



**GROUPEMENT D'ETUDES ET DE RECHERCHES**

**NOTRE EUROPE**

**Président : Jacques Delors**

**LE SYSTÈME DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE :**

**FONCTIONNEMENT ET *ACCOUNTABILITY***

**Axel KRAUSE**

*Études et recherches n° 7*

*Avril 1999*

44, Rue Notre-Dame des Victoires,  
F-75002 Paris  
Tel : 01 53 00 94 40  
*e-mail* : [notreeurope@notre-europe.asso.fr](mailto:notreeurope@notre-europe.asso.fr)

*Etude disponible également en allemand et en anglais*

© *Notre Europe*, Avril 1999.

## **Axel Krause**

Axel Krause fut pendant plus de 20 ans correspondant à Paris de publications américaines, notamment "Business week" et "International Herald Tribune". Aujourd'hui, il contribue de façon régulière au magazine "Europe", publié à Washington, à "United Press International" et TV5. Diplômé des universités de Colgate et Princeton, il est Secrétaire Général de l'Association de la presse anglo-américaine à Paris, et membre du Conseil d'Administration de l'Association française des journalistes économiques et financiers. Il est l'auteur de *Inside the New Europe* (Harper Collins 1991) qui a été traduit et mis à jour dans des éditions japonaise et française (*La renaissance - voyage à l'intérieur de l'Europe*, Seuil) en 1992.

## **Notre Europe**

Notre Europe est un groupement indépendant d'études et de recherches sur l'Europe, son passé, ses civilisations, sa marche vers l'unité et ses perspectives d'avenir. L'association a été créée par Jacques Delors à l'automne 1996. Elle se compose d'une petite équipe de cinq chercheurs originaires de divers pays (Allemagne, Italie, Portugal et Royaume-Uni), animée par Christine Verger, Secrétaire Générale de l'association.

Notre Europe participe au débat public de deux manières : en publiant des études sous sa responsabilité et en sollicitant des chercheurs et des intellectuels extérieurs pour contribuer à la réflexion sur les questions européennes. Ces documents sont destinés à un nombre limité de décideurs, politiques, socio-professionnels, académiques et diplomates dans les différents pays de l'Union européenne.

L'association organise également des rencontres et des séminaires en collaboration avec d'autres institutions ou des organes de presse.

Conformément aux statuts de l'Association, se réunit également, au moins trois fois par an, le "Comité Européen d'Orientation", composé de personnalités issues des différents pays européens et de diverses origines politiques et professionnelles.

## Introduction

L'étude que l'on trouvera ci-après a adopté une approche délibérément journalistique, basée sur un plan articulé autour de dix questions que l'on entend très fréquemment poser :

1. Sur quelles bases légales et constitutionnelles le système de la Réserve fédérale est-il bâti ?
2. Quelle est aujourd'hui la structure du Fed ?
3. Pourquoi a-t-il fallu cent vingt-deux ans pour en arriver là ?
4. A qui le Fed doit-il rendre compte ?
5. Pourquoi les opposants les plus virulents au Fed ont-ils été incapables de faire modifier son fonctionnement ?
6. Pourquoi la présidence de William McChesney Martin Jr. est-elle restée dans toutes les mémoires ?
7. Quand Paul Volcker, en plein milieu d'une récession, combattait avec succès une inflation à deux chiffres, quels étaient ses motivations et ses appuis ?
8. Pourquoi et comment Alan Greenspan est-il resté si populaire ?
9. Quel est le rôle dévolu aux médias dans la conception qu'a le Fed de ses responsabilités ?
10. Quelles leçons les démocraties autres que les Etats-Unis peuvent-elles tirer du Fed ?

Pour trouver les réponses à ces questions, il a fallu consulter une série d'ouvrages et d'articles; une sélection bibliographique figure à la fin de ce rapport. Les interviews personnelles ont joué cependant le rôle principal, dans la mesure où le sujet de l'*accountability* n'a jamais, ou presque, été traité en tant que tel par les universitaires, journalistes, banquiers et autres personnalités qui se sont penchés sur l'histoire du Fed. La liste des personnes interrogées figure également à la fin du rapport. La grande majorité de ces entrevues se sont déroulées à Paris, Londres, Bruxelles, New York et Washington, sur une base confidentielle (*off the record*) qui garantit la liberté de parole des interlocuteurs.

De toutes les personnes interrogées, je voudrais exprimer ma particulière reconnaissance à un vieil ami, dont l'appui et les conseils généreusement donnés m'ont été d'un grand secours : Peter Bakstansky, *Senior Vice-President* de la Federal Reserve Bank de New York.

Axel Krause  
Paris, France  
Avril 1999

**Question n° 1. Sur quelles bases légales et constitutionnelles le système de la Réserve fédérale est-il bâti ?**

*"Le Congrès aura le pouvoir: De lever et de percevoir des taxes, droits, impôts et excises, de payer les dettes...De faire des emprunts sur le crédit des Etats-Unis...De battre monnaie, d'en déterminer la valeur...."*

*Constitution des Etats-Unis (1787) Section 8, article 1.*

**Les débuts**

A la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, après avoir lancé et mené avec succès une guerre révolutionnaire contre la monarchie anglaise, les pères fondateurs de la démocratie américaine, appartenant pour la plupart à des familles de propriétaires fonciers, se méfiaient du pouvoir central. C'est pourquoi, lorsqu'on en vint à définir la politique fiscale et monétaire ainsi que la gestion de la dette, le pouvoir politique de décision ne fut attribué ni à la branche exécutive de l'Etat ni à une banque centrale. Ce pouvoir fut placé sous l'autorité et la surveillance du Congrès, comprenant le Sénat et la Chambre des représentants.

Très vite, cependant, George Washington, qui fut Président de 1789 à 1797, et les membres de son gouvernement durent affronter des problèmes comme le soutien de la croissance économique, le commerce avec l'Europe ou la mise en oeuvre des dispositions, remarquablement succinctes, de la Constitution ratifiée dès 1789. C'est dans ce contexte qu'un vif débat mit aux prises les dirigeants des treize premières colonies. La question était : avons-nous besoin d'une banque centrale, et, surtout, une telle institution serait-elle conforme à la Constitution ?

Un adversaire déterminé de ce projet était l'un des principaux pères fondateurs, Thomas Jefferson, juriste distingué, qui venait d'occuper l'ambassade des Etats-Unis à Paris et dont le parti, qui représentait principalement des intérêts ruraux, devait devenir plus tard le parti démocrate<sup>1</sup>.

Puisque la Constitution n'a pas conféré spécifiquement le pouvoir de créer une banque centrale au Congrès, soutenait-il, celui-ci n'a pas le droit de le faire. Appuyé par la population rurale et par d'autres groupes populistes, Jefferson maintint son opposition à la banque centrale après qu'il eut été élu Président, le troisième qu'aient connu les Etats-Unis (1801-1809) ; le débat devait durer encore plusieurs décennies, dans une Amérique essentiellement rurale.

Le principal rival de Jefferson, Alexander Hamilton, juriste lui aussi et ministre des Finances de Washington, qui représentait surtout les négociants et les entrepreneurs dans les villes, soutenait avec non moins de vigueur que la Constitution avait défini les objectifs de la politique monétaire, non les moyens de les réaliser. En conséquence, disait-il, le Congrès peut - et doit - instituer une banque nationale, par exemple sur le modèle de la Banque d'Angleterre, afin de gérer la création de monnaie dans le pays et de réglementer le crédit dont les affaires avaient grand besoin. Washington approuva Hamilton et ratifia la loi déjà votée par la Chambre et le Sénat. En 1791, il approuva, pour une durée de vingt ans, les statuts de la *First Bank of the United States*.

Celle-ci, dont la majorité du capital appartenait à des intérêts privés, ne remplissait qu'un petit nombre des fonctions d'une banque centrale ; elle incarnait cependant la première délégation des pouvoirs financiers du Congrès à une entité extérieure, non prévue par la Constitution. Aujourd'hui encore, le fonctionnement du Fed est marqué par cette réalité constitutionnelle typiquement américaine, en contradiction avec les faits d'expérience, tant en Angleterre qu'en Amérique : le Congrès a créé la

---

<sup>1</sup> Un excellent récit des différends entre Jefferson et Hamilton se trouve dans William Randall, *Thomas Jefferson - A Life*, New York, Harper Collins Perennial, 1994, pp. 493 -514.

Banque, il a voté les lois définissant ses fonctions et surveille leur exécution, mais la Chambre et le Sénat ont toujours conservé le pouvoir légal d'abroger la législation qui l'a fondée.

Ce point a été spectaculairement illustré presque deux siècles plus tard, lorsque la récession de 1980 commença à envahir l'économie. Beaucoup d'Américains reprochèrent alors au Fed, comme ce fut aussi le cas plus tard, de s'entêter à maintenir des taux d'intérêt trop élevés. Des sénateurs furieux avertirent le président du Fed, Paul Volcker (dont il sera question plus loin), que, s'il ne relâchait pas sa politique monétaire restrictive, le Congrès pourrait bien adopter une législation pour le contraindre pratiquement à suivre leurs ordres.

Lors d'une audition particulièrement animée, le sénateur Robert Byrd, appartenant au parti démocrate alors minoritaire, apostropha Volcker : "Après tout, devant qui croyez-vous être responsable ?" "Après tout, répondit Volcker, c'est le Congrès qui nous a faits, et le Congrès peut nous défaire..."<sup>2</sup>. A une autre attaque, inspirée par les mêmes motifs, Volcker répondit : "Le Congrès a autorité sur la Réserve fédérale. La question est de savoir dans quelle mesure il entend l'exercer..."

Cette situation plonge plus d'un observateur dans la perplexité. Des membres du Parlement européen, des banques centrales et de la Banque centrale européenne (BCE) sont venus récemment à Washington pour se renseigner et chercher à comprendre pourquoi et comment le système américain des responsabilités fonctionne, notamment vis-à-vis du Congrès. Ils sont repartis plus ou moins éclairés, réalisant toutefois que le rôle du Fed n'a évolué que progressivement, avec de nombreuses périodes de calme sans aucune intervention fédérale. Ces ambiguïtés ont fait l'objet jusqu'à ces dernières années d'une recherche et d'une critique permanentes - d'une "surveillance", dans le jargon en usage à Washington - dans le champ des débats politiques et idéologiques. La controverse est loin d'être terminée ; cependant, un large consensus s'est dégagé en Amérique pour constater que, dans l'ensemble, le système du Fed fonctionne efficacement, qu'il a rendu de grands services à l'économie et joué un rôle important dans le succès des neuf dernières années de croissance continue.

Afin d'y voir plus clair dans cette histoire complexe, examinons maintenant ses principales étapes législatives.

## **Les textes fondamentaux**

### *Le Federal Reserve Act (1913)*

Après que le Congrès eut refusé par deux fois, en 1811 et en 1836, de reconduire les statuts de la première et de la deuxième *National Bank*, l'activité bancaire resta pendant des décennies entre les mains d'établissements officiels au niveau des différents Etats, pratiquement sans intervention fédérale. C'est seulement à la veille de la Première guerre mondiale, en réaction aux désordres monétaires, aux faillites de plusieurs de ces banques et à la panique qui s'ensuivit parmi leurs actionnaires et leurs clients, que le Congrès institua la troisième - mais celle-ci, moderne - banque centrale du pays. La loi votée au Sénat et à la Chambre fut signée par le Président Woodrow Wilson à la Maison Blanche le 29 décembre 1913. Elle instituait à Washington un organisme central puissant sous la forme d'un *Federal Reserve Board*, ou *Fed*, réservant toutefois les opérations courantes à douze banques régionales, ou de district, comme on le verra plus loin<sup>3</sup>.

Son objectif fondamental, cependant, n'était pas de réglementer les taux d'intérêt, mais d'équiper l'économie de la nation d'une monnaie souple ; de faciliter l'escompte des effets de commerce et

---

<sup>2</sup> Ce récit, et d'autres relatifs aux années Volcker, se trouvent dans un livre brillant et controversé de William Greider, *Secrets of the Temple*, New York, Simon & Schuster, 1987. Voir notamment le chapitre intitulé "Massacre des innocents".

<sup>3</sup> Une excellente description de cette période est donnée dans Roger T. Johnson, *Historical Beginnings... The Federal Reserve*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 1995.

d'améliorer la surveillance du système bancaire, sans interdire au *Board* de poursuivre "d'autres objectifs". Paradoxalement, la politique monétaire, telle qu'elle est pratiquée actuellement par les pays démocratiques du monde entier, ne figurait pas parmi les objectifs avoués et n'est progressivement apparue qu'au fil des ans.

Bien que le Président Wilson et ses conseillers financiers aient fait les gros titres dans la presse mondiale pour avoir doté l'Amérique de sa première banque centrale indépendante, le mot d'*accountability*, dans le sens qu'il a pris de nos jours, n'était guère encore prononcé dans la capitale, et cela pour une bonne raison : afin d'être sûr que la Banque, pour sa politique monétaire, resterait sous la dépendance de l'Etat et de ses objectifs, le gouvernement Wilson avait pris soin que, parmi les sept membres du Conseil des gouverneurs du Fed, figurent le ministre des Finances et le *Comptroller of the Currency*, haut fonctionnaire en charge de surveiller les banques des Etats.

### Le Banking Act (1935)

Ce qu'on avait appelé le "grand compromis" de Wilson (parce qu'il s'efforçait de concilier les intérêts de l'Etat et du secteur bancaire) subit de fortes tensions au début de la Grande Dépression. Devant le raz de marée des faillites, et avec quelque 40 % des banques du pays passées de vie à trépas, le Président Roosevelt, un démocrate, s'en prit au système de régulation de l'émission monétaire, encore relativement décentralisé. Ses conseillers, réformateurs convaincus, imaginèrent une nouvelle législation, visant à centraliser à Washington le contrôle assez lâche exercé jusqu'alors par le système du Fed.

Plus précisément, afin de contre-balancer le pouvoir bien enraciné des douze banques de réserve, chacune défendant ses intérêts régionaux, le Conseil des gouverneurs fut doté de l'autorité administrative sur leurs opérations. Simultanément, la nouvelle loi dotait le *Board* d'une indépendance réelle, officielle, vis-à-vis du pouvoir politique : le ministre des Finances et le *Comptroller of the Currency* n'y siégeaient plus. Cela mettait fin à l'intervention directe, officielle, du gouvernement dans l'élaboration de la politique monétaire. En conséquence, les rapports de la Maison Blanche avec le Fed devenaient plus distants, plus flous, sujets à beaucoup de pressions politiques nouvelles, et le Fed avait les coudées plus franches pour poursuivre ses propres objectifs et réaliser sa propre politique.

Parallèlement, le Congrès vota aussi l'abrogation des opérations d'*Open Market* (intervention directe sur le marché, comprenant notamment, prérogative vitale, la fixation des taux d'intérêt) menées jusqu'alors par les banques régionales. A la demande du gouvernement Roosevelt, il approuva la création d'un *Federal Open Market Committee* (FOMC), ou Commission fédérale d'intervention sur le marché monétaire. Cet organisme influent devait rencontrer d'ailleurs des réticences, certains membres du Congrès soutenant que seuls les sept gouverneurs, nommés par le Président et siégeant à Washington, devaient être en charge de la politique monétaire, d'autres souhaitant au contraire que les banques régionales conservent l'essentiel de leur contrôle sur les questions monétaires.

Telle qu'elle fut finalement approuvée, la loi réalisait un compromis : elle conférait aux sept gouverneurs et au président de la *Reserve Bank* de New York un siège permanent au FOMC (nous y reviendrons), mais, des onze autres banques régionales, quatre seulement recevaient le droit de vote, à tour de rôle. Cet exercice d'équilibre reflétait la volonté du Congrès de continuer d'exercer sur le Fed, nouvelle autorité centrale, sa pratique des *checks and balances* (contrôle et équilibre), tout en renforçant l'indépendance que le Fed a conservée jusqu'à présent. La loi ne donnait cependant pas plus clairement au Fed le mandat écrit d'assumer des objectifs économiques.

### Le Humphrey-Hawkins Act (1978), ou loi pour le plein emploi et la croissance économique

Ce texte clé, faisant suite à une loi de 1946 préconisant le plein emploi, fut adopté dans la conjoncture d'inflation et de chômage croissants que l'on avait baptisée "stagflation". Dans les milieux politiques, l'opinion prévalait désormais que l'inflation détruisait des emplois, ou du moins interdisait d'en créer, et

qu'il convenait en conséquence qu'une nouvelle législation soit approuvée, fixant officiellement des directives renforcées pour la politique monétaire. La loi Humphrey-Hawkins définissait dans ses grandes lignes la politique que le Congrès attendait du Fed - frayer un chemin entre un taux d'inflation supportable et le plein emploi.

