

## **L'histoire de la Fed vue par un monétariste**

Éric MONNET

**L'économiste Allan Meltzer offre une histoire en trois tomes de la Banque centrale des États-Unis, à la fois immense travail d'exhumation de sources nouvelles et second grand manifeste historique du monétarisme.**

Recensés :

- Meltzer Allan H., 2003, *A History of the Federal Reserve*, vol. 1, 1913-1951, Chicago, The University of Chicago Press, 800 p.
- Meltzer Allan H., 2009, *A History of the Federal Reserve*, vol. 2, book 1, 1951-1969, Chicago, The University of Chicago Press, 682 p.
- Meltzer Allan H., 2009, *A History of the Federal Reserve*, vol. 2, book 2, 1970-1986, Chicago, The University of Chicago Press, 629 p.

Peu d'institutions reçoivent autant d'attention que la Banque centrale des États-Unis (ou Système de réserve fédérale, dit « Fed »). Les marchés financiers et la presse économique scrutent la moindre de ses annonces et s'affolent à chaque rumeur la concernant. Les économistes ne cessent de prendre la politique monétaire des États-Unis comme le cadre principal sur lequel fonder leur théorie. Le Congrès convoite parfois son pouvoir, donnant lieu à de virulents débats à l'image de ceux suscités par la proposition récente du Sénateur Dodd de réduire les attributions de la Fed en raison de son incapacité à prévenir la crise financière. La responsabilité de la Fed dans la crise actuelle est en effet discutée : la politique trop laxiste et les vues trop libérales de son ancien gouverneur Alan Greenspan sont mises en accusation. Ce dernier, accusé aujourd'hui de tous les maux, fut pourtant pendant près de vingt ans

considéré par certains comme un « magicien », voire un « gourou », et loué tant par les parlementaires que par les financiers. Son autobiographie, parue en 2007, était autant attendue que celle d'une rock star. Si c'est sans doute un autre sort qui attend l'histoire de cette institution rédigée par Allan Meltzer, il faut pourtant reconnaître l'importance de cet ouvrage qui s'attaque à un mythe de l'histoire économique et politique des États-Unis au XX<sup>e</sup> siècle et en présente une critique souvent féroce.

La parution, fin 2009, du deuxième et dernier volume de *A History of the Federal Reserve*, composé de deux tomes et consacré à la période 1951-1986, est venu clore l'ouvrage le plus complet et le plus volumineux consacré à ce jour à la Banque centrale des États-Unis, et plus largement, à l'histoire d'une Banque centrale. En comptant le premier volume consacré à la période 1913-1951, paru en 2003, on peut donc aujourd'hui considérer cette œuvre dans son ensemble et en saisir toute la cohérence et l'originalité. Il aura fallu quinze années à Allan Meltzer, spécialiste de théorie et de politique monétaire<sup>1</sup>, pour rédiger cette somme, et la collaboration d'une quinzaine de personnes pour lire la masse d'archives nécessaire à sa réalisation. Il en résulte plus de 2 000 pages pleines de détails, d'anecdotes, de chiffres, de graphiques, d'analyses historiques profondes d'une valeur inestimable et sans équivalent pour toute personne s'intéressant à l'histoire et à la théorie monétaire et financière, comme à l'histoire politique des États-Unis.

Ce serait pourtant passer à côté de l'ambition principale d'Allan Meltzer de ne voir dans ces trois tomes qu'une somme historique regorgeant d'informations et d'analyses utiles. Il faut tenir *A History of the Federal Reserve* pour ce qu'elle est : la deuxième grande œuvre historique du monétarisme. La première, *A Monetary History of the United States*, écrite en 1963 par Milton Friedman et Anna Schwartz, a fourni une justification historique aux théories monétaristes de Milton Friedman et de ses disciples. Meltzer n'aurait pas écrit son livre sans ce dernier : il situe à maintes reprises son raisonnement par rapport celui de Friedman et Schwartz, alors qu'il ne fait référence à aucun moment à des ouvrages classiques sur l'histoire d'autres banques centrales, comme ceux de Richard Sayers ou John Clapham pour la Banque

