steagall ? ». *1929-2009 : Récession(s) ? Ruptures(s) ? Dépression(s) ?* Ed. Bertrand Jacquillat. Paris : PUF, 2009 : 91-108.

TARULLO, Daniel K. « Dodd-Frank Act » (14 février 2013). Banque des Règlements Internationaux. <http://www.bis.org/review/r130214e.pdf> Consulté en mars 2013.

———. « Dodd-Frank Implementation » (11 July 2013) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/tarullo20130711a.htm> Consulté en août 2013.

WEAVER, Ronald L. et O'MALLEY, Andrew M. « The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 : an Overview ». *Banking Law Journal*, vol. 98, n° 2 (February 1981) : 100-116.

WOLFSON, Martin H., et KOTZ David M. « A Reconceptualization of Social Structure of Accumulation Theory ». *Contemporary Capitalism and Its Crises : Social Structure of Accumulation Theory for the Twenty-First Century*. Eds. Terrence McDonough, Michael Reich et David M. Kotz. Cambridge : Cambridge University Press, 2009 : 72-90.