Ce mandat est toujours en vigueur. Il diffère de celui d'autres banques centrales, notamment la Bundesbank et la Banque centrale européenne, dont l'unique obligation légale et la première priorité sont d'assurer la stabilité des prix en combattant l'inflation. La loi américaine de 1978, fréquemment citée, stipule pour sa part : "Le Conseil des gouverneurs et la commission fédérale *d'Open Market* (FOMC) assureront la croissance à long terme des agrégats monétaires et fiduciaires compatible avec le potentiel d'augmentation à long terme de la production nationale, afin d'atteindre effectivement les objectifs de plein emploi, de stabilité des prix et de modération des taux d'intérêt à long terme."

Le Congrès ne visait pas seulement, toutefois, à définir les objectifs du Fed<sup>4</sup>. Il souhaitait que la loi réponde aussi à un désir de plus grande transparence. C'est pourquoi elle institue une pratique désormais familière à Washington : chaque année, au mois de février, le Fed doit exposer publiquement devant le Congrès ses objectifs concernant la croissance, la monnaie et le crédit. Puis, au mois de juillet, il doit officiellement examiner la situation devant les parlementaires et réviser ces objectifs s'il y a lieu. Auparavant, le président et les autres dirigeants du Fed devaient déposer devant les commissions de la Chambre et du Sénat, mais il n'y avait pas de rapport officiel, et l'information donnée était souvent insuffisante, au grand mécontentement de certains parlementaires. La nouvelle loi, par amendement du *Federal Reserve Act*, prévoyait également des comparutions régulières du Fed devant le *General Accounting Office* (GAO), puissante commission d'enquête du Congrès chargée de surveiller étroitement les comptes des diverses administrations.

---

<sup>4</sup> Une description objective des pouvoirs du Fed se trouve dans l'article de John M. Berry, du Washington Post, "*Is the Fed's Power Legitimate ?*", publié par le Central Banker (numéro du printemps 1996).

## Question n° 2.           **Quelle est aujourd'hui la structure du Fed ?**

*"Personne, ayant à concevoir une banque centrale en partant de zéro, n'imaginerait un système comme celui de la Réserve fédérale américaine. C'est le résultat d'un compromis - un curieux "mouton à cinq pattes", comme a pu le dire un observateur".*

John M. Berry, *Washington Post*

### **Qui fait quoi ?**

Il se trouve que la personne citée par Berry est un député démocrate influent, ce qui ne manque pas de sel si l'on considère que la structure du Fed, comme on l'a vu, a été établie par le Congrès afin à la fois d'assurer son indépendance et d'établir officiellement sa responsabilité vis-à-vis des parlementaires. Voyons d'abord de plus près quelle est sa structure actuelle.

-- Le Conseil des gouverneurs constitue, faute d'un meilleur terme, une *agency*, c'est-à-dire un service de l'Etat central. Comme les juges de la Cour suprême, autre instrument de l'Etat, ses membres sont délibérément hors d'atteinte de l'exécutif, ou du moins on le suppose<sup>5</sup>. Cela signifie que les décisions du Fed en matière monétaire ne sauraient être modifiées par un caprice ou une volonté politique, mais seulement par le Congrès.

Le Conseil comprend sept membres, nommés par le Président, et qui doivent être confirmés par le Sénat. Traditionnellement, ces nominations donnent lieu à des auditions et à un interrogatoire serré de la part des sénateurs, qui peuvent à cette occasion se montrer sceptiques, agressifs, voire hostiles si le candidat leur déplaît. Mais la Maison Blanche n'a que très rarement retiré un de ses candidats, fût-ce au poste de vice-président, devant l'hostilité patente des sénateurs.

Le mandat des membres du Conseil - appelés gouverneurs - est de quatorze ans, non renouvelable. Mais les nominations sont échelonnées de façon à ce qu'un mandat vienne à expiration le 31 janvier de chaque année paire. Le président et le vice-président du Board sont eux aussi nommés par le Président des Etats-Unis, avec l'approbation du Sénat, mais pour un mandat de quatre ans renouvelable.

Le Conseil des gouverneurs siège dans un imposant bâtiment de marbre blanc, situé sur Constitution Avenue, dans le quartier des ministères de Washington. Il emploie 1700 personnes, et ses responsabilités vont bien au-delà de la politique monétaire.

En vertu du texte de 1978, le Fed supervise et régleme tout le système bancaire américain, en liaison étroite avec les douze banques de réserve régionales (situées à New York, Boston, Philadelphie, Richmond, Atlanta, Cleveland, St. Louis, Chicago, Minneapolis, Kansas City, Dallas et San Francisco). Cette tutelle a pour but d'assurer la sécurité, la solvabilité et la légalité des activités des banques de dépôt de son ressort, et aussi de leurs activités à l'étranger et de toutes les holdings bancaires siégeant aux Etats-Unis (soit environ le tiers des 8 000 banques de dépôt du pays), ainsi que des activités sur le territoire américain des banques étrangères, et des autres institutions américaines ayant des activités bancaires à l'étranger.

Les banques de réserve régionales se définissent juridiquement comme des entreprises privées, parce que leur capital est entre les mains de banques de dépôt provinciales. Elles sont cependant soumises,

---

<sup>5</sup> Une des meilleures descriptions disponibles des fonctions et de la structure du Fed se trouve dans *"The Federal Reserve System - Purposes and Functions"*, Board of Governors, Washington D.C. 20551, 1994.

elles aussi, à la surveillance du Congrès, leurs présidents doivent avoir l'approbation du conseil du Fed, et leurs dirigeants, eux aussi, déposent à l'occasion devant les commissions parlementaires.

Les ressources du Fed ne proviennent pas du budget de l'Etat voté par le Parlement, comme c'est le cas pour la quasi-totalité des agences gouvernementales, mais des revenus engendrés par ses opérations<sup>6</sup>. On reviendra plus loin sur ce système inhabituel, mais fondamental, lorsqu'on abordera la question de savoir pourquoi les parlementaires, mécontents du Fed, ont été dans l'incapacité de peser significativement sur ses façons d'agir.

Les gouverneurs sont tenus d'entretenir des contacts réguliers, officiels ou non, avec les autres services du gouvernement, le Congrès et les milieux de la banque et de la finance. Chacun a la responsabilité d'un secteur spécifique des activités du Fed. Le président, par exemple, est officiellement chargé des relations internationales du Fed; il occupe à son tour le siège des Etats-Unis au conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international, siège au conseil de la Banque des règlements internationaux et figure dans la délégation américaine aux réunions des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des sept pays industrialisés, ou G7.

Le Conseil est tenu de publier des statistiques détaillées et autres informations concernant ses activités et l'état de l'économie, dont la plupart sont à la disposition du public. Il est responsable, au sens large, du bon fonctionnement du système national des règlements bancaires et de l'application de la législation assurant la protection des usagers du crédit. Le Conseil exerce la surveillance et le contrôle réglementaire des douze banques régionales. Chaque banque de réserve régionale a son propre conseil, comprenant neuf directeurs choisis hors de son sein : trois représentent les banques de dépôt relevant du Fed, les six autres représentent le milieu des affaires, les syndicats, les consommateurs et autres activités non bancaires. Elles disposent toutes d'un personnel et d'un encadrement à plein temps, et certaines, comme la *Reserve Bank* de St. Louis, se sont taillées une réputation internationale pour la qualité de leurs études monétaires.

--La *Reserve Bank* de New York, en raison de sa taille et de son influence, fait depuis le début figure à part parmi les banques régionales<sup>7</sup>. Aux environs de 1913, un certain nombre de financiers éminents, notamment le très influent JP Morgan, avaient souhaité que le New York Fed, compte tenu de l'influence de la ville en tant que capitale financière du pays, détienne environ la moitié du capital total du système de réserve. Bien que cette ambition ait été réduite par la suite pour faire place aux autres, le New York Fed reste la plus forte des banques régionales et remplit un certain nombre de fonctions centrales. Il siège au cœur de Wall Street, dans un imposant bâtiment style Renaissance de quatorze étages et emploie environ 4 000 personnes.

En considération de ce qu'on vient de voir, le président du New York Fed, actuellement William J. McDonough, siège à titre permanent et avec droit de vote au Conseil fédéral de l'Open Market (FOMC), dont il est le vice-président permanent. Suite aux décisions prises par le FOMC dans le cadre de ces prérogatives légales, à savoir la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire nationale, le New York Fed est chargé de mener les opérations *d'Open Market* au niveau de la nation, comportant notamment l'achat et la vente des titres d'Etat - principalement les bons du Trésor - , de façon à fixer les disponibilités de monnaie au niveau arrêté par le FOMC. Le New York Fed exerce également sa responsabilité sur les opérations extérieures de change, en vue d'éviter les remous spéculatifs et d'assurer le fonctionnement régulier des marchés des changes, notamment celui du dollar. Toutes les opérations de change sont conduites à partir du quartier général de New York sur les instructions du ministère des Finances à Washington et en accord le plus souvent avec les principales banques centrales mondiales.

---

<sup>6</sup> On trouve la description des opérations budgétaires dans le "*Annual Report : Budget Review*", Board of Governors of The Federal System, Washington, 20551, April 1998.

<sup>7</sup> Une description concise du New York Fed se trouve dans "*A Day at the Fed*", The Federal Reserve Bank of New York, New York, 1998.

Autre aspect de ses prérogatives officielles, le Conseil (du Fed central) s'appuie sur un ensemble de comités consultatifs et opérationnels, tous de nature légale et dont trois dépendent de lui directement. Ce sont :

- Le *Federal Advisory Council* (Comité consultatif fédéral). Composé de banquiers privés, à raison d'un membre par district régional, il se réunit quatre fois par an à Washington pour examiner les problèmes économiques et bancaires du pays.

- Le *Consumer Advisory Council* (Comité consultatif des consommateurs). Cet organisme compte trente membres choisis dans les milieux universitaires, la magistrature et les organisations représentatives des consommateurs et de la finance. Il se réunit trois fois par an pour examiner les problèmes relatifs à la protection des emprunteurs du ressort du Fed et pour faire des recommandations à ce sujet.

- Le *Thrift Institutions Advisory Council* (Comité consultatif des institutions d'épargne). Cet organisme a été créé en 1980, suite à l'approbation par le Congrès du *Monetary Control Act* (loi sur le contrôle de la monnaie), qui étendait les exigences et les services du Fed en matière de réserves aux Caisses d'épargne et aux autres organismes de dépôt et de prêts, éléments majeurs du système bancaire national. La plupart de ceux-ci assistent aux réunions de ce Conseil à Washington.

-- Il reste que le FOMC représente le véritable pouvoir dans un domaine décisif pour l'économie américaine. En tant que locomotive de la politique monétaire du gouvernement, il est en charge des opérations *d'Open Market*. Les transactions se font sur les marchés américains de valeurs mobilières et portent principalement sur les bons du Trésor à échéance d'un an ou moins. Globalement, les transactions sur fonds d'Etat s'élèvent en moyenne à une centaine de milliards de dollars chaque jour. Le FOMC influence de plus le marché en relevant ou en abaissant le taux des fonds fédéraux : c'est la commission prélevée par l'institution détentrice sur la vente au jour le jour de ses réserves bancaires à une autre entité financière, qui, de son côté, se finance auprès des autres banques de dépôt.

Le FOMC, toutefois, ne fixe pas le montant des réserves obligatoires des banques et autres organismes financiers, ni le taux d'intérêt de base (celui exigé des banques lorsqu'elles empruntent auprès d'une des banques régionales) ; ces décisions reviennent au Conseil des gouverneurs du Fed, agissant généralement en étroite coordination avec le FOMC.

Comment un système aussi compliqué peut-il bien fonctionner ? Premièrement, considérons qui Alan Greenspan, l'actuel président du Fed, trouve en face de lui lorsqu'il ouvre une session du FOMC à Washington. Autour de la grande table en acajou, longue de dix mètres, sont réunis les douze membres jouissant du droit de vote, à savoir les sept gouverneurs du Fed, avec Greenspan à leur tête, auxquels s'ajoutent McDonough, du New York Fed, et quatre autres présidents de banques régionales. Ces derniers, cependant, à la différence de leur collègue de New York, n'exercent leur droit de vote que pour un an, chacun à son tour. Seuls, ces cinq présidents régionaux votent sur les décisions politiques ; les autres participent néanmoins à tous les débats du FOMC et en déterminent souvent l'issue. Assistent aussi au Conseil certains cadres dirigeants du Fed, généralement les responsables de la recherche, des affaires monétaires et juridiques, des relations avec le Congrès et de la communication.

Deuxièmement, il est important d'observer que le FOMC se réunit officiellement à Washington seulement huit fois par an. Toutefois, le Président, à sa discrétion, organise, à l'occasion, des entretiens au téléphone. La communication, notamment les rapports avec les médias, est organisée et strictement surveillée (on y reviendra). Sachant que les cadres du Fed distillent habituellement des analyses succinctes avant les réunions, il n'est pas étonnant que le marché se livre à des spéculations sur ce que va faire celui-ci, lorsqu'une importante décision monétaire est en vue. Mais il n'y a pas, ou presque pas, de véritables fuites sur ce qui va réellement se passer. Tout cela fait partie de la part du Conseil

d'une stratégie de communication délibérée, structurée, visant à obtenir un impact maximum sur les marchés et sur l'opinion publique. La plupart des observateurs estiment que cette stratégie est efficace la plupart du temps.

C'est le Conseil et son président qui annoncent généralement au monde les grandes décisions. C'est ainsi que le 15 octobre 1998, à la stupéfaction des milieux financiers, le Fed a annoncé une nouvelle baisse, la deuxième d'une série, du taux des fonds fédéraux et du taux d'escompte. Symptomatiquement, c'était la première fois depuis quatre ans et demi que le FOMC infléchissait sa politique des taux entre deux de ses réunions régulières. L'explication ne se trouve pas, cependant, dans les structures mêmes du Fed, mais dans la personnalité influente et le style brillant de son président, dont il sera question plus loin.

**Question n° 3. Pourquoi a-t-il fallu cent vingt-deux ans pour en arriver là ?**

*"Le vote de la loi sur la Federal Reserve représente un véritable cas d'école de la sagesse et de l'adresse avec lesquelles le Président peut assurer son leadership sur le Congrès".*

Robert T. Johnson, *Historical Beginnings... The Federal Reserve*

Depuis la création par le Congrès, en 1791, de la *First Bank of the United States* jusqu'à l'institution en 1913 de la troisième - et vraisemblablement dernière - version d'une banque centrale, l'histoire du Fed tient dans une dichotomie fondamentale de la vie politique américaine : entre, d'un côté, un puissant et profond attachement aux valeurs populistes, rurales et fondamentalistes, et, d'un autre côté, le système de valeurs des citoyens, des "Yankees" du business, fondé sur ce que Johnson appelle "les réalités urbaines". On a vu plus haut l'exemple le plus ancien de cet amer différend entre Jefferson, qui perdit la partie, et Hamilton, qui l'a gagnée.

Pour mieux comprendre comment, depuis deux cents ans, ce conflit pèse sur la question plus large de l'*accountability*, examinons brièvement le cas de l'un des leaders populistes les plus pittoresques du siècle dernier, dont l'influence a joué jusqu'au début de la Première guerre mondiale, et dont les idées circulent encore dans les milieux parlementaires : Andrew Jackson.

Démocrate du Sud, populiste, avocat et héros de la guerre, Jackson avait été facilement élu Président des Etats-Unis en 1829, septième Président de leur histoire. Peu après son entrée à la Maison Blanche, il portait son attaque contre la *Second Bank of the United States*, baptisée par lui "le monstre". Bien qu'elle eut été régulièrement créée par le Congrès en 1816, afin notamment de briser la spirale inflationniste qu'avait déclenchée quatre ans auparavant la guerre navale avec l'Angleterre, et bien qu'elle eut son siège à Philadelphie, comme celle qui l'avait précédée, la Banque, d'après Jackson, ne témoignait que "méfiance" et "déloyauté" envers la volonté du peuple américain. Pour lui et pour ses partisans, les "démocrates jacksoniens", c'était simple : la Banque devait servir avant tout leurs propres intérêts, ceux des agriculteurs, des ouvriers et d'une classe moyenne en rapide progrès, mais sûrement pas ceux des grandes entreprises et des banques prospères. Celles-ci étaient en effet dirigées, répétait sans cesse Jackson, par "des gens de la côte Est et des étrangers", ce qui à l'époque ne passait guère pour un compliment aux yeux de la majorité des Américains.