---

<sup>1</sup> Meltzer avait en fait commencé ce projet dès le milieu des années 1960, et ne l'a repris que trente ans plus tard. Entre temps, il est devenu une figure importante du monétarisme en construisant une œuvre prolifique dont les principaux apports théoriques sont regroupés dans Karl Brunner et Allan H. Meltzer, 1993, *Money and the Economy: Issues in Monetary Analysis*, Cambridge. Critique de la politique suivie par la Fed depuis les années 1970, Meltzer a créé en 1973 le Shadow Open Market Committee, qui est chargé de critiquer et faire des propositions différentes de celles adoptées par le Federal Open Market Committee qui prend les décisions de politique monétaire au sein de la Banque centrale.

d'Angleterre ou celui d'Alain Plessis pour la Banque de France sous le Second Empire<sup>2</sup>. En raison de la taille de l'ouvrage, nous ne pouvons ici en présenter un résumé ni offrir une discussion détaillée des thèses avancées par Allan Meltzer au long des trois tomes<sup>3</sup>. Nous nous contenterons d'en esquisser les apports principaux<sup>4</sup> avant de discuter en quoi les convictions monétaristes de l'auteur ont motivé la démarche qui sous-tend l'ouvrage et constituent le cadre des interprétations qu'il fait de l'histoire de la politique monétaire.

### **Une relecture monétariste de l'histoire des États-Unis**

Grâce au dépouillement d'archives en grande partie inédites, *A History of the Federal Reserve* renouvelle et enrichit considérablement la compréhension d'événements majeurs de l'histoire des États-Unis et du monde, en particulier la crise des années 1930, le fonctionnement du système de Bretton Woods, et la « stagflation » des années 1970. En mettant en évidence le passage d'un système de banques régionales semi autonomes à une centralisation accrue sous l'égide de Washington, ainsi que l'évolution des relations entre le gouvernement, le Congrès et la Fed, l'ouvrage de Meltzer permet également d'analyser quelques changements majeurs du fédéralisme et du rôle de l'État aux États-Unis au cours du XX<sup>e</sup> siècle. Enfin, l'étude de la politique monétaire jette un nouvel éclairage sur la position des États-Unis dans le monde et dans les relations internationales : l'ouvrage fait ainsi apparaître les raisons du développement du marché des acceptations bancaires et la politique menée par la Fed dans les années 1920 afin de favoriser le rôle international du dollar et des banques états-uniennes, ou la contradiction entre les objectifs de politique intérieure et le rôle central des États-Unis dans le système de Bretton Woods après la Seconde Guerre mondiale (qui se traduit notamment par le refus, longuement analysé par Meltzer, de dévaluer le dollar par rapport à l'or).

---

<sup>2</sup> Cf. John H. Clapham, *A History of the Bank of England*, 2 vol., Cambridge University Press, 1944 ; Richard Sayers, *The Bank of England*, 3 vol., Cambridge University Press, 1976 ; Alain Plessis, *Une histoire de la Banque de France sous le Second Empire*, 3 vol., Droz, 1983-1987.

<sup>3</sup> Cette tâche a été réalisée par Michael Bordo pour le premier tome dans un compte rendu de 25 pages. Cf. Michael Bordo, « Review of *A History of the Federal Reserve. Volume I (2003)* by Allan H. Meltzer », *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, 2006, p.633-657.

<sup>4</sup> Face à un tel ouvrage, chacun trouvera sans doute utile de consulter certaines pages ou chapitres abordant un sujet ou une période en particulier. Les index et les bibliographies très fournis (propres à chaque volume), ainsi que le souci de l'auteur de présenter en début et en fin de chaque chapitre un résumé des principaux événements et de ses thèses facilite cette tâche. Il est toutefois regrettable, pour cet usage, que ni table des matières détaillée, ni chronologie ne viennent compléter ces éléments. Une récapitulation des sources en fin d'ouvrage auraient également été un complément utile pour les historiens, plutôt que d'inscrire celles-ci dans la bibliographie, d'autant plus qu'une bonne partie d'entre elles sont inédites.