Nombreux étaient ceux qui soupçonnaient, dans cette affaire, Jackson de démagogie. Mais il touchait cependant un point sensible dans le subconscient de beaucoup de ses compatriotes. Comme l'a écrit Greider : "Quelque chose, dans le caractère américain, se dressait contre l'idée d'une banque centrale." Aujourd'hui encore, étrangement, même l'astucieux président Greenspan, admiré de tous, concède que le Fed a beaucoup à faire pour améliorer son image. "Le sentiment prévaut que nous sommes une organisation cachottière, travaillant dans l'ombre, et cela ne va pas toujours dans le sens de l'intérêt général du pays", déclarait-il récemment<sup>8</sup>. Nous reviendrons sur ce sujet.

Jackson allait remonter sur son cheval et repartir à l'attaque de la *Second Bank* sept ans - sept ans ! - avant que la charte de celle-ci ne soit venue à expiration. La Banque centrale, affirmait-il, refusait d'appuyer la ruée vers l'Ouest du système bancaire privé; en restreignant l'octroi des crédits d'Etat, elle empêchait son expansion, contrairement à ce qu'elle aurait dû faire, compte tenu de la relative indépendance que lui conférait son statut. Malgré de nombreux appels du pied de la Maison Blanche, le Congrès soutint le plus souvent la *Second Bank* jusqu'au début des années 1830. Le Président crut

---

<sup>8</sup> Discours d'Alan Greenspan, *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, Washington D.C., 5 décembre 1996.

devoir prendre alors une décision spectaculaire, qui, aujourd'hui encore, perturbe la circulation sur Pennsylvania Avenue, l'artère la plus symbolique du centre de Washington.

Pennsylvania Avenue avait été conçue par l'architecte français Pierre L'Enfant comme une voie large et grandiose, reliant la Maison Blanche à Capitol Hill, le quartier où est situé le Congrès, de façon à laisser la perspective ouverte dans les deux sens. A l'époque, on envisageait de construire un nouvel immeuble de bureaux pour le ministère des Finances, mais certainement pas à cet endroit. On raconte que Jackson, furieux contre le Sénat, qui envisageait de renouveler le mandat de la banque, sortit un jour de la Maison Blanche et, brandissant sa canne en plein milieu de l'avenue, s'écria : "Qu'on le bâtit ici !" Pourquoi ? Les historiens ne sont pas d'accord sur les termes exacts, mais on dit que Jackson, qui n'hésitait jamais devant les mots crus, voulait que le nouveau bâtiment "cache à [ma] vue ce foutu endroit" - il voulait dire, bien sûr, le Congrès<sup>9</sup>.

En 1832, plus têtu que jamais, le Vieux Noyer, comme on l'appelait, opposa son veto à la reconduction de la *Second Bank* que le Sénat venait de voter, sous prétexte que c'était contraire à la Constitution : "une pareille concentration de pouvoirs entre les mains de quelques hommes irresponsables devant le peuple", il n'en voulait pas.

Cette année même, l'élection présidentielle, considérée par beaucoup comme un référendum national sur la question, lui fut largement favorable. Résultat, une fois la charte venue à terme, en 1836, l'idée d'une banque centrale perdit pratiquement tout soutien politique.

Pendant les vingt-cinq ans qui suivirent, le système bancaire américain fonctionnera sous l'égide d'un vague ensemble de banques des Etats, échappant pratiquement à toute réglementation fédérale. Leurs activités étaient chaotiques, marquées par de violentes fluctuations dans le montant des signes monétaires qu'elles émettaient et dans celui des dépôts qu'elles détenaient. Elles souffraient aussi de l'insuffisance de leurs réserves, de leur capital inadapté et de l'inclination de beaucoup d'entre elles à consentir des prêts risqués. Voyez, par exemple, ce qui se passait dans les années 1860 en Louisiane, l'Etat que les Etats-Unis avaient racheté, en 1803, à Napoléon alors à court d'argent.

Parmi les quelque neuf cents sortes de billets différents en circulation à l'époque figurait une coupure de 10 dollars, émise par la *Citizens Bank of New Orleans*. Sur un côté du billet était imprimé le nombre *ten* et, sur l'autre côté, *dix* en français. Fort apprécié par les joueurs qui fréquentaient les bateaux du Mississippi, la popularité de ces billets gagna peu à peu les autres Etats sudistes, qui les baptisèrent "dixies". Voilà pourquoi, dit la légende, le Sud tout entier a pris le nom de "Dixie"<sup>10</sup>.

Le système des Banques des Etats, sans centralisation fédérale, se maintint jusqu'aux années 1860. En accord avec l'esprit du temps, leurs rapports institutionnels, concernant par exemple le clearing des chèques, restaient sous contrôle privé. Cela contribue à expliquer la stagnation des réserves monétaires du pays détenues dans cinquante villes différentes. L'époque étant en outre marquée par une succession instable de périodes d'expansion et de récession, les banquiers et les experts du gouvernement se penchèrent à nouveau, à la fin des années 1890, sur l'idée d'une banque centrale. A la suite d'une sévère panique financière, qui avait révélé les inconvénients du système bancaire privé et spectaculairement secoué le pays, les Américains, en 1907, finirent par se décider à entreprendre une réforme de fond.

Dans le cadre de ses prérogatives constitutionnelles, le Congrès reprit donc l'initiative en 1908 en votant une loi visant à assouplir la création de monnaie. Simultanément, il créait une *National Monetary Commission*, chargée de proposer une révision complète du système monétaire du pays et du contrôle des banques. Il fallut pour cela encore trois ans d'auditions et d'enquêtes approfondies.

---

<sup>9</sup> Conférence sur l'Union monétaire européenne de Lawrence Lindsey, Londres, 9 mai 1996, p. 15.

<sup>10</sup> Axel Krause, *Inside the New Europe*, New York, Harper Collins, 1991, p. 194. Traduction française : *La Renaissance, Voyage à l'intérieur de l'Europe*, Paris, Le Seuil, 1992, p. 212.

En 1910, on aboutit à un plan rédigé par le sénateur républicain Nelson Aldrich, un des piliers de cet establishment de la Côte Est qui avait été si vivement attaqué par Jackson. Cette fois encore, le plan d'Aldrich - qui s'appuyait sur les milieux bancaires et rencontrait peu de soutien dans l'opinion - fut bientôt pris à partie par un populiste du Nebraska, William Jennings Bryan, brillant orateur par ailleurs, pour qui le projet remis par Aldrich à la Commission n'était que "le plan monétaire de la haute finance". Le groupe des progressistes de gauche que dirigeait Bryan, adoptant une position plus constructive, s'efforça pour sa part de rassembler une force politique en faveur du contrôle du système bancaire par l'Etat fédéral.

L'élection, en 1912, comme vingt-septième Président des Etats-Unis, du démocrate Woodrow Wilson, ex-gouverneur de l'Etat du New Jersey et recteur de l'université de Princeton, allait marquer l'étape décisive. Sans doute, Wilson avait-il proféré au cours de sa campagne présidentielle des slogans du genre "le plus grand monopole de ce pays est le monopole de l'argent", mais, une fois installé à la Maison Blanche, son comportement se fit plus conciliant et souple.

Au début, il prêta l'oreille à certains de ses proches conseillers financiers, notamment le député de Virginie, Carter Glass, qui allait bientôt présider la puissante Commission de la banque et des finances à la Chambre des représentants. Glass préconisait la création de quelque vingt banques de réserve régionales, relevant du secteur privé et chargées de détenir une partie des réserves de leurs actionnaires, de remplir certaines fonctions de banque centrale et d'émettre une monnaie gagée sur l'or et autres actifs. Wilson, pour sa part, pensait que cela ne suffisait pas et insistait sur la création d'un organisme central, émanation de l'Etat, qui superviserait tout le système. Naturellement, les milieux bancaires, toujours influents, rejetaient les vues de Wilson, lui reprochant d'imposer un contrôle trop pesant au système bancaire du pays. Les proches du parti démocrate, représentant surtout les intérêts agraires de l'Est et du Sud, soutenaient le contraire. Bref, le gouvernement Wilson était de plus en plus partagé.

Cherchant le compromis, Wilson, tout en insistant pour que ce qu'il appelait déjà le *Federal Reserve Board* fût placé sous le contrôle direct du gouvernement, accepta que sa gestion de la monnaie soit "élastique". Les conservateurs républicains, toujours mécontents et soutenus par les intérêts bancaires, maintenaient leurs attaques et accusaient Wilson "d'idées communistes". Finalement, Wilson accepta de promouvoir l'idée du *Federal Advisory Council*, composé de banquiers et destiné à servir d'intermédiaire entre les banques de réserve régionales et le Fed (voir plus haut). Au prix de quelques autres compromis - sans toutefois que Wilson ne cédât sur le concept d'un Fed moderne - et grâce à une adroite campagne de lobbying au Parlement, la loi sur la *Federal Reserve* fut adoptée à quelques voix de majorité. Le 23 décembre 1913, entouré de ses amis et des membres de sa famille, Wilson signait le *Federal Reserve Act*. Parlant, de son propre aveu, avec une "profonde émotion", le Président se dit convaincu que le Fed allait être "d'un bénéfice durable pour la bonne marche des affaires du pays".

#### Question n° 4.

#### A qui le Fed doit-il rendre compte ?

*"Toute banque centrale, toute institution en charge de la politique monétaire, qui ne connaîtrait que son indépendance et ignorerait qu'elle a des comptes à rendre à la classe politique, mettrait bientôt cette même indépendance en danger. Elle perdrait la notion de sa mission suprême - le service du public, au sens large".*

Lawrence Lindsey, Ancien gouverneur du Fed

#### Définitions

Parlant durant un séminaire, réuni en mai 1996, devant la Chambre des communes à Londres, M. Lindsey, qui siégeait encore au Fed, estimait "inévitabile" ce qu'il décrivait comme une certaine tension entre responsabilité et indépendance. Le défi lancé aux Européens, qui discutaient alors du fonctionnement de leur future Banque centrale, c'était, selon lui, d'instituer un "équilibre heureux" entre les deux concepts, jugés par certains diamétralement opposés, d'indépendance et d'*accountability*. C'est justement cette tension, cet équilibre institutionnel, qui, à son avis, importent le plus pour une banque centrale. Mais, prévenait-il, "cela pourrait être particulièrement difficile à réaliser en Europe, dans la mesure où la structure politique définitive de l'Union n'est pas encore arrêtée."<sup>11</sup>

Tout en évitant les comparaisons transatlantiques, l'auteur s'est heurté à des difficultés en cherchant une traduction correcte du mot *accountability* en français. Un des observateurs américains les plus cotés du Fed, David Jones, vice-président et chef économiste de Aubry G. Lantson & Co, établissement de Wall Street spécialisé dans les emprunts d'Etat, donne de cela une explication peut-être exagérée. Observant qu'il a fallu moins de dix ans pour instituer la BCE ; que son premier objectif est la stabilité des prix; et qu'elle jouit "d'un maximum d'autorité et d'un minimum de responsabilité, à savoir d'obligation de rendre compte", Jones conclut que la BCE est "de loin, la banque centrale la moins *accountable* du monde du point de vue politique"<sup>12</sup>. S'il a raison, cela signifie que, s'il n'existe pas encore de traduction valable du mot *accountability* en français , c'est parce que la chose elle-même reste illusoire, du moins provisoirement.

Lorsque des économistes américains, ayant l'esprit politique, ou des banquiers centraux parlent d'*accountability*, ce qu'ils ont en tête est un concept étroitement lié - tout en en restant séparé - à la notion d'indépendance. Pour la plupart d'entre eux, ce ne sont pas cependant deux aspects équivalents de la responsabilité, même s'il y a des liens entre eux. En réalité, et contrairement à ce que pensent certains en Europe, l'indépendance n'est pas à elle seule le garant de la légitimité ou de la crédibilité d'une banque centrale. Une analyse claire et pénétrante de cette question a été donnée par Alan Blinder, ex-conseiller économique du Président Clinton, qui avait été vice-président du Fed à partir de 1994 et a repris depuis son poste de professeur d'économie à l'université de Princeton. Dans ses cours, ses écrits et une récente interview, Blinder pose cette question : Y a-t-il quelque chose de fondamentalement anti-démocratique à ce qu'une banque centrale soit indépendante du pouvoir politique ? La même question, appliquée à la BCE, a été posée par une poignée de dirigeants européens, ministres ou membres du Parlement européen, la plupart de gauche.

Dans sa réponse à cette question, Blinder souligne un point fondamental : le Congrès a instauré le Fed avec le soutien et l'approbation des occupants successifs de la Maison Blanche ; il lui a donné les moyens de conserver son indépendance, mais avec l'obligation constitutionnelle de rester soumis à la volonté du Parlement. Et il n'y a pas de limite de temps à cette subordination, parce que, comme

---

<sup>11</sup> *Ibid.*, pp. 21-2.

<sup>12</sup> Dr David M. Jones, "Outlook for the Euro and the Dollar" (Christiania Bank Annual Outlook Conference, Bergen, Norvège, 27-29 août 1998).

d'autres le notent avec lui, le *modus operandi* du Fed ne peut être modifié que par le Congrès lui-même. Depuis la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, les deux Chambres ont pour mission de traduire dans la loi la volonté du peuple, en principe pour le bien commun du pays : d'où la justification permanente de l'*accountability*. "Comme je l'ai souvent dit quand j'étais au Fed", rappelle Blinder, en soulignant que la politique monétaire a un impact sur la vie des citoyens, "c'est à eux qu'appartient l'économie, pas à nous"<sup>13</sup>.

## Le Fed et le Congrès

Sans conclure ici sur ce point, examinons devant quelles instances le Fed est responsable, officiellement ou non. Les plus importantes sont au nombre de trois : le Congrès, la Maison Blanche et les marchés. Une quatrième et nouvelle instance d'*accountability*, l'opinion publique et les médias, sera analysée séparément (question n° 9).

Barney Frank, député chevronné, ferait volontiers référence au Président Andrew Jackson. Démocrate depuis toujours, il a gravi lentement l'échelle politique après avoir obtenu son diplôme à Harvard en 1962 et avoir été recruté comme principal assistant par le maire de Boston, Kevin White. Avocat libéral et carré dans ses propos, Frank a été élu en 1972 député d'une circonscription de Boston où l'on compte beaucoup de chômeurs dans les secteurs de la pêche et du textile. Comme Jackson et ses émules, Frank n'aime pas la façon d'agir du Fed. Et, comme membre clé de la Commission bancaire à la Chambre, son opinion compte.

Le 7 avril 1997, il a prononcé en session une de ses vigoureuses et habituelles attaques contre le Fed et contre Greenspan, à propos de la déposition, rituelle et bien préparée, de celui-ci devant la Commission, par laquelle le président avait défendu la récente décision du FOMC de relever les taux d'intérêt<sup>14</sup>. "Nous lui avons demandé... s'il y avait le moindre signe d'inflation consécutif à la croissance des dernières années. Il a répondu franchement que non. Il a reconnu avoir été trop pessimiste. Il s'est trompé sur la conjoncture depuis plusieurs années", déclara Frank devant la Chambre. Et de soutenir que l'économie avait besoin d'une politique plus expansionniste. Faisant écho aux vues d'autres députés et sénateurs, démocrates pour la plupart, Frank attaqua également le Fed comme le représentant "d'une poignée de fonctionnaires nommés et de dirigeants de banques privées".

Où voulait-il en venir ? Frank promit d'agir avec ses collègues afin que le FOMC "tienne mieux compte de la nature publique des décisions qu'il prend". Il révéla qu'il envisageait de déposer une proposition de loi visant, par exemple, à exclure du FOMC les cinq représentants des banques de réserve régionales et de les remplacer par le ministre des Finances et par le président du *Council of economic advisers*, autre poste clé du gouvernement. "M. Greenspan nous a dit que l'on créait actuellement trop d'emplois aux Etats-Unis. Pour beaucoup d'entre nous, le problème est au contraire que l'on n'en a pas créé assez", s'exclame Frank. Cela se passait au printemps 1997.

Un an auparavant, peu après que Clinton et son cabinet eurent demandé au Sénat de renouveler, pour la troisième fois et pour quatre ans, le mandat de Greenspan à la tête du Fed, le sénateur démocrate de l'Iowa, Tom Harkin, s'était lancé lui aussi sur le sentier de la guerre. Son objectif était de bloquer la ratification (obligatoire) de cette nomination par le Sénat afin d'obtenir du FOMC ce qu'il en attendait, avec Frank et d'autres parlementaires démocrates : une baisse du taux d'intérêt et l'abandon par le Fed de sa politique monétaire restrictive. Il s'ensuivit une obstruction de plusieurs semaines sans qu'Harkin ne changeât d'avis, bien que Bill Clinton lui-même, autre démocrate, ait pris la peine de l'appeler personnellement. "Le Fed se trompe complètement sur la situation économique de l'Amérique. Ses

---

<sup>13</sup> Alan S. Blinder, *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge (Mass.) MIT Press, 1968, p. 68.

<sup>14</sup> Communiqué de presse de Barney Frank, Washington Office, 2210 Rayburn House Office Building, Washington D.C., 10 avril 1997.

membres devraient bien sortir de derrière leurs bureaux et aller voir ce qui se passe réellement dans les usines", déclarait Harkin devant le Sénat, tout en affirmant que ses collègues soutenaient son obstruction. "Une autre raison de virer Greenspan", ajoutait-il, "c'est qu'il joue un jeu politique, en dépit du caractère soi-disant non partisan d'une banque centrale indépendante."<sup>15</sup>

Ces pressions en vue de destituer, en fait, tel président du Fed, ou pour imposer des changements dans ses méthodes ne sont pas nouvelles. Elles reflètent ce qu'une excellente étude décrit comme une vieille tradition américaine de "méfiance populiste et progressiste envers la concentration du pouvoir économique" dont nous avons brièvement décrit plus haut les origines. L'offensive de loin la plus active contre le Fed au cours de l'histoire récente s'est produite entre 1979 et 1990. Pas moins de deux cents propositions de loi ont été déposées au Congrès durant cette période, portant au total sur cinquante-six questions<sup>16</sup>. La moitié environ de ces propositions visaient à renverser la politique monétaire anti-inflationniste très rigide alors menée par le président du Fed, Paul Volcker ; trente-six propositions visaient, par des changements de procédure, à accroître l'*accountability* politique du Fed, en augmentant par exemple la transparence des décisions du FOMC et en rétablissant le siège du ministre des Finances au Conseil ; plusieurs se prononçaient pour la récusation de Volcker lui-même, et pour réduire le mandat du gouverneur de quatorze ans à une durée variant de deux à douze ans. D'autres propositions visaient à mettre fin à la dangereuse immunité dont jouit le Fed, vis-à-vis du contrôle traditionnellement exercé par le Congrès sur les agences gouvernementales au moyen du vote des crédits budgétaires (on reviendra sur ce point).

On examinera aussi plus loin (question n° 5) les raisons pour lesquelles ces tentatives et d'autres n'ont pas abouti, ainsi que (question n° 6) la période Volcker. Qu'il suffise de noter que les parlementaires partageant le point de vue de Frank n'ont en aucune façon renoncé. "Le Fed est extrêmement puissant dans ce pays, mais nous pensons que notre action est juste", nous a déclaré le député, qui a été facilement réélu en novembre dernier<sup>17</sup>. A propos de la récente baisse des taux d'intérêt, il pense que Greenspan est devenu plus "modéré", bien qu'entouré par les "faucons" monétaristes. Il se réfère aussi à l'autorité montrée par la Commission bancaire de la Chambre des députés sous son précédent président, Henry Gonzalez (Texas) : en 1994, celle-ci provoqua un incident embarrassant pour le Fed, en révélant comment, depuis quinze ans, le FOMC enregistrait en secret ses propres délibérations, à l'insu de la plupart de ses membres. La Chambre a publié certains de ces enregistrements, assortis de cet avertissement : "Un bon moyen de s'assurer que les fonctionnaires de l'Etat agissent dans le sens de l'intérêt public, c'est de soutenir l'exigence qu'un compte rendu détaillé de leurs décisions et de leurs actes soit établi et publié... (la Commission propose en conséquence) que le FOMC prépare une transcription mot à mot de ses délibérations et la publie dans les soixante jours suivant la réunion."

Des comptes rendus résumés avaient été publiés jusqu'en 1976. Cette pratique fut interrompue par Arthur Burns, alors président du Fed, parce que le Congrès préparait une législation rendant obligatoire de communiquer publiquement et rapidement la quasi-totalité de toutes les délibérations du gouvernement à caractère politique. Des "directives de politique" - comme on nomma ces communiqués - furent publiées par le Fed jusqu'en 1995, mais la Commission bancaire de la Chambre n'y vit qu'une "pauvre solution de remplacement, vague et sans intérêt". Les réformateurs comme Frank inscrivent à leur crédit d'avoir imposé le système de publication actuel, relativement ouvert, et comptent bien continuer de militer dans le même sens. Autre conséquence plus ou moins lointaine de ces débats, et sur une toute autre question, l'actuel président de la Commission, le député républicain James Leach, élu lui aussi de l'Iowa, a pu accrocher vigoureusement le Fed en octobre dernier à

---

<sup>15</sup> Discours de M. Harkin au sujet du remplacement du président de la Réserve fédérale, Congressional Record, Senate, 7 février 1996.

<sup>16</sup> Signalons une étude très complète de la période Volcker, du point de vue parlementaire : M. A. Akhtar et Howard Howe, *The Political and Institutional Independence of US Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of New York, mai 1991.

<sup>17</sup> Interview à Washington, le 13 octobre 1998.

propos de l'aide apportée à LTMC (*Long Term Capital Management*). Rappelons que le gouvernement a dû se porter au secours de ce fonds de placement spéculatif, un des plus gros des Etats-Unis et le plus lourdement endetté. A la Commission, selon une source directe, des membres appartenant aux deux parties se sont dits révoltés par la façon dont le Fed a mené cette affaire, et envisagent d'ouvrir une enquête publique sur son rôle en tant que régulateur du système bancaire (nous allons revenir sur ce point).

## La Maison Blanche

On dit parfois que le meilleur moyen de comprendre les relations du Fed avec la Maison Blanche et les autres branches de l'exécutif, c'est de considérer la Banque - quelque peu paradoxalement - comme indépendante à l'intérieur du gouvernement, mais non *du* gouvernement. En pratique, sa position s'est révélée facile, difficile, tendue ou virtuellement impossible à tenir selon la personnalité des personnages impliqués et, bien sûr, selon le contexte économique du moment. Rien, cependant, dans les textes régissant le Fed ne prévoit que celui-ci doive informer la Maison Blanche de ce qu'il prépare. Mais lisez plutôt.

En 1951, c'était la guerre de Corée, et le Fed entendait non seulement combattre l'inflation, mais rendre au marché le soin de fixer le cours des Bons du Trésor qui, depuis le début de la Seconde guerre mondiale, était arrêté par le gouvernement. Vivement contrarié, le président Harry Truman convoqua un jour le FOMC tout entier à la Maison Blanche, afin de leur "tordre le bras" collectivement<sup>18</sup>. La réunion fut tumultueuse. Sur ce qui fut dit là, personne n'est d'accord, notamment sur l'allégation de Truman selon laquelle le FOMC aurait accepté que le Président approuve dorénavant à l'avance ses opérations sur le marché. On finit par trouver un compromis, permettant au Fed de mener les opérations *d'Open Market* comme il l'estimait souhaitable. Mais il y eut une victime : le président du Fed, Thomas McCabe, qui, après s'être entendu dire qu'il n'était plus désormais "adapté à la situation", dû démissionner.

On verra ultérieurement d'autres exemples de relations tendues, voire tumultueuses, entre le gouvernement et le Fed, notamment dans les années 60, sous la présidence de Johnson, et dans les années 70, avec le Président George Bush. Avec les questions suivantes, nous tâcherons de comprendre quelle fut, dans ces circonstances, la nature des relations entre la Maison Blanche et le Fed et pourquoi l'ère Clinton a été comparativement tranquille - en dépit de la façon dont tout avait commencé.

Le 7 janvier 1993, treize jours avant l'intronisation du Président, Clinton et ses principaux conseillers économiques se réunirent à Little Rock<sup>19</sup>. Parmi les organisateurs de la réunion figuraient entre autres Robert Rubin, actuellement ministre des Finances, Leon Panetta, qui allait devenir directeur de cabinet à la Maison Blanche, et Alan Blinder. Objectif : se fixer des objectifs et déterminer les moyens de les atteindre. Les prévisions de Panetta étaient plutôt sombres : avec un taux de croissance assez terne - 2,5 à 3 % - et un budget toujours plus lourd, il fallait s'attendre à un déficit budgétaire record de 360 milliards de dollars en 1997 et d'environ 500 milliards au tournant du siècle. Blinder, dans un exposé détaillé, proposa de tailler substantiellement dans les dépenses, mais soutint que le seul moyen de rendre ces sacrifices "indolores" était de réduire les taux d'intérêt à long terme : cela aurait pour effet, expliqua Blinder, de stimuler l'économie et compenserait ainsi l'effet déflationniste occasionné par les compressions budgétaires envisagées (60 milliards de dollars). Pour que cette stratégie réussisse, cependant, il y avait un os: il fallait que le Fed et les marchés d'obligations suivent.

Le livre de Bob Woodward, *The Agenda*, donne sans doute le compte rendu le plus fidèle de ce qui s'est passé alors. Il a d'ailleurs été confirmé depuis par des sources fiables, proches de Clinton. Assis

---

<sup>18</sup>Ibid. Berry, page 36.

<sup>19</sup> Bob Woodward , *The Agenda: Inside the Clinton White House*, New York , Simon & Schuster, 1994.

à la place réservée au Président élu, raconte Woodward, Clinton, incrédule, abasourdi, pique aussitôt une colère. "Êtes-vous en train de me dire que le succès de mon programme et ma prochaine réélection (celle de 1996) dépendent de la Réserve Fédérale et d'une poignée de foutus vendeurs de Bons du Trésor ?", est-il rapporté avoir dit. Et chacun dans la pièce de convenir que la seule réponse à cette question était "eh bien, oui..."

Le décor était ainsi dressé pour des relations finalement assez harmonieuses entre le Fed et la Maison Blanche, harmonie qui s'est maintenue jusqu'à nos jours à travers désaccords et escarmouches, grâce à une croissance relativement saine de l'économie du pays et dans un environnement international décidément turbulent, surtout en Asie. Pourtant, comme Clinton lui-même l'avait compris à cette fameuse réunion de Little Rock, il en faut davantage pour mener l'économie américaine et réussir une politique monétaire que la bonne volonté du Fed et de son président.

## Les marchés financiers

Qu'est-ce qui fait bouger les marchés ?

Question complexe, mystérieuse, qu'on ne saurait résoudre en considérant la seule action du Fed, et certainement pas en quelques paragraphes. Dans un commentaire révélateur de la mentalité des *traders* de Wall Street, Alan Blinder écrit : "Les marchés ont leurs idées à eux, et prennent souvent des positions spectaculaires pour des raisons qui n'ont rien à voir avec la politique monétaire."<sup>20</sup> Il rappelle comment, à deux occasions différentes, "le marché s'est trompé, une fois par excès, l'autre fois par sous-estimation" dans ses prévisions sur l'évolution du taux des fonds fédéraux lorsque le Fed, en 1994, se mit à durcir sa politique monétaire. Autre commentaire chagrin des relations entre Wall Street, Main Street (l'Amérique profonde) et Washington, formulé celui-là par Stuart Eizenstat, actuellement sous-secrétaire d'Etat, lorsqu'il était le responsable de la politique économique intérieure dans le cabinet de Jimmy Carter : "Washington ne comprend rien aux taux d'intérêt, et Wall Street ne comprend rien à Washington."<sup>21</sup>

Bien que cette déclaration remonte à plus de vingt ans, les entretiens que nous avons eus récemment aussi bien avec des *traders* chevronnés de New York qu'avec des fonctionnaires des Finances à Washington et au Fed laissent penser qu'il y a encore quelque vérité dans ce que disait Eizenstat. Nombre d'entre eux soulignent cependant que, depuis les années 70, Wall Street et Main Street se sont certainement beaucoup rapprochées. Très peu, parmi ceux que nous avons récemment interrogés sur cette question, partagent l'opinion discutable avancée par William Greider dans son livre de 1987, selon laquelle "le marché financier dont la Réserve fédérale se soucie le plus, qu'elle respecte le plus, au point de s'identifier avec lui, c'est le marché des bons d'Etat"<sup>22</sup>. Sa conviction est que le Fed se préoccupe avant tout du 1 % d'Américains qui dispose des revenus les plus élevés.

La thèse de Greider, selon laquelle le Fed se préoccupe d'abord du marché, est donc largement controversée. Pour les spécialistes, il ne fait cependant aucun doute que le Fed, quelles que soient ses intentions et son influence sur l'économie, est observé de très près à Wall Street et fait l'objet de tous les commentaires des spéculateurs sur un marché financier extrêmement sensible. Autrement dit, l'idée qu'on s'en fait devient - est, en réalité - un élément essentiel de son *accountability*.

Par ailleurs, il faut le noter, bien qu'on ne le clame pas sur les toits de Pennsylvania Avenue, assez peu parmi les parlementaires et même parmi les anciens occupants de la Maison Blanche comprennent véritablement ce que David Jones appelle le "mécanisme de transmission de la politique monétaire"

---

<sup>20</sup> Interview à l'université de Princeton, 16 octobre 1998.

<sup>21</sup> William Greider, *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*, New York, Simon & Schuster, 1987, p. 23.

<sup>22</sup> *Ibid.*, p. 33.

(*Monetary Policy Transmission Process, MPTP*)<sup>23</sup>. Jones souligne que la politique monétaire est davantage un art qu'une science, "une méthode par essais et erreurs, observation et rectification", et estime qu'il faut compter entre six et douze mois, voire plus, pour qu'une modification de cette politique, quelle qu'elle soit, produise son effet dans le système financier et économique.

Comment ce mécanisme joue-t-il ? Via le MPTP, l'action du Fed se fait sentir aujourd'hui sur les variations des cours des marchés de capitaux (obligations, actions, matières premières) ; en outre, comme toujours, le Fed peut déclencher un mouvement majeur en modifiant le montant des réserves des banques. Un changement du coût de l'argent résulte normalement, explique Jones, de toute modification du taux des fonds fédéraux, comme on l'a vu plus haut. Et ce changement du coût de l'argent provoque normalement un changement dans le même sens des taux d'intérêt à court terme sur le marché, "avec pour conséquence une hausse (ou une baisse) du coût des crédits à court terme, y compris le taux de base des prêts bancaires et le taux d'escompte des effets commerciaux..."

Poursuivant son exposé du point de vue de l'investisseur, Jones souligne que, lorsque le Fed adopte une politique restrictive, les détenteurs de crédits à court terme vendent par exemple leurs bons du Trésor, parce que le rendement des placements à court terme remonte par rapport à celui des bons à plus long terme. Ainsi, conclut-il, "les investisseurs vont déplacer leurs placements sur la courbe des taux, en vendant des bons à long terme et en plaçant les sommes obtenues dans des investissements monétaires à plus court terme, de sorte que les taux d'intérêt à long terme vont augmenter..." Bref, de l'avis de Jones et de la plupart des économistes d'aujourd'hui, la stabilité des prix à long terme, c'est-à-dire une inflation réduite, représente un facteur crucial de la croissance économique. Comme on va le voir, Clinton à la Maison Blanche et Greenspan au Fed partagent cette conviction depuis le début de leurs relations.

Cela répond-il à la question suivante ?

---

<sup>23</sup> "Modern Central Banking Policy and Practice: an Analysis of the Contributions of the Greenspan Fed", conférence du Dr David M. Jones au Middlebury College, 2 juillet 1998.

**Question n° 5. Pourquoi les opposants les plus virulents au Fed ont-ils été incapables de faire modifier son fonctionnement ?**

*"Les membres du Congrès aiment à prendre des attitudes, et le Fed est une cible toute trouvée. A certains moments de notre histoire, comme pendant l'ère Volcker, le Fed est devenu leur tête à claques..."*

Leon Panetta, Ex-directeur de cabinet à la Maison Blanche

Après avoir représenté la Californie à la Chambre pendant seize ans et y avoir présidé l'influente Commission du budget, Panetta a soutenu le point de vue ci-dessus pendant quatre ans auprès de Clinton, jusqu'en juillet 1997. Ce faisant, il témoignait à la fois de réalisme et d'indulgence. Dans un entretien récent, il soulignait, avec d'autres, que les prétendus réformateurs populistes comme Barney Frank et Tom Harkin ont le plus souvent concentré leurs attaques contre la politique monétaire du Fed, mais beaucoup moins sur son mode de fonctionnement. Personne, ou presque, n' a proposé sérieusement que le Congrès retire au Fed les pouvoirs qu'il lui avait jadis attribués.

A cela, il y a cinq bonnes raisons.

- Premièrement, Frank, Harkin et autres n'ont jamais obtenu de leurs collègues le soutien politique nécessaire pour donner force de loi à leurs propositions. En avril 1997, par exemple, alors que le Fed venait de relever les taux d'intérêt, Frank et vingt-quatre députés démocrates, membres de la Commission bancaire, demandèrent par écrit à son président, Leach, d'ouvrir une enquête publique sur les opérations de la Banque centrale. Les auditions, demandaient-ils, devraient être menées indépendamment des réunions semestrielles de la loi Humphrey-Hawkins, où il n'est généralement question que de la conjoncture et des prévisions monétaires du Fed. Leach, qui est membre de la majorité républicaine et admire beaucoup Greenspan, répondit par un non pur et simple.