La spécificité de l'ouvrage tient à ce que toutes ces informations, une fois présentées, sont interprétées selon une grille d'analyse monétariste. L'ouvrage n'apporte pas une démonstration des thèses du monétarisme à proprement parler, car il prend peu souvent la peine de confronter ses hypothèses à d'autres possibles, mais il offre une lecture cohérente et globale de l'histoire à partir de ces principes. Le principe fondamental du monétarisme est que la monnaie est neutre à moyen et long terme, ce qui implique que la stabilité des prix doit être l'objectif principal de la politique monétaire. D'un point de vue théorique, il en découle que l'inflation se définit par un changement permanent dans le niveau des prix et non par des fluctuations temporaires des prix à court terme, que la demande de monnaie est stable, et que la différence entre les taux nominaux et les taux réels est fondamentale pour l'analyse (les seconds devant être le guide de la politique). D'un point de vue politique, les monétaristes condamnent l'intervention de l'État car elle est cause d'inflation ; pour eux, la stabilité des prix (qui nécessite la crédibilité de la politique monétaire) est le meilleur moyen d'assurer le plein emploi et la croissance dans l'économie<sup>5</sup>.

En soumettant l'histoire des États-Unis à la grille d'analyse monétariste, Meltzer poursuit le geste de Friedman et Schwartz qui consiste à donner comme finalité à l'analyse historique, non seulement l'identification des mouvements de long terme, mais surtout la formulation d'un jugement sur les politiques économiques mises en place. Il s'agit alors d'en tirer des enseignements théoriques et politiques. Mais si l'objet principal de Friedman et Schwartz était la masse monétaire et le système bancaire et financier, celui de Meltzer est bien le processus de décision à l'intérieur de la Fed. Pour l'auteur, « l'histoire d'une institution est un compte rendu de succès et d'échecs »<sup>6</sup>. Or les échecs constituent selon Meltzer la majeure partie de l'histoire de la Fed puisqu'ils occupent plus de trente années des soixante-treize étudiées dans l'ouvrage : la Grande Dépression des années 1930, et la « Grande Inflation » que Meltzer, de manière inédite et provocante, fait débiter en 1965. À côté de ces échecs,

---

<sup>5</sup> Les principes monétaristes sont résumés et expliqués à plusieurs reprises dans l'ouvrage, en particulier dans le chapitre 2 du premier volume, dans le chapitre 1 du deuxième volume et dans le chapitre 8 du deuxième volume, (vol.2, tome 2, p. 1014-1018). Pour une critique des thèses monétaristes dans le domaine de la politique monétaire, on peut se reporter notamment à Paul Krugman, « Who was Milton Friedman ? », *New York Review of Books*, février 2007 (<http://www.nybooks.com/articles/archives/2007/feb/15/who-was-milton-friedman/>) ; Alan Blinder, *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998, ou Jean-Paul Fitoussi, *Le Débat interdit*, Seuil, 2000. Pour une critique plus spécifique de l'interprétation monétariste de la crise de 1929, voir notamment Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Norton, 1976, et Barry Eichengreen et Peter Temin, « The Gold Standard and the Great Depression », *Contemporary European History*, 9, 2 (2000), p. 183-207 :

<http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic467999.files/October%2022%20and%2027%20-%20Trade%20Money%20and%20Finance/Eichengreen.pdf>

<sup>6</sup> « The history of an institution is a record of successes and failures », vol. 2, t. 1. p. 40.

seules les périodes 1923-1928 et 1952-1964 trouvent grâce aux yeux de Meltzer, et ce car le principe fondamental du monétarisme, la stabilité des prix, n'y a pas été bafoué. La thèse essentielle de l'ouvrage est que « les deux principales sources d'erreurs de la politique résultèrent d'interférences ou de pressions politiques et de croyances erronées »<sup>7</sup>.