Dans une lettre ouverte, Leach concédait que "la politique du Fed ne doit jamais être à l'abri des critiques", mais soutenait que le Congrès, lorsqu'il "tripatouille" l'indépendance de la Banque le fait "aux risques et périls" de celle-ci. "Il serait peu judicieux, concluait-il, de porter un jugement hâtif. Le meilleur moment pour la Commission d'exprimer ses intentions concernant la politique monétaire, c'est la prochaine réunion régulière Humphrey-Hawkins." Il étouffait ainsi toute nouvelle tentative de resserrer le contrôle sur le Fed<sup>24</sup>.

On retrouve la même tendance en remontant dans le passé. Sur les deux cents propositions de loi déposées entre 1979 et 1990, cinquante seulement ont donné lieu à des réunions de Commission. Trente-quatre seulement étaient soutenues par plus d'un parlementaire, dont vingt-quatre par trois parlementaires ou davantage. Treize autres proposaient de réintégrer le ministre des Finances dans le FOMC, mais sans être davantage soutenues<sup>25</sup>. La raison pour laquelle ces tentatives ont échoué, c'est que, en dépit de leurs déclarations agressives, ou, comme dit Panetta, de leurs "attitudes", les membres du Congrès ne souhaitent pas vraiment assumer la responsabilité de diriger la politique monétaire du pays. On l'a constaté clairement dans les années 80, lorsque les attaques contre le Fed et son président Volcker étaient au maximum (voir plus loin) ; un ancien cadre supérieur du Fed, cité par Greider, devait alors déclarer : "Le Congrès ne souhaite pas contrôler le Fed... pas plus qu'il ne souhaite, de même que le Président, se faire taper sur les doigts parce que les taux d'intérêt augmentent."<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> Lettre aux députés Barney Frank et John LaFalce, 17 avril 1979.

<sup>25</sup> Federal Bank of New York, *op. cit.*, p. 20.

<sup>26</sup> Greider, *op. cit.*, p. 474.

- La deuxième raison de leur échec, c'est tout simplement l'immense complexité de la politique monétaire. Plusieurs Présidents des Etats-Unis et davantage de parlementaires qu'on ne saurait dire n'ont éprouvé que confusion et frustration lorsqu'ils ont essayé de comprendre, et surtout de résoudre, les vertigineux problèmes techniques de l'offre de monnaie, des marchés et des prévisions conjoncturelles. Le titre du livre de William Greider - "Les secrets du temple" - et sa prose fleurie expriment bien la nature du problème : "Les terribles pouvoirs du Fed, écrit-il, soustraits au regard du commun des mortels, semblaient cependant régenter leur vie, comme dans les temples de jadis les incantations des prêtres, en interprétant les messages des Dieux, dessinaient le cours du destin de la société."<sup>27</sup>

Puisque les Présidents des Etats-Unis se considèrent comme "des mortels ordinaires", on peut se permettre de rappeler que, d'après Greider, l'ex-président Nixon reconnaissait comme l'un de ses grands regrets de n'avoir jamais "maîtrisé" ce que le Fed fait exactement et comment il fonctionne. Jimmy Carter, qui n'avait pas manqué non plus de se heurter au Fed, se montrait plus optimiste, mais exprimait néanmoins sa frustration: "Il (le Fed) ressemble au système judiciaire. Je n'ai aucune influence sur lui, mais cela ne veut pas dire que je dois rester muet." Toujours d'après Greider, un ex-gouverneur du Fed, qui fut aussi économiste en chef de la Commission du budget de la Chambre, Nancy Teeters, se disait "étonnée du niveau de confiance dont jouit la Réserve fédérale au Parlement. C'est enfantin, sans doute, parce que nos méthodes sont si complexes qu'ils ne les comprennent pas..."<sup>28</sup>.

On décrira plus loin la personnalité de trois présidents du Fed, mais disons tout de suite que, en général, leurs connaissances et leur expérience sont de classe internationale, ce qui éclaire sans doute la remarque de Teeters. Sur ces sommets règne un esprit de club, comme dans les milieux universitaires, où une longue pratique des méthodes et de la formation académique sont un acquis indispensable. Un observateur bien informé rappelle ainsi que, lorsque Edward Kelley fut nommé gouverneur en 1990, certains au Fed firent la moue au sujet de ses références (il possédait une licence d'Histoire de Rice University et un MBA de Harvard Business School). Il avait passé l'essentiel de sa carrière comme chef d'entreprise et membre des Conseils d'administration de trois banques. Alors, où était le problème ? "Pas de doctorat...", répond notre observateur dans un éclat de rire.

- Une troisième raison, c'est que le Fed, lorsqu'il en vient à des décisions importantes, adopte un "profil bas", voire pas de profil du tout si c'est possible. On examinera plus loin les relations du Fed avec les médias, mais l'expérience vécue le 15 octobre 1998 par l'auteur de ces lignes mérite sans doute d'être rapportée. Plusieurs mois auparavant, le service de la communication avait arrangé des rendez-vous avec des cadres supérieurs du Fed, notamment avec un gouverneur. Les entretiens, portant sur des questions de fond, ont débuté à 14 h 30 précises dans le bâtiment principal de marbre blanc, situé sur Constitution Avenue. Dûment escorté le long des vastes et élégants couloirs, je fus frappé par le calme et la tranquillité qui y régnaient. C'est seulement à 18 heures, au moment de partir, qu'il me sembla que quelque chose d'important venait de se passer. Personne, durant mes entretiens, n'avait fait la moindre allusion au fait que, à 15 heures, le Fed avait annoncé une nouvelle baisse du taux d'escompte (de 5 à 4 3/4 %) et du taux des fonds fédéraux (d'environ 5 1/4 à 5 %), le tout constituant un événement monétaire majeur.

Plus étonnant encore, dans les heures précédant mes entretiens, aucun des journalistes attachés au Fed, ni tel membre du cabinet de la Maison Blanche en rapport avec lui n'avaient eu la moindre idée de ce qui se préparait pour l'après-midi. En fait, et bien que les analystes du marché eussent prévu et même recommandé ces baisses de taux, la décision du Fed les prit par surprise. Wall Street, selon l'article de Une du New York Times du 16 octobre, fut "stupéfiée" et réagit par une forte hausse. Tout le monde était désormais convaincu qu'aucune restriction de crédit ne menaçait l'économie américaine. Le secret qui avait entouré les délibérations et la façon dont Greenspan avait pris la

---

<sup>27</sup> *Ibid.*, p. 52.

<sup>28</sup> *Ibid.*, p. 163.

décision, en dehors du calendrier normal des réunions du Fed, furent des facteurs décisifs de la réaction positive des marchés. On imagine difficilement que le Congrès puisse se livrer à de pareilles opérations, et surtout les réussir.

- Une quatrième raison pour le Fed d'être hors d'atteinte, c'est son singulier mode de financement. Toutes les agences de l'Etat fédéral, pratiquement, sont financées par le budget. Pas le Fed. Au cours de la période 1979-1990, dix textes furent déposés, visant à le placer sous contrôle parlementaire, et trois autres auraient conduit à l'inscrire sur le budget du Président, donc à le soumettre au contrôle du Congrès. Aucune de ces tentatives n'a abouti, principalement parce que le Fed est d'un bon rapport pour le gouvernement. Voici les derniers chiffres disponibles.

En 1997, les frais d'exploitation nets du système de la Federal Reserve se sont élevés à 1,1 milliard de dollars environ. Sur un total de charges de 2,2 milliards, la moitié environ était en effet couverte par les services facturés, les remboursements et autres rentrées. La principale source de revenus du Fed est constituée par les revenus du portefeuille d'obligations détenu sur son compte *d'Open Market*, estimés à 25,7 milliards de dollars en 1997. A la grande satisfaction du gouvernement, l'excédent net, compte tenu des charges, des dividendes et des surplus divers, s'élevait cette année-là à 20,7 milliards. Où cette somme est-elle passée ? Elle a été, comme de coutume, directement versée au Trésor<sup>29</sup>. "Pareil montant n'est pas vraiment négligeable... Nous autres, membres de l'exécutif, ne saurions mieux gérer", reconnaît un haut fonctionnaire.

- Enfin, mise à part la question des taux d'intérêt, tout le monde s'accorde à reconnaître que le Fed joue un rôle indispensable dans la protection du système bancaire. Le retraité américain moyen garde un vif souvenir des années 30, marquées par l'effondrement des affaires et des banques, et beaucoup créditent encore le Fed d'avoir su empêcher une catastrophe totale. Grâce aux nombreuses réformes apportées au fil des ans depuis la Grande Dépression, le Fed non seulement assure aujourd'hui la souplesse de l'offre de monnaie, en élargissant ou resserrant celle-ci en fonction de la conjoncture, mais dirige le système de collecte des chèques d'une façon considérée par tous comme efficace et juste.

Le système américain de paiements réalise chaque année des milliers de milliards de dollars de transactions. C'est le plus grand du monde. Conformément aux directives du Congrès, le Fed est devenu au fil des ans un intermédiaire actif dans le clearing et le règlement des échanges inter-bancaires. Et il peut jouer ce rôle parce que son réseau détient des comptes de réserve ou de clearing dans la plupart des institutions de dépôt. En conséquence, il est à même de régler les transactions en débitant le compte de l'institution qui doit verser et en créditant celui de l'institution qui doit encaisser. Le système du Fed a aussi la responsabilité - monumentale - de faire en sorte qu'il y ait suffisamment de papier-monnaie et de pièces en circulation pour répondre à la demande<sup>30</sup>.

Si l'on rappelle que le Fed est régulièrement inspecté par le GAO, instrument d'investigation du Congrès (qui ne s'occupe toutefois ni des opérations de politique monétaire, ni des transactions avec les gouvernements et les banques centrales étrangères ou les institutions financières internationales d'Etat), on ne sera pas étonné que ni le Congrès ni la Maison Blanche ne tiennent à mettre la main sur lui. De plus, l'opinion publique est généralement satisfaite de ses services et indifférente à ses activités au jour le jour. "La plupart des gens ignorent tout de ce que nous faisons ici, comme de gérer le système des règlements... C'est un peu comme si nous exploitions un réseau national de lignes à haute tension", commente un haut fonctionnaire du Fed.

---

<sup>29</sup> "Annual Report : Budget Review". Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C., avril 1998.

<sup>30</sup> Ibid. *Federal Reserve System*, pp. 94- 95.

**Question n° 6. Pourquoi la présidence de William McChesney Martin Jr. est-elle restée dans toutes les mémoires ?**

*"Le résultat décisif obtenu par le président Martin, ce fut d'avoir fait accéder la Réserve fédérale, auparavant simple auxiliaire du ministère des Finances, au statut d'indépendance que nous lui connaissons aujourd'hui..."*

Alan Greenspan, Président du *Federal Reserve System*

Ce témoignage admiratif fut porté par Greenspan fin juillet 1998, après le décès de Martin à l'âge de 91 ans. Il est bon de retracer, ne serait-ce que brièvement, la carrière de ce président du Fed - un homme exceptionnellement solide, discret et audacieux, que l'éditorialiste du New York Times, James Reston, avait qualifié un jour de "puritain heureux" -, et cela pour trois raisons :

. Aucun président n'a été en poste aussi longtemps que lui, dix-neuf années au total sous cinq Présidents successifs : Harry Truman, Dwight Eisenhower, John Kennedy, Lyndon Johnson et Richard Nixon.

. Sa présidence du Fed couvre un véritable âge d'or, comprenant la plus longue période d'expansion économique qu'ait connu le pays, de 1961 à 1969.

. Deux formules restées célèbres reflètent sa conception innovatrice des responsabilités du Fed : en termes de marine, "naviguer contre le vent" ; et la description qu'il donnait du rôle qu'il avait joué, comme celui qui "enlève le bol de punch au moment où la fête commence".

### **Son itinéraire**

Le jugement de Greenspan fut juste. Lorsqu'il eut écarté Thomas McCabe de la présidence, Harry Truman contacta Martin qui avait été, du côté du ministère des Finances, le principal négociateur de l'arrangement avec le Fed. A l'époque, les Finances non seulement avaient à combattre les tensions imposées à l'économie par la guerre de Corée, mais menaient "un combat d'arrière-garde" pour conserver la plus grande influence possible sur le Fed<sup>31</sup>. Le rôle que Martin avait joué avec beaucoup de talent comme sous-secrétaire au Budget convainquit Truman - outre qu'ils étaient tous les deux originaires du Missouri - qu'on pouvait compter sur lui, c'est-à-dire qu'il serait un président docile. Truman, qui occupa la Maison Blanche de 1945 à 1953, devait cependant bientôt constater que son candidat n'était pas l'homme qu'il croyait.

On raconte que, s'entretenant avec Martin de sa promotion, le Président évoqua un mauvais souvenir : il avait souscrit des bons du Trésor émis pour soutenir l'effort du pays pendant la Première guerre mondiale, et ces bons avaient ensuite perdu de leur valeur. "Vous ne permettriez pas que cela recommence, n'est-ce pas ?" demanda Truman. Martin, qui avait envisagé dans sa jeunesse de devenir pasteur, ne manquait pas de franchise. Il répondit au Président que, bien sûr, il ne le souhaitait pas, mais que cela ne manquerait pas d'arriver de nouveau si le gouvernement n'adoptait pas une politique fiscale et monétaire responsable<sup>32</sup>.

Dix-sept ans plus tard, Richard Nixon, tout juste élu Président, crut qu'il pouvait donner sur le champ un autre président au Fed. Mais Martin répondit au nouvel occupant de la Maison Blanche, selon plusieurs sources, que son mandat avait encore deux ans à courir, et qu'il entendait bien le servir jusqu'au bout. Nixon ne fut pas content, c'est le moins qu'on puisse dire : il reprocha au Fed d'avoir freiné l'expansion par sa politique monétaire restrictive - manœuvre décrite plus tôt par Martin lui-même comme "naviguer contre le vent".

---

<sup>31</sup> Berry, *Op. cit.*, p. 37.

<sup>32</sup> La nécrologie publiée dans le *New York Times* par Melody Petersen (29 juillet 1998) donne un excellent résumé de la carrière de Martin (page A6). Voir aussi la nécrologie dans *The Economist* du 8 août 1998, p. 77.

Jusqu'à la fin de 1965, la navigation avait été paisible, et personne ou presque n'avait mis en cause la responsabilité du Fed. Comme pendant les années 20, avant la Grande Dépression - et, sous certains aspects, comme en 1999 - la conviction était générale que l'économie américaine pouvait bénéficier indéfiniment d'une croissance stable sans inflation notable. Un conseiller de Nixon affirmait que la notion de cycle économique était désormais obsolète. Telle n'était pas l'opinion de Martin.

En pleine guerre du Vietnam, on vit apparaître et monter des signes d'inflation. Martin avait déjà, avec gravité, mis en garde le Sénat contre l'alourdissement des dépenses et le déficit menaçant. Cette fois, en décembre 1965, il décida qu'il était temps d'agir - en relevant fortement le taux d'escompte. C'était la première manifestation, fondamentale et innovatrice, de cette stratégie "contre le vent", consistant à relâcher la sévérité du Fed quand la croissance ralentit et à la resserrer quand la croissance s'emballe, pour laquelle David Jones décrit Martin comme "un maître absolu dans l'art de gérer une banque centrale"<sup>33</sup>.

Avant Nixon, le président Johnson avait lui aussi vigoureusement pris à partie la politique restrictive du Fed. Un jour, il avait invité Martin dans son ranch du Texas à se promener en jeep sur ses terres. Selon plusieurs versions concordantes de l'incident, il gesticulait tout en conduisant, clairement furieux et déterminé, en lui reprochant sa position. Mais Martin ne céda pas. Son boulot, rétorqua-t-il au Président, c'était d'enlever le bol de punch au moment où les festivités - il voulait dire une croissance encore accélérée et d'autant plus dangereuse - sont bien parties. Et il releva les taux, comme il l'avait promis.

Quelqu'un a-t-il jamais vraiment compris l'enjeu ? Lorsqu'il prit son poste - rappelons que c'était en 1951 -, Martin le reconnut dans une interview bien des années plus tard : "[Je] n'étais pas le garçon le plus intelligent du monde, mais, moi, j'ai beaucoup travaillé la question, et je n'ai pas la moindre idée de ce que l'offre de monnaie représente pour vous... Ils (les politiciens de Washington) ne savent pas vraiment, même aujourd'hui, ce qu'est l'offre de monnaie. Ils impriment des chiffres - je ne cherche pas à plaisanter -, mais ce n'est guère plus qu'une superstition."<sup>34</sup> On dirait entendre Nancy Teeters.

### **Vous ne l'emporterez pas avec vous**

A mesure qu'on approche de la période la plus agitée de l'histoire du Fed - l'ère Volcker -, il peut paraître utile de rappeler une formule que les gouverneurs actuels et leurs prédécesseurs, que nous avons rencontrés pour cette enquête, répètent sans se lasser : quiconque entre dans l'univers du Fed doit laisser à la porte toute opinion et idéologie partisans, même si elles coïncident avec celles du président qui vous a nommé.

"Il ne s'agit pas seulement de politique monétaire, mais de la responsabilité assumée par les gouverneurs devant le peuple américain, à savoir la stabilité d'ensemble de l'économie", dit l'un d'eux ; "et c'est ce rôle, cette culture du Fed que l'on assume en devenant gouverneur". La plupart de ceux que nous avons rencontrés ratifient cette observation de Lyle Gramley, ancien gouverneur et actuellement consultant de la *Mortgage Bankers Association* à Washington : "C'est l'institution - le Fed, en l'occurrence - qui fait l'homme."

On peut sans doute en dire autant d'autres institutions, mais observons que les gouverneurs, et notamment les présidents, n'accèdent pas à leur poste par hasard ou en raison de leur passé politique. Voyez le cas de Martin. Son père était un banquier, qui a aidé Wilson dans la création de la Banque en 1913 et a présidé par la suite la Banque de réserve de St. Louis. Le jeune William, après une licence en latin et en anglais obtenue à l'université de Yale, entra bientôt à la St. Louis Bank avec le titre

---

<sup>33</sup> Ibid. Conférence de David Jones le 2 juillet 1998, où il donne une analyse utile de la stratégie de Martin.

<sup>34</sup> Nécrologie du *New York Times*, *op. cit.*

d'inspecteur. En plein milieu de la Grande Dépression, âgé alors de 31 ans, il devint le premier directeur salarié du New York Stock Exchange. Il servit dans l'armée de terre pendant la Seconde guerre mondiale avec le grade de colonel, puis fut président de l'Import-Export Bank et entra aux Finances avant d'être nommé président du Fed par Truman.

Intellectuellement et techniquement armé pour exercer des responsabilités de plus en plus lourdes, il a toujours affronté seul l'un de ses adversaires les plus virulents, le député du Texas Wright Patman, démocrate et populiste, qui occupait la présidence de la Commission bancaire à la Chambre des représentants. Patman accusait de façon répétée Martin d'être entre les mains des banques privées et *accountable* à leur égard. En restant toujours calme, aimable et déterminé dans ses débats avec Patman et avec le Président Johnson, autre politicien démocrate, Martin a fourni un exemple à ses successeurs<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Bery, *op. cit.*, p. 42.

**Question n° 7. Quand Paul Volcker, en plein milieu d'une récession, combattait avec succès une inflation à deux chiffres, quels étaient ses motivations et ses appuis ?**

*"- Le sénateur Donald Riegle : J'estime que le Fed est personnellement tenu de faire face aux dommages causés par la politique de l'argent cher.*

*- M. Volcker : Je ne crois pas que la Réserve fédérale se soit montrée butée sur ce point. Je pense que nous avons un problème très difficile. Evidemment, je serais ravi de voir les taux d'intérêt baisser...*

*- Le sénateur Riegle : C'est à vous de faire quelque chose pour ça. Honnêtement, à mon avis, ce n'est pas comme si vous étiez un spectateur impuissant.*

*- M. Volcker : Ce n'est peut-être pas aussi simple que vous le supposez, sénateur..."*

Cité dans *Les Secrets du temple* de William Greider

## **L'inquisition**

A l'époque où s'échangeaient au Sénat les répliques rapportées ci-dessus - et d'autres phrases du même genre, en 1981 et au début de 1982 -, la conjoncture économique avait mis le pays en ébullition : comment vivre avec des taux d'intérêt élevés, une hausse des prix frisant les 17 % et un niveau de chômage d'environ 11 % ? Le très populaire Président Reagan siégeait à la Maison Blanche, après avoir battu nettement son prédécesseur Jimmy Carter, et le "problème très difficile" évoqué par Volcker n'était rien d'autre que l'une des pires récessions qu'aient connues les Etats-Unis depuis longtemps.

En fait, Volcker était au cœur de la tempête et, comme on l'a vu plus haut, l'objet de nombreuses attaques au Parlement. "Républicains et démocrates, libéraux et conservateurs en profitaient pour dénoncer son caractère dictatorial et le supplier de faire quelque chose... Stoïque, Volcker se dérobaient et esquivaient, répétant sans se lasser les mêmes banalités."<sup>36</sup> Dans un autre débat typique, il concéda que les taux d'intérêt se situaient "extraordinairement haut", et qu'il s'attendait bien à les voir chuter. Oui, bon, mais quand ? lui répétaient des députés en colère. Il écarta la question, répondant calmement qu'il ne pouvait pas en dire plus pour le moment.

Les propos qu'on tenait dans le pays au sujet des agissements du Fed n'étaient pas moins tenaces, et tout sauf bien élevés. Sa politique restrictive de coût élevé de l'argent lui attirait des critiques vigoureuses, incessantes, parfois violentes, surtout de la part des secteurs les plus frappés comme le bâtiment et l'automobile. Il arriva même que sa vie fut menacée, au point qu'il dut accepter - fait sans précédent - une protection rapprochée vingt-quatre heures sur vingt-quatre. Un homme armé, qu'on décrivit comme "dérangé", avait tenté de faire irruption dans le building de Washington, dans l'intention, disait-il, d'attirer l'attention de l'opinion sur les méfaits du Fed. Un proche de Volcker, cité par Greider, estime que toutes ces critiques étaient "réellement abusives" et qu'il ne "les supporta pas sans mal". Si ce fut le cas, le président du Fed - un homme grand et mince, fumant le cigare - n'en laissa jamais rien voir. Nombre d'observateurs, à l'époque, notèrent au contraire son attitude sérieuse, bienveillante, et l'image paternelle qu'il entendait conserver, celle d'un homme qui fait de son mieux pour sa famille - c'est-à-dire pour le peuple américain et pour son économie.

Un de ses problèmes de communication, c'était que peu d'Américains comprenaient la politique qu'il avait inaugurée, avec l'appui total du FOMC : combattre l'inflation non pas par les moyens traditionnels, en manipulant le taux d'escompte et le taux des fonds fédéraux, mais en déterminant et en défendant le montant de l'offre de monnaie, en l'occurrence de M1 (c'est l'un des trois principaux agrégats monétaires, comprenant principalement l'argent liquide et les chèques, sur lesquels le Fed

---

<sup>36</sup> Ibid. Greider, pp. 471-2.

peut exercer une influence directe). Cette nouvelle approche décidée par Volcker, bien que marquée d'un "certain dogmatisme", avait été, à la surprise quasi générale, comprise et partagée par Reagan.

Le Président avait été fortement influencé par Milton Friedman, éminent initiateur de la doctrine monétariste. C'est lui qui avait convaincu Reagan que le meilleur moyen de combattre l'inflation, c'était de ralentir ou de cesser l'émission de monnaie<sup>37</sup>. La stratégie de Washington visait avant tout à corriger la "stagflation" des années 70, ce qui exigeait qu'on s'appuyât sur ce qu'Alan Greenspan, le successeur de Volcker, décrit comme "une révision intellectuelle complète de la pensée et de la politique économique".

Il semble bien que Greenspan, conservateur et républicain à l'époque de Reagan, ait approuvé cette évolution. Si l'on en croit ses déclarations plus récentes, il adhérerait clairement au consensus bi-partisan apparu déjà à la fin des années 70 sous le gouvernement Carter, qui veut que l'inflation détruise des emplois et en tout cas ne sache en créer. "Le monétarisme et les idées nouvelles sur les conséquences des anticipations concernant l'activité et les prix avaient sérieusement ébranlé le keynésianisme traditionnel", rappelle Greenspan<sup>38</sup>. C'en était en quelque sorte l'antidote. Mais Volcker était convaincu d'avance.

### **L'éducation de Volcker**

Paul Volcker a rédigé un essai important sur l'histoire du Fed après la Seconde guerre mondiale, alors qu'il était encore étudiant de premier cycle en économie à l'université de Princeton. Ses recherches l'avaient conduit à constater que, depuis la fin de la guerre, la banque centrale avait perdu la capacité d'influer significativement sur la circulation de la monnaie et sur le crédit. Il fallait donc, concluait-il, rétablir la discipline de la monnaie, sinon le pays allait connaître l'inflation en permanence. Volcker, fils d'un haut fonctionnaire municipal d'une petite ville du New Jersey, était par ailleurs fermement partisan de séparer les affaires de l'Etat de la politique politicienne, et jugeait indispensable que les hauts fonctionnaires se dévouent au service public.

Ses idées et son expérience ont été sévèrement mises à l'épreuve au fil des ans. Il avait retenu l'attention de l'opinion dès le début des années 70, d'abord comme responsable de la politique monétaire au ministère des Finances, et, quelques années plus tard, comme président du New York Fed. En 1973, alors que Nixon avait levé le contrôle des prix et renonçait à stabiliser le cours du dollar, éclatait la première crise pétrolière : les pays exportateurs, groupés dans l'Opep, décidaient de bloquer les livraisons de brut et en quadruplaient le prix. D'un seul coup, l'inflation bondit d'un peu moins de 9 % à plus de 12 %. Volcker, avec une minorité de membres du FOMC, plaida pour des contre-mesures, mais en vain. Bien que la récession qui s'ensuivit dès 1975 eût ramené ensuite le taux d'inflation moyen en dessous de 5 %, le problème de fond, dans son esprit, n'était toujours pas résolu.

En 1978, un an avant que le Sénat n'approuve sa nomination à la tête du Fed à Washington, Volcker mettait Carter en garde contre les "incertitudes", et préconisait une politique plus ferme contre le risque d'inflation. Moins d'un an après, l'Opep doublait encore le prix du pétrole, et Volcker plaidait de nouveau pour des mesures anti-inflationnistes encore plus sévères. Cette fois, il avait l'approbation des principaux économistes, à la Maison Blanche et dans tout le pays. Lorsqu'il apparut clairement, en 1979, que Carter voulait mettre Volcker à la tête du Fed, les marchés d'actions et d'obligations s'emballèrent, et il n'en fallut pas plus pour qu'on dénonce en lui "le candidat de Wall Street". Une fois en place, Volcker s'en tint à la méthode monétariste - fixer et contrôler rigoureusement l'offre de monnaie - en rupture avec la façon dont le Fed, traditionnellement, avait combattu l'inflation. L'ouvrage

---

<sup>37</sup> On trouve un bon exposé du monétarisme dans Christian de Boissieu, *Monnaie et économie : chronique de politique monétaire Etats-Unis-France*, Paris, Economica, 1998, pp. 17 à 29.

<sup>38</sup> Discours de Greenspan, *op. cit.*, 5 décembre 1996.

de Greider abonde en révélations sur cette période, et explique pourquoi les monétaristes de chez Reagan refusaient de croire que Volcker s'était sincèrement converti à leur doctrine<sup>39</sup>.

Ce que Greider rapporte de David Stockman, le directeur du Budget de Reagan, est intéressant, parce que cela illustre ce point assez surprenant. Il semble que Reagan comprenait ce que faisait Volcker mieux que la plupart de ses conseillers, lesquels ne cessaient de tirer sur le président du Fed. "Il (le Président) prenait une feuille de papier et traçait la courbe de l'émission monétaire depuis les années 60. Il y avait une chose dont il était sûr au sujet du Fed, et dont il ne se départit jamais : l'offre de monnaie explosait à chaque année électorale, inondant d'argent l'économie ; ensuite, après l'élection, le Fed resserrait les cordons, et on entrait en récession", raconte Stockman. C'est ainsi, d'après lui, que Reagan comprenait le processus.

L'ex-gouverneur Lyle Gramley, qui était en poste à l'époque, est persuadé que le soutien apporté par Reagan à Volcker pour sa croisade anti-inflation fut décisif. "Si le Président ne s'était pas tenu derrière Volcker durant cette période, les choses auraient pu tourner autrement", m'a-t-il déclaré lors d'une interview. "Il savait bien que cela (l'inflation) n'est pas une bonne chose, et c'est pourquoi il a soutenu le président du Fed à un moment très critique"<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> Greider, *op. cit.* Voir le chapitre "Deux pilotes pour une voiture".

<sup>40</sup> Interview à Washington le 16 octobre 1998.

**Question n° 8.**  
?

**Pourquoi et comment Alan Greenspan est-il resté si populaire**

*"Alan Greenspan le visionnaire : un gourou improbable"*

Business Week, 31 août 1998

Ce titre mis par le magazine *Business Week* en tête d'un portrait révélateur soulignait un fait que peu d'Américains moyens, et même peu de parlementaires, avaient perçu: le sombre et incollable président du Fed était en train de se convertir. De pourfendeur de l'inflation qu'il était, il se faisait le partisan de l'investissement dans les nouvelles technologies, persuadé que, en les pratiquant avec vigueur et à grande échelle, l'économie américaine pourrait croître plus vite et plus longtemps, avec un risque d'inflation réduit. Son legs majeur, selon le journaliste, serait "une économie à forte croissance et à faible inflation"<sup>41</sup>.

**Où est passée l'inflation ?**

S'il faut créditer quelqu'un d'avoir débarrassé l'économie américaine de l'inflation, peu de gens en disconvieraient aujourd'hui, ce serait bien Paul Volcker. D'autres ont joué aussi un rôle important, dans les gouvernements Reagan et Bush, ou dans les entreprises qui ont poursuivi un puissant effort de restructuration. Et même si les prévisions concernant l'inflation aux Etats-Unis ne dépassent pas 1,2 % pour 1999 et 1,8 % pour l'an 2000, c'est encore sur des rumeurs émanant du FOMC à l'intention des marchés, et selon lesquelles une hausse des taux d'intérêt se préparait en réponse à ce que des "dirigeants de la Réserve fédérale" décrivaient comme des "pressions inflationnistes"<sup>42</sup>, que l'on a pu constater au printemps 1998 des baisses brutales sur les marchés boursiers du monde entier.

Comme on le sait, il n'y a pas eu de hausse des taux l'été 1998 ; et même, dans les mois suivants, le FOMC a procédé à plusieurs baisses successives. Mais il faut noter qu'au Fed les opinions étaient partagées, tant vis-à-vis de Greenspan et des gouverneurs qui le soutiennent que de la Maison Blanche et des parlementaires. Au printemps encore, le clan anti-inflation du FOMC affirmait l'urgence d'une reprise en mains, en faisant état du récent gonflement de l'offre de monnaie, de la pénurie de main-d'œuvre observée dans tout le pays et du rythme soutenu de l'expansion. Si l'on ne fait rien, avertissaient-ils, l'inflation pourrait revenir en force.

Les dissidents, comme on les appelle, ne sont qu'une poignée au FOMC, tous disciples de la théorie monétariste. Ils se sont opposés ouvertement à Greenspan en mai dernier, à l'occasion d'un vote sur les taux. "J'étais très à l'aise en disant ce que je pense et en votant pour ce que j'estime le meilleur", c'est-à-dire pour un relèvement des taux, a dit dans une interview William Poole, président du St. Louis Fed. Avec Jerry Jordan, président du Cleveland Fed et autre "dissident" titulaire du droit de vote au FOMC, ils étaient au moins deux à incarner ouvertement ce que beaucoup voient comme une "renaissance du monétarisme"<sup>43</sup>.

Deux raisons expliquent qu'ils n'aient pas réussi à convaincre les autres membres du FOMC : une conjoncture toujours bonne et le sens des responsabilités de Greenspan. Dans un discours réfléchi, visionnaire, prononcé à Berkeley en septembre, celui-ci concédait d'entrée de jeu que, au début de l'été, il pensait effectivement "qu'une reprise de l'inflation était la menace principale pesant sur la poursuite de l'expansion économique" ; mais que, depuis, ce risque avait été "compensé". A l'avenir, disait-il, le FOMC devrait veiller à évaluer soigneusement "les ramifications potentielles des

---

<sup>41</sup> *Business Week*, 31 août 1998, p. 31.

<sup>42</sup> Rapport semestriel de l'OCDE, Paris, novembre 1998.

<sup>43</sup> *Business Week*, 27 juillet 1998.

développements en cours", attaquant ainsi le sujet central de son discours, à savoir : sommes-nous en présence d'une nouvelle économie<sup>44</sup> ?