Dans le chapitre le plus connu de *A Monetary History of the United States* (chap. 7), qui constitue encore aujourd'hui une référence incontournable, Friedman et Schwartz affirment que la récession aux États-Unis, lors de la Grande Dépression, a été causée par la politique de la Banque centrale. Le premier volume de l'ouvrage de Meltzer confirme cette thèse, tout en montrant, contrairement à Friedman et Schwartz, que les erreurs des années 1930 s'inscrivent en continuité et non en rupture avec les idées et pratiques des années 1920. Le deuxième volume s'émancipe de la référence directe à Friedman et Schwartz puisque l'étude de ces derniers prenait fin en 1960, mais il en assume l'héritage en plaçant au centre de l'analyse l'accusation selon laquelle la « Grande Inflation » des années 1970 fut causée par la politique de la Banque centrale en raison de la priorité donnée à l'objectif de plein emploi par rapport à celui de stabilité des prix et du cadre théorique déficient fourni par le keynésianisme de l'époque.

### **Une succession d'erreurs ?**

On pourra s'agacer, à la lecture de l'ouvrage, de voir l'auteur s'ériger maintes fois en procureur à charge contre l'institution qu'il étudie et répéter sans cesse les positions monétaristes (rôle crucial de la stabilité de la demande de monnaie, différence entre taux d'intérêt réels et nominaux, impotence de la régulation, danger du keynésianisme, etc.). Pourtant, comme chez Friedman et Schwartz, que l'on partage ou non les thèses avancées, la revendication théorique et politique constitue aussi la force de l'ouvrage en ce qu'elle pousse l'auteur à formuler des thèses subversives et stimulantes et à faire preuve d'une impressionnante capacité à rendre toute leur saveur à des débats et des décisions très souvent austères et techniquement complexes. Meltzer révèle en effet un enthousiasme non dissimulé à rendre compte de débats techniques au sein de la Fed, par exemple sur les réserves obligatoires, sur les moyens d'influencer les taux d'intérêt à long terme ou sur la réglementation des dépôts bancaires. Il faut reconnaître le talent rare de l'auteur pour

---

<sup>7</sup> « The two principal sources of policy errors resulted from political interferences or pressure and mistaken beliefs », vol. 2, t. 2, p. 1217.

synthétiser ces débats, en saisir la substance et permettre au lecteur d'en comprendre les tenants et aboutissants.

Cette capacité à saisir les enjeux théoriques et politiques de débats très techniques se manifeste particulièrement dans la façon dont Meltzer articule histoire des faits et histoire des idées. C'est encore sa veine monétariste qui pousse l'auteur dans cette voie : l'objectif est toujours de montrer que les erreurs de politique monétaire trouvent leur origine dans des idées désastreuses, qui défiaient les principes de bases du monétarisme.

Meltzer prête ainsi aux idées un rôle fondamental. Il suffit de lire le premier chapitre du premier volume pour s'en convaincre. Un autre historien aurait sans doute choisi dans un chapitre introductif de présenter l'état du système bancaire et monétaire états-unien avant la création du Système de réserve fédérale en 1913 et notamment les tentatives précédentes pour créer une Banque centrale qu'avaient connues les USA. Meltzer prend une toute autre voie : le premier chapitre est une synthèse partielle des débats anglais sur la théorie monétaire au XIX<sup>e</sup> siècle. Le chapitre suivant s'ouvre alors directement sur la création de la Fed en 1913. La raison de ce choix iconoclaste est que l'auteur veut donner à lire à son lecteur toutes les théories connues à l'époque dont les membres du comité directeur de la Fed auraient pu s'inspirer pour éviter les erreurs commises en 1930. L'avantage est que le lecteur aura effectivement les moyens de comprendre que la doctrine des effets réels (*real bills doctrine*) employée par la Fed était en concurrence avec des théories plus cohérentes et à même d'éviter des interprétations erronées du mouvement des actifs dans les bilans bancaires. Mais l'inconvénient d'une telle entrée en matière est qu'elle donne tellement d'importance aux théories économiques dans la conduite de la politique monétaire qu'elle manque une partie du contexte, notamment le simple fait que le Système de réserve fédérale était encore un « adolescent » de 17 ans en 1930, qu'il n'avait jamais eu à faire face à des crises financières et que le marché monétaire national souffrait encore de nombreux problèmes de jeunesse, en particulier d'une mauvaise coordination entre les 12 banques fédérales régionales.

Enfin, parmi les points forts de l'analyse de Meltzer, on doit compter l'attention scrupuleuse qu'il accorde aux questions bancaires et aux formes de crédit, dont l'origine provient de la théorie monétariste de la transmission monétaire que l'auteur a développée

depuis les années 1960 avec son collègue Karl Brunner<sup>8</sup>. Cet attachement est d'autant plus précieux quand on sait combien les théories économiques actuelles de la politique monétaire ont eu tendance à négliger ces questions. Meltzer montre donc que les crédits et les dépôts bancaires sont des variables fondamentales de la politique monétaire que les banquiers centraux n'ont eu cesse de garder à vue (quelques fois avec des erreurs d'interprétation) et sur lesquelles la politique agit nécessairement dans un jeu d'interaction avec la régulation bancaire. Ce jeu d'interaction est particulièrement bien mis en valeur dans l'analyse que Meltzer donne de la « Regulation Q » qui réglementait le taux d'intérêt des dépôts. Aux confins de cette réglementation se jouaient notamment les décisions de changer le taux d'escompte, les luttes de pouvoir entre grandes et petites banques ou entre les banques régionales et la place new-yorkaise, ainsi que la fuite de capitaux vers le marché des euro-dollars. Meltzer étudie également minutieusement la transmission de la Grande Dépression par le canal bancaire et se démarque fortement de la thèse célèbre développée par l'actuel gouverneur de la Fed, Ben Bernanke<sup>9</sup>, qui considère que la restriction monétaire de la Fed a été amplifiée par la baisse des prêts bancaires causée par les contraintes de crédit des petites entreprises. Selon Meltzer, les effets de commerce ont subi un déclin beaucoup plus important que les prêts bancaires aux petites entreprises, ce qui tend à prouver que la chute des prêts bancaires aurait sa cause uniquement dans la baisse de revenus des firmes, causée par la baisse des encaisses réelles entraînée par la politique de la Fed<sup>10</sup>.

### **Les limites du prisme monétariste**

Mais le prisme monétariste à travers lequel Meltzer voit l'histoire de la politique monétaire est aussi la cause de failles ou de manques importants. Tout d'abord, le poids qu'il accorde à l'histoire des idées et des relations politiques entre la Fed et le gouvernement prend largement la place d'une histoire de l'administration<sup>11</sup>. En particulier, le fait que ce que l'on nomme habituellement la Banque centrale des États-Unis soit en réalité un Système de banques fédérales, est très peu analysé du point de vue de la théorie des organisations. Certes, Meltzer rend compte des luttes de pouvoir à l'intérieur du Système entre New York et Washington, de la centralisation progressive du Système, de l'influence des personnalités et

---

<sup>8</sup> Résumée notamment dans Allan H. Meltzer, « Monetary, credit and (other) transmission processes: a monetarist perspective », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, 1995, p. 49-72.

<sup>9</sup> Benjamin S. Bernanke, « Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, vol. 73, 1983, p. 257-276.

<sup>10</sup> Cf. vol. 1, p. 313-314.