Dans tout ce discours, la phrase qui a retenu le plus l'attention des médias et des marchés est celle-ci : "Il n'est pas pensable que les Etats-Unis puissent rester impassiblement une oasis de prospérité dans un monde qui éprouverait une tension toujours plus grande." C'était une allusion transparente aux crises financières et aux menaces qu'on voyait monter en Asie, en Russie et en Amérique latine ; et cela laissait entrevoir la perspective d'une politique monétaire du Fed plus ouverte. Mais ce n'était pas le thème principal de Greenspan ; son sujet, c'était le positionnement de l'économie américaine pour le siècle prochain.

La proposition qu'il avance est complexe, peu claire et pas précisément destinée aux gros titres : "Mon expérience, pour avoir observé jour après jour l'économie américaine depuis un demi-siècle, me dit que l'avenir auquel on peut s'attendre repose pour l'essentiel, voire encore davantage, sur la poursuite du passé." Autrement dit, à l'hypothèse très controversée d'une nouvelle économie, sa réponse est négative. "Comme par le passé, notre économie avancée est mue en premier lieu par la façon dont les hommes, avec leur psychologie, conçoivent le système de valeurs qui inspire une économie de marché concurrentielle. Et ce processus est lié inextricablement à la nature humaine, qui est par essence immuable et ancre par conséquent l'avenir dans le passé."

Conclusion ? Remarquant que les sept années écoulées ont offert "l'une des meilleures performances économiques de notre histoire", il prédit que seule "l'inexorable fuite du temps" apportera une réponse, et que chaque nouvelle génération de dirigeants devra "débattre périodiquement pour savoir si nous sommes dans une nouvelle économie."

### Décodage de l'icône

C'était en juillet 1987. Greenspan subissait son examen de passage pour la confirmation de son mandat. Le sénateur William Proxmire du Wisconsin, démocrate libéral, président de la Commission bancaire du Sénat, qui avait voté contre Greenspan en 1974 lorsqu'il fut nommé président du Comité des conseillers économiques du Président, lui demanda d'un ton sceptique : "Seriez-vous capable de dire non au Président et au Congrès ?" Réponse de Greenspan : "Certainement. Je m'appête à prêter serment, et je prends cela très au sérieux... En matière de monnaie, je ne serais pas crédible si j'adoptais des positions en contradiction avec la conjoncture et avec le marché." Quelques mois après avoir prêté serment, on lui demanda pourquoi, quand on l'interroge, ses réponses paraissent si souvent évasives, obscures, et pourquoi il parle si souvent en grommelant. Il répondit avec esprit : "Depuis que je dirige une banque centrale, j'ai appris à grommeler avec beaucoup de cohérence. Si je vous parais excessivement clair, c'est que vous avez mal compris ce que je voulais dire."<sup>45</sup>

Une foule de gens ont essayé en vain de comprendre ce qu'il veut dire lorsqu'il parle en public. Tel est le président du Fed, économiste républicain, célèbre dans tout le pays et considéré par beaucoup comme la personnalité la plus puissante des Etats-Unis après le Président. Il a maintenant 72 ans, et son troisième mandat le conduira jusqu'à l'an 2000. On a tout dit de lui, que c'est un visionnaire, un gourou pour le pays, un génie, voire une icône - bref, quelqu'un d'assez insondable. Dans un livre excellent sur les premières années de la présidence Clinton, Bob Woodward le décrit ainsi : "Vêtu comme un intellectuel des années 50, il marche lentement, un peu penché, l'air calme, parfois ténébreux. Il s'exprime d'un ton monotone et las, avec une précision excessivement abstraite, portant le *Fedspeak* - comme on appelle souvent le jargon de la Federal Reserve - à un niveau supérieur et bien particulier : le *Greenspanspeak*."<sup>46</sup>

---

<sup>44</sup> Discours de Greenspan à l'université de Californie, Berkeley, 4 septembre 1998.

<sup>45</sup> Stephen Bekner et John Wiley, *Back from the Brink : The Greenspan Years*, New York, 1996, pp. 18 et 27.

<sup>46</sup> Woodward, *Op. cit.*, p. 64.

Bref, écrivains et journalistes, tous sont d'accord pour constater que Greenspan n'est pas un personnage facile à déchiffrer. Comme le note Richard Stevenson, qui suit le Fed pour le New York Times : "Il est rare qu'il réponde directement aux questions. Les économistes, les investisseurs et les politiciens cherchent à percer ses intentions depuis le moment où il a été nommé" (par le Président Reagan en 1987, pour succéder à Volcker). C'est sans doute vrai, mais, en examinant ses discours et ses dépositions au Parlement, on peut dégager cependant beaucoup d'arrière-plans instructifs sur son comportement et son sens des responsabilités.

Avec John Berry, du Washington Post, Stevenson fait partie de ce petit groupe de journalistes très compétents qui s'occupent du Fed. Il décrivait récemment la méthode Greenspan comme "féroce et intellectuelle et impartiale. Il ne se rend pas souvent dans les usines ou les fast-food, et, si l'on excepte quelques rencontres occasionnelles avec des dirigeants syndicaux, ne voit pratiquement personne, semble-t-il, en dehors des élites de l'Etat, de la science économique, des affaires ou de la finance... Grâce à ses capacités personnelles à recueillir l'information, il a toujours pu se passer de recourir à un quelconque modèle prévisionnel, ou à une approche canonique de la politique monétaire."<sup>47</sup> Il épatait Margaret Thatcher par sa connaissance approfondie de l'économie américaine ; on raconte que, lors d'une réunion, le Premier ministre apostropha méchamment Robin Leigh-Pemberton, alors gouverneur de la Banque d'Angleterre - quel dommage, lui glissa-t-elle, que vous ne soyez pas aussi bien informé de ce qui se passe dans l'économie britannique.

### **Des chiffres, du tennis et l'inflation**

Alan Greenspan est le fils d'un agent de change de New York, où il a été élevé. Enfant, il était timide et déjà très doué pour les chiffres : à cinq ans, il pouvait additionner de tête des nombres de trois chiffres<sup>48</sup>, talent qui devait se révéler très utile par la suite. Il joue de la clarinette jazz et du saxo ténor ; il a même fait partie un an d'un orchestre swing - avec cependant moins de talent pour improviser que pour lire une partition. Il a aussi appris dans sa jeunesse à jouer au tennis, ce qui constitue un atout non négligeable quand on commence à fréquenter les milieux influents de Washington.

Une fois obtenu son diplôme d'économie, avec mention à l'université de New York, il abandonna temporairement ses études de doctorat à Columbia au début des années 50 pour lancer une entreprise de conseil en économie (il ne devait décrocher son diplôme de doctorat que vingt ans plus tard). Ses idées sur la philosophie de l'économie ont été fortement influencées par Ayn Rand, une intellectuelle et écrivain d'origine russe, très attachée à la forme étroitement intéressée du capitalisme et convaincue du rôle indispensable et prédominant de l'entreprise privée. Son influence a développé chez Greenspan "une aversion quasi viscérale de l'inflation"<sup>49</sup>.

Il n'est pas étonnant qu'il se soit senti fort à l'aise dans les milieux républicains. En 1968, Richard Nixon, alors présidentiable, l'embauche comme directeur de recherche sur l'économie intérieure, choix décisif qui allait ouvrir à Greenspan l'accès au pouvoir dans la capitale fédérale. En 1974, le Président Nixon le nomme à la tête du Conseil des conseillers économiques, poste ministériel qu'il appréciait fort pour l'influence qu'il donne - sans compter que son tennis, bien amélioré, lui ouvrait régulièrement les courts de la Maison Blanche. Un autre grand amateur de tennis, le Président républicain George Bush, renouvelait son mandat pour quatre ans en 1991. Bientôt, enfin, l'amateur de musique rock et de fast food, qui avait battu Bush et lui avait succédé l'année suivante, Bill Clinton, allait s'entendre avec le taciturne et courtois président du Fed sur la question clé, restée alors sans réponse : s'agissant de la politique monétaire et budgétaire, à qui allaient-ils l'un et l'autre devoir rendre des comptes ?

---

<sup>47</sup> Richard Stevenson, "Safeguarding a Boom and a Legacy", *International Herald Tribune*, 17 novembre 1998.

<sup>48</sup> A Profile of Federal Reserve Chairman Alan Greenspan, par David M. Jones, 23 juillet 1998.

<sup>49</sup> Bekner, *op. cit.*, p. 84.

## Faire la paix et réduire le déficit

A la question n° 4, nous avons brièvement relaté la réunion que le gouvernement Clinton en préparation avait tenue à Little Rock, et sa conception de la politique économique. C'était justement avant l'accession de Clinton au pouvoir en janvier 1993. En décidant finalement de s'entendre avec le Fed et le marché des obligations au sujet de l'énorme et dangereux déficit du budget fédéral, Clinton mit fin à un conflit intense, aigu et public, qui s'était élevé au sujet de la politique monétaire entre Greenspan et plusieurs conseillers de la Maison Blanche, notamment le ministre des Finances de Bush, Nicholas Brady, anciennement patron d'une banque d'affaires de Wall Street. L'ouvrage de Becker donne sans doute le meilleur récit de cette période. Cela ne se passa pas sans peine - au point que Brady et Greenspan renoncèrent à leur tradition de prendre le petit-déjeuner ensemble une fois par semaine. Brady avait accusé ouvertement et durement Greenspan d'avoir mené, avec le soutien du FOMC, une politique monétaire trop restrictive, et d'avoir causé ainsi l'échec de Bush à l'élection présidentielle de 1992.

Clinton était décidé à éviter de pareils conflits et à tenir ses engagements électoraux ; Greenspan, lui, était convaincu que les taux d'intérêt à court terme étaient à un niveau convenable, mais que les taux à long terme étaient bien trop élevés. Ils se rencontrèrent pour la première fois à Little Rock, le 3 décembre 1992. Une excellente description de cette réunion et des relations qu'ils eurent par la suite se trouve dans le livre de Woodward. Elle montre combien leurs idées étaient proches, et commun leur sens des responsabilités. "Il n'était plus possible de distinguer Alan Greenspan de Bill Clinton au premier coup d'œil. Greenspan estimait même que les projets gouvernementaux de Clinton ressemblaient à ceux que le Président Ford soutenait dans sa plate-forme électorale en 1976."<sup>50</sup>

Après la réunion, Clinton aurait confié à son vice-président, Al Gore, qu'il était possible de s'entendre avec le président du Fed, dont le mandat s'étendait jusqu'en 1995. Le 17 février, lorsque le Président Clinton prononça devant le Congrès son discours sur l'Etat de l'Union, Greenspan, à sa grande surprise, disposait d'un siège réservé bien en évidence entre les épouses des deux leaders de la Maison Blanche. Le geste fit figure d'événement parmi les journalistes de Washington, ce qui n'était pas pour déplaire à Greenspan. Les relations entre la Maison Blanche et le Fed évoluaient rapidement - dans le bon sens.

Aujourd'hui, le déficit fédéral est maîtrisé, la politique monétaire donne satisfaction aux marchés, c'est le moins qu'on puisse dire, l'économie, de plus, est en pleine expansion et l'inflation et le chômage au plus bas. Il n'est pas étonnant qu'on en crédite largement Greenspan, en même temps que le gouvernement Clinton. Il y a eu néanmoins - et il y a encore - de vifs sujets de désaccords entre Greenspan et le ministre des Finances Rubin. Le débat porte notamment sur la réglementation des banques ; il s'agit de savoir qui, de la Réserve Fédérale ou des Finances, aura le rôle principal. Mais les deux dirigeants se rencontrent toujours régulièrement pour un petit-déjeuner de travail, et, une fois par mois, les membres du FOMC, y compris parfois Greenspan, déjeunent avec Janet Yellen, un ancien gouverneur du Fed, actuellement présidente du *Council of economic advisers*. Ces réunions sont informelles, généralement sans ordre du jour, mais on y parle couramment des problèmes d'actualité délicats - perspectives de croissance et d'inflation, disponibilité du crédit ou gestion de l'aide à LTMC par exemple. "Personne ne divulgue ses secrets, mais c'est une occasion pour nous de parler de tout, à la seule exception de la politique monétaire qui reste le domaine réservé du Fed", raconte un participant à ces réunions.

En dépit du secret maintenu par le Fed sur ses projets monétaires, et malgré les velléités de réforme fréquentes et discrètes d'une poignée de parlementaires, il convient d'observer que ni la Maison Blanche ni la majorité républicaine n'ont élevé pratiquement la moindre critique contre le Fed, lorsque Greenspan, dans les débuts de son mandat, a abandonné la méthode Volcker pour s'en tenir à la gestion des grands agrégats monétaires. Il est revenu ainsi à une conception plus traditionnelle, plus

---

<sup>50</sup> Woodward, *op. cit.*, p. 71.

large de la performance économique, en la mesurant au travers des carnets de commandes, de la production, de l'emploi, des salaires, des prix aussi bien que de l'offre de monnaie. "Il n'existe pas, on peut le regretter, un modèle simple de l'économie américaine qui puisse rendre compte valablement des niveaux de la production, de l'emploi et de l'inflation... Malheureusement, les tendances de l'offre de monnaie sont sorties de la route depuis déjà plusieurs années", a déclaré Greenspan plus récemment<sup>51</sup>.

Il est clair, même aux yeux de ses critiques de gauche et peut-être des monétaristes, que le Fed, et notamment son président, sont désormais à la recherche de quelque chose comme une croissance équilibrée de l'économie américaine, mais sans avoir de consignes spécifiques dictées par la législation. Greenspan lui-même dit toujours que sa mission numéro un est de rester le responsable de la politique monétaire devant la nation, dans le cadre des objectifs énumérés par la loi Humphrey-Hawkins. En de rares occasions, il ouvre son cœur. "J'aimerais pouvoir dire qu'il y a sur mon bureau un volume relié contenant des instructions immuables sur la politique à mener pour atteindre nos objectifs... Mais nous avons affaire à une économie dynamique, en constante évolution, dont les structures se modifient avec chaque cycle conjoncturel..."<sup>52</sup>

Comment se fait-il que Greenspan semble si performant tout en satisfaisant - simultanément - à ses responsabilités envers le Congrès, les marchés, la Maison Blanche et les médias ? J'ai posé la question à Leon Panetta, qui était présent à la réunion historique de Little Rock, est devenu plus tard directeur de l'*Office of Management and Budget*, puis chef de cabinet de la Maison Blanche jusqu'à l'an passé, et qui a constamment eu affaire à Greenspan pendant des années. "Le fond du problème, c'est qu'un président du Fed, pour réussir, doit être un bon homme politique, et Alan Greenspan est un bon homme politique. Pour parvenir à ce que vous croyez bon, il faut (à Washington) réunir un consensus, et c'est ce qu'il (Greenspan) a su faire. Nous tous (l'entourage de Clinton) avons décidé très vite d'éviter de se confronter avec le Fed, et nous avons ainsi établi de bonnes relations", dit Panetta. Et d'ajouter : "En outre, l'économie se porte bien..."<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup> Discours Greenspan du 6 décembre 1996, *op.cit.*

<sup>52</sup> *Ibid.*

<sup>53</sup> Interview à Paris le 25 mai 1998.

**Question n° 9. Quel est le rôle dévolu aux médias dans la conception qu'a le Fed de ses responsabilités ?**

*"On fait beaucoup de battage à notre sujet, souvent complètement faux ; et, pourtant, nous pensons être le système le plus ouvert du monde..."*

Un haut fonctionnaire du Fed

**Qu'en est-il exactement ?**

L'univers médiatique ne se contente pas de rendre compte des décisions du Fed et des déclarations de Greenspan quand elles se produisent, mais consacre beaucoup de temps et d'énergie à analyser et commenter ces événements avant - et après - qu'ils se soient produits. De nombreux acteurs interviennent, qui entretiennent des relations triangulaires tendues : les médias, les gouverneurs du Fed, enfin les responsables du Fed chargés de la communication.

Dans ce contexte, toutefois, les médias font figure de nouveaux venus. C'est au cours des dix dernières années que leur rôle s'est affirmé, en raison de l'intérêt toujours plus grand porté par l'opinion publique à l'économie et aux marchés. De fait, ils sont devenus un intermédiaire actif, essentiel, entre le Fed, l'Amérique profonde et Wall Street - avec des résultats discutables, comme en témoigne la plainte ci-dessus, émanant d'un responsable de la communication de la Réserve fédérale.

Dans cette déclaration, récente, il y a une part de vérité et une part d'exagération. De même, dans les avis recueillis auprès de journalistes et d'analystes suivant en permanence le Fed pour la presse écrite et audiovisuelle. Cela va d'agences comme Bloomberg, Dow Jones, Market News et Reuters à des chaînes de télévision comme CNN et CNBC et à des journaux comme le Wall Street Journal, le New York Times et le Washington Post, qui ont tous au moins un reporter attaché en permanence au Fed. La concurrence entre eux est féroce, notamment à Washington, et éclate chaque fois que le Fed est censé préparer l'annonce d'une modification des taux. Cela conduit parfois, on le comprend, à des erreurs ou à des récits gonflés - ce qu'on appelle du *hype* (battage) dans la profession médiatique.