<sup>11</sup> Pour une démarche opposée, voir notamment Elizabeth Hennessy, *A Domestic History of the Bank of England 1930-1960*, Cambridge University Press, 1992.

des conflits internes entre les comités qui prennent les décisions et les opérateurs de marché qui les exécutent, mais à aucun moment le mode de décision ou la gestion de l'administration ne donne lieu à des analyses de l'envergure de celles que Meltzer délivre pour l'histoire des théories monétaires. À titre d'exemple, l'auteur n'indique jamais le nombre d'employés de la Fed ; le fonctionnement des douze banques fédérales régionales est très peu décrit dans le détail ; et aucune mention n'est faite des liens de ces banques avec les économies de chaque région.

La focalisation sur l'histoire des idées et la primauté donnée au prisme monétariste empêchent également que les décisions de la Fed soient considérées hors du simple cadre de l'efficacité économique (que Meltzer définit toujours, donc, par la stabilité des prix). Ce problème devient manifeste lorsque l'auteur ne cesse de répéter que la cause des erreurs de la politique monétaire des années 1960-1970 est la politique de plein emploi poursuivie par le gouvernement et définie par l'Unemployment Act de 1946. On peut certes critiquer le manque d'indépendance de la Banque centrale et reconnaître les pressions électoralistes exercées par certains gouvernements (en premier lieu la politique du gouverneur Burns au service de la réélection de Nixon en 1972), mais il paraît difficile, d'un point de vue démocratique, de nier la législation établie par des représentants du peuple, au nom d'une efficacité économique définie de manière très théorique. Cela pose nécessairement la question de la légitimité de la politique de la Banque centrale que Meltzer n'aborde qu'en affirmant que la Fed doit être crédible et assurer la stabilité des prix. Malheureusement pour Meltzer, sa vision des politiques keynésiennes comme une faillite totale est éminemment contestable et contestée, ce qui jette encore le doute sur la possibilité de définir la légitimité politique au regard de la théorie économique.

Il apparaît finalement comme un hiatus entre les conclusions auxquelles l'auteur aboutit et l'histoire qu'il raconte. Ces trois tomes montrent en effet de manière fascinante la complexité d'une politique monétaire en interaction constante avec des enjeux politiques et sociaux. Il apparaît que la prise de décision, même si elle s'appuie sur un cadre théorique, ne peut se faire totalement à partir de celui-ci, car ce cadre n'est jamais assez complexe pour donner une solution évidente à des problèmes posés en temps réel, d'autant plus que les facteurs à prendre en compte sont nombreux et rendus encore plus complexes par les phénomènes d'anticipations. Même si les membres de la Banque centrale pouvaient s'accorder sur un objectif unique, la théorie économique et les statistiques disponibles ne



fournissent malheureusement jamais de solution simple et consensuelle pour atteindre cet objectif. Il suffit de penser aux débats récents qui agitent la Fed pour savoir si l'économie des États-Unis fait face ou non à une situation de déflation. Face à cette réalité et à cette complexité cognitive, Allan Meltzer se borne à répéter la nécessité d'un objectif à long terme de stabilité des prix et d'une règle crédible qui permette de contrôler les anticipations, et considère toute déviation par rapport à cette règle comme une faillite de la politique monétaire. À maints égards, son interprétation semble donc gommer ces aspects multiples et non triviaux de la politique monétaire et ne pas rendre réellement justice à la complexité des phénomènes en jeu. Il y a chez lui, comme chez Milton Friedman, ce vieux rêve monétariste d'une « politique monétaire automatique » qui devrait seulement coller à une règle prédéfinie. Malgré les prises de position de l'auteur, la lecture passionnante du compte rendu que fait Allan Meltzer de plus de soixante-dix ans de la vie de la Fed en convaincra plus d'un que cet idéal est rigoureusement impossible à atteindre. Mais si l'auteur a choisi une voie étroite d'interprétation des faits, l'œuvre qu'il a produite est assez immense pour que le lecteur y reste libre d'en emprunter d'autres.

Publié dans [laviedesidees.fr](http://laviedesidees.fr) le 11 octobre 2010

© [laviedesidees.fr](http://laviedesidees.fr)