Certains reporters de la presse écrite, peut-être injustement, soupçonnent les agences de presse de ne pas se contenter de rapporter les informations pertinentes sur les variations de taux, mais de monnayer leur influence sur les marchés. Qui a raison ?

Le 27 avril 1998, le Wall Street Journal publiait un article exclusif, citant "des responsables de la Réserve fédérale", et selon lequel le FOMC avait "pris le parti" de relever les taux d'intérêt à sa réunion du 31 mars. Comme tout le monde savait, dans les médias et sur les marchés, que le compte rendu de la réunion de mars du FOMC ne serait pas publié avant huit semaines au moins (il le fut le 21 mai), et comme le Fed refusait de confirmer ou de démentir l'article, la réaction fut immédiate. Dès le lendemain, on lisait dans le monde entier des articles à la Une des journaux annonçant, en s'appuyant sur la relation du Wall Street Journal, une chute des cours sur les principales Bourses, une hausse des taux d'intérêt, une baisse des obligations, le tout accompagné des inévitables commentaires des *traders* et des analystes. Certains restèrent sceptiques, soulignant que "prendre un parti", ce n'est pas prendre une décision ; un économiste renommé, au moins, prédit que le FOMC ne bougerait pas, bien qu'effectivement il y eut beaucoup de raisons - partagées par Greenspan, on l'a vu - de craindre une reprise de l'inflation, ce qui donnait du poids à l'article<sup>54</sup>.

---

<sup>54</sup> "Hint of Rise in U.S. Rates Hits Stocks Worldwide", *International Herald Tribune*, 28 avril 1998.

Ceux qui suivaient cette affaire en dehors du Fed durent attendre la publication des seize pages rendant compte de la réunion de mars pour comprendre que c'était cet économiste qui avait raison. Le FOMC estimait à l'unanimité moins une voix, celle du gouverneur Jordan votant contre, que "un taux quelque peu majoré de fonds fédéraux, ou un taux légèrement plus bas, pourraient être acceptables..."<sup>55</sup>. On sait aujourd'hui que, en réalité, les taux furent abaissés trois fois dans les mois qui suivirent, et que la question allait certainement rester ouverte par la suite. La fuite - délibérée - accordée au Wall Street Journal met en relief deux points importants, souvent négligés par ceux qui couvrent le Fed au quotidien : d'abord, que la stratégie de communication à Washington tend à se concentrer sur un nombre relativement faible d'informations ; ensuite, que le Fed, en dépit des récriminations des journalistes, est en fait très ouvert si on le compare aux autres agences fédérales et surtout à presque toutes les banques centrales européennes, à l'exception de la Banque d'Angleterre.

Greenspan mène depuis cinq ans une croisade pour la transparence ; c'est lui qui a instauré la tradition de publier un résumé détaillé des comptes rendus dans un délai de six à huit semaines suivant les réunions régulières. Les comptes rendus eux-mêmes sont normalement mis à la disposition des médias et du public, et, de l'aveu de ceux qui ont pu les comparer avec les procès-verbaux intégraux, publiés normalement après un délai de cinq ans, ils sont très proches de l'information qu'on y trouve : noms des personnes présentes, analyse détaillée de la conjoncture, décisions prises et recension précise des votes de chaque gouverneur. Les votes contre sont normalement argumentés, et l'opinion des dissidents citée. Tout cela est important et apporte une grande amélioration aux pratiques antérieures, mais ce n'est que la partie émergée de l'iceberg, car, comme l'explique Greenspan : il reste "certains domaines dans lesquels une divulgation prématurée de l'information risquerait de contrecarrer notre mission légale... Ouvrir totalement et immédiatement au public nos débats sur la politique monétaire troublerait les marchés financiers, et pèserait sur nos discussions au risque de restreindre notre capacité d'agir."<sup>56</sup>

Les comptes rendus des réunions du FOMC, ainsi que les auditions des gouverneurs au Parlement - chacun d'eux s'y rend trente à quarante fois par an - sont régulièrement retransmis en direct par la chaîne de télévision C-Span, et apportent ainsi une masse d'informations. Les prises de parole, notamment celles du président, comme on l'a vu, suscitent toujours une considérable attention des médias. Certaines réunions à Washington du Conseil des gouverneurs du Fed sont ouvertes au public, sauf toutefois celles portant sur les questions monétaires. Les réunions traitant par exemple de la réglementation bancaire sont suivies par les *lobbyistes* et par une poignée de journalistes, variant selon le sujet en discussion.

Si Greenspan évite de donner des conférences de presse et des rendez-vous réguliers au corps constitué des journalistes de Washington, il s'entretient souvent avec des reporters et des éditorialistes qu'il connaît, pour leur information, mais sans être cité. "Comparé aux autres branches du gouvernement dont je m'occupe, le Fed n'est pas réellement ouvert", estime un reporter très connu et aguerri de la télévision nationale. Et il ajoute : "Personne ou presque" ne prête attention aux dépositions de Greenspan et des autres gouverneurs devant le Congrès. En fait, pour la plupart des articles ou des émissions portant sur l'activité du Fed, l'essentiel du contenu rapporte les réactions et les analyses de *traders*, de banquiers ou d'économistes, plus rarement celles d'anciens gouverneurs du Fed, dont beaucoup n'en savent guère plus que les journalistes sur les vraies questions, sauf à y apporter une plus grande expérience.

Cette conception plutôt restrictive de la communication peut expliquer certaines des plaintes - pas toutes, évidemment - formulées par les responsables du Fed à propos des journalistes auxquels ils ont affaire. On leur reproche d'être souvent inexpérimentés, trop jeunes, avides surtout de petites histoires, et d'alimenter le battage, la spéculation et les inexactitudes dont il a été question plus haut. Ce qui est

---

<sup>55</sup> Compte rendu de la réunion du FOMC, Federal Reserve Board, Washington, 21 mai 1998.

<sup>56</sup> Discours Greenspan du 5 décembre 1996, *op. cit.*

inévitable dans cette stratégie de communication, c'est ce qu'on appelle le problème des délais, s'agissant notamment des informations sur la politique monétaire et de leur influence sur les économies de l'Amérique et du monde entier. Et pour une bonne raison, c'est qu'il faut attendre entre un et deux ans avant qu'un changement de politique significatif ne fasse son chemin dans le système. Voici ce qu'il en est dit en *Greenspan speak* : "parce que la politique monétaire n'agit qu'après un certain temps, il nous faut regarder très en avant, et agir sans attendre pour anticiper des déséquilibres qui ne se révéleront peut-être pas avant plusieurs mois."<sup>57</sup>

---

<sup>57</sup> Ibid.

**Question n° 10. Quelles leçons les démocraties autres que les Etats-Unis peuvent-elles tirer du Fed ?**

*"On se souviendra peut-être de 1998 comme de l'année où le pouvoir des banquiers centraux a atteint son apogée. A eux de bien profiter de cet instant glorieux : il ne durera pas."*

*The Economist*

Voilà un article de réflexion sur l'avenir des banques centrales qui mérite d'être lu<sup>58</sup>. Il avance la thèse que le pouvoir et la gloire des banques centrales sont en recul, et pose une question provocante, troublante : l'Occident ne se porterait-il pas mieux sans elles ? D'après l'auteur, la réponse pourrait être un "oui" bien tempéré. Il note que, en 1900, seulement dix-huit pays possédaient une banque centrale, contre cent soixante-douze aujourd'hui. Et il adresse à celles-ci (sans les identifier nommément) trois grandes critiques, qui pourraient annoncer leur mort :

- . Les banques centrales se préoccupent trop étroitement de lutter contre l'inflation, en ne s'intéressant qu'à la stabilité des prix, et pas assez à la croissance et à l'emploi.
- . Les banques centrales manquent de transparence et d'*accountability*, ce qui risque d'en faire des boucs émissaires lors des crises économiques à venir.
- . En mesurant l'inflation, les banques centrales ne prêtent pas suffisamment attention aux cours des valeurs mobilières, qui, par tradition, ne font pas partie des indices de prix.

L'objectif principal de ce rapport était d'expliquer l'*accountability* du Fed, non de le comparer aux autres banques centrales, encore moins de plaider pour un système privatisé plus libre, comme le suggère parfois *The Economist*. En réponse aux questions soulevées par l'examen du rôle historique joué par le Fed et de ses responsabilités, et, indirectement, en réponse à celles que pose *The Economist*, on peut juger utile de résumer maintenant les principaux résultats dégagés par le présent rapport.

1. L'établissement du Fed, par opposition à la naissance relativement récente de la BCE, résulte d'un processus long et controversé, remontant aux premiers jours de la création des Etats-Unis. Le débat entre les politiciens, modernes et pragmatiques, et les législateurs, populistes et traditionnalistes, sur le Fed et ses façons d'agir est pratiquement éteint au niveau national, mais mijote toujours à petit feu. Bien que minoritaires, les populistes ont néanmoins obtenu d'importantes réformes, qui font exception dans l'environnement politique américain.

2. Par contraste, là encore, avec l'expérience de l'Europe et de la BCE, le Fed est une créature du Congrès. En tant que gardien de la volonté du peuple américain, celui-ci conserve constitutionnellement le droit d'abroger la législation fondatrice du Fed. Cela explique qu'il exerce son contrôle à travers des auditions publiques réglementaires et des audits réguliers. Pour autant, le Congrès veut que le Fed reste indépendant du gouvernement et d'autres pressions politiques directes, ce qui explique les mécanismes d'équilibrage (*checks and balances*) inscrits dans la structure de la Réserve Fédérale.

3. Indépendance et *accountability* sont deux notions liées entre elles, mais distinctes. Elles incarnent une volonté d'équilibrer les responsabilités, émanant du Congrès et acceptée par la majorité. Après huit années d'une croissance économique régulière, cette conception n'est plus mise en question. Si l'on se souvient cependant de l'ère Volcker, il est évident que, en cas de retour de la récession et/ou de l'inflation, le système pourrait connaître de nouveau des bouleversements considérables.

---

<sup>58</sup> "The Central Banker as a God", *The Economist*, 14 novembre 1998, pp. 21- 28.

4. Le sens des responsabilités du Fed s'exerce bien au-delà des milieux politiques de Washington. Ce serait déformer la réalité que de dire aujourd'hui que, à Washington, on ne comprend rien aux taux d'intérêt, particulièrement depuis l'arrivée de Clinton. Le Fed et le gouvernement sont très conscients du rôle joué par les marchés, et de leurs exigences ; dans la mission des gouverneurs figure le maintien de contacts avec les principaux acteurs des milieux d'affaires dans le pays.

5. Le président du Fed et les gouverneurs ont pour mission essentielle de défendre vigoureusement, intrépidement le mandat donné à leur banque, même s'ils ne sont pas toujours d'accord entre eux sur la politique à suivre. Le plus souvent, c'est la Maison Blanche qu'ils ont eue comme adversaire, notamment dans les périodes difficiles comme les années 80. Même dans les circonstances actuelles, Greenspan et Rubin ont de sérieuses divergences sur les problèmes de la réglementation bancaire. Les rôles différents assignés à chacun expliquent pourquoi il n'y a pratiquement personne pour proposer le retour du ministre des Finances au sein du FOMC.

6. Dans le contexte actuel - économie en pleine expansion et compétence affirmée du Fed en matière de politique monétaire -, aucun signe n'annonce une alternative viable au système en place. Personne, ni au Congrès ni à la Maison Blanche, ne désire assumer les responsabilités du Fed, quoiqu'on en dise sous le manteau. Les critiques les plus acharnées ont consacré la presque totalité de leur énergie à attaquer publiquement les politiques monétaires du Fed, non ses méthodes de travail.

7. La réglementation bancaire et l'exploitation du vaste réseau de paiements du pays sont deux faces souvent méconnues des activités du Fed, et envers lesquelles celui-ci se considère hautement responsable. La multitude d'activités qu'il mène engendre des revenus considérables, qui sont reversés au Trésor. Cela a pour effet non seulement de satisfaire aux besoins financiers du gouvernement, mais d'assurer l'indépendance financière du Fed vis-à-vis du Congrès.

8. Il est une autre dimension, non quantifiable, du sens des responsabilités du Fed, dont il est rarement question dans les propos officiels. C'est le sens du devoir personnel régnant parmi les gouverneurs, devoir de "faire ce qu'il faut" pour l'économie en général, dans l'intérêt finalement du plus grand nombre. C'est ce qu'on a constaté récemment avec la baisse des taux d'intérêt, qui reflétait à la fois une grande préoccupation quant aux incertitudes nouvelles soulevées par la crise asiatique et la nécessité de donner à la politique monétaire une autre priorité que le combat contre l'inflation.

9. Les médias sont devenus désormais un soutien dynamique de l'*accountability* du Fed, à la fois comme courroie de transmission de l'information instantanée et comme support d'analyse et de discussion. Des différends ne cessent cependant d'alimenter le débat sur la façon, bonne ou mauvaise, dont les médias assurent la couverture des opérations du Fed et de leur impact sur l'économie. Le secret des délibérations et l'accès restreint de la majorité des journalistes restent la règle. Il n'en reste pas moins, de l'avis général, que le Fed est sans doute dans le monde la plus transparente et la plus ouverte des banques centrales.

\*

\*

\*

## BIBLIOGRAPHIE

- Beckner, Stephen, *Back From The Brink: The Greenspan Years*, New York, John Wiley, 1996.
- Blinder, Alan S., *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge (Mass.), MIT Press, 1998.
- Bossieu, Christian de, *Monnaie et Economie : Chronique de Politique Monetaire Etats-Unis-France*, Economica, Paris 1998.
- Clifford, Jerome A., *The Independence of the Federal Reserve System*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press, 1965.
- "The Federal Reserve System-Purpose and Functions", Board of Governors, Federal Reserve System, Washington, D.C. 1994.
- "Annual Report : Budget Review" Board of Governors, Federal Reserve System, Washington, D.C. 1998.
- "A Day at the Fed", The Federal Reserve Bank of New York, New York, 1998.
- Greider, William, *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*, New York, Simon & Schuster, 1987.
- Johnson, Roger T., *Historical Beginnings...the Federal Reserve*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, Mass., 1995 .
- Krause, Axel, *Inside the New Europe*, New York, HarperCollins, 1991 ; *La Renaissance : Voyage à L'intérieur de l'Europe*", Paris, Seuil, 1992.
- Randall, William, *Thomas Jefferson-A Life*, New York, Harper Collins Perennial, 1994.
- Woodward, Bob, *The Agenda: Inside the Clinton White House*, New York, Simon & Schuster, 1994.

## PERSONALITES INTERVIEWEES

Abt-Ephraimson, Hans, consultant, Ridgewood, N.J.

Auerbach, Robert, professor, Lyndon B. Johnson School of Public Affairs, the University of Texas at Austin, Tex.

Bakstansky, Peter, senior vice president, Federal Reserve Bank of New York

Beckner, Stephen, senior reporter, Market News Service, Mebane, N.C.

Berry, John, senior reporter, The Washington Post, Washington, D.C.

Blinder, Alan, professor, Princeton University, Princeton, N.J.

Chapman, Irv, senior reporter, Bloomberg News, Washington, D.C.

Fox, Lynn, Director, Public Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.

Frank, Barney, Congressman (D-Mass.) Washington, D.C.

Gramley, Lyle, consulting economist, Mortgage Bankers Association, Washington, D.C.

Hasson, Alberto, Head of Division, Human Resources and Administration, European Commission, Brussels

Johnston, Elizabeth, senior evaluator, GAO, Washington, D.C.

Jones, David, vice chairman, Aubrey G. Lanston & Co., New York

Kelley, Edward, governor, Federal Reserve Board, Washington, D.C.

Kohn, Donald, director, monetary affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.

Kovar, Peter, chief of staff, Congressman Barney Frank, Washington, D.C.

Kubarych, Roger, managing member and chief investment officer, Kaufman & Kubarych Advisors, New York

Lopez, John, senior counsel, subcommittee on domestic and international monetary policy, Committee on Banking and Financial Services, House of Representatives, Washington, D.C.

McLaughlin, James, director, regulatory and trust affairs, American Bankers Association, Washington, D.C.

Paemen, Hugo, Head of Delegation, European Commission, Washington, D.C.

Panetta, Leon, professor, Santa Clara University, California

Pontet, Guy, directeur du cabinet, Governor of the Bank of France, Paris

Rodgers, P.D., secretary, Bank of England, London

Rohatyn, Felix, U.S. ambassador to France, Paris

Winn, Donald, assistant to the Board, Federal Reserve, Washington, D.C.

Yellen, Janet, chair, Council of Economic Advisors, Washington, D.C.