

La politique monétaire sous le premier mandat Bush (2001-2004) : Stabilisation macroéconomique dans un contexte géopolitique incertain

Communication présentée par **Ruxandra Pavelchievici**,
doctorante à Paris III – Sorbonne Nouvelle
dans le cadre de la journée d'étude du CERVEPAS
consacrée au bilan économique du premier mandat de George W. Bush

19 novembre 2004

Comité de lecture :

http://www.univ-paris3.fr/recherche/sites/edea/cervepas/comite_de_lecture_fr.htm

Université de Paris III – Sorbonne Nouvelle
Institut du Monde Anglophone
5 rue de l'École de Médecine
75006 Paris

Pour tout commentaire ou question, contacter : cervepas@univ-paris3.fr

SOMMAIRE

INTRODUCTION, 3

1. ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS ENTRE 2001 ET 2004, 5

2. L'OBJECTIF DE SOUTIEN À L'ACTIVITÉ : RÉAFFIRMATION DU RÔLE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE DANS LA RÉOLUTION DES CRISES, 7

2.1. Le retour des cycles et les incidences de la situation géopolitique, 7

2.2. Risque de crise financière et récession : l'action stabilisatrice de la Réserve fédérale, 10

2.3. Les effets vertueux d'une politique monétaire accommodante : une récession atypique, 13

3. LA RÉSERVE FÉDÉRALE ET L'OBJECTIF DE STABILITÉ DES PRIX : DES PRESSIONS DÉFLATIONNISTES À L'ACCÉLÉRATION DE L'INFLATION, 15

3.1. Les contraintes d'un régime de faible inflation, 16

3.2. Des pressions inflationnistes induites par la hausse des prix de l'énergie, 18

3.3. Bilan et perspectives, 18

4. CONTROVERSE, 19

4.1. La politique monétaire et les marchés boursiers, 20

4.2. Une cible d'inflation explicite, 21

CONCLUSION, 22

NOTES, 22

BIBLIOGRAPHIE, 24

INTRODUCTION

Si les deux administrations Clinton ont coïncidé avec ce qui est fréquemment considéré comme un âge d'or de l'économie américaine, il n'en est pas de même dans le cas de la première administration Bush (2001-2004). Ces deux périodes se sont certes toutes deux caractérisées par un régime de faible inflation, de sorte qu'il serait possible de supposer que la politique monétaire a été conduite dans un cadre similaire. Toutefois, les quatre années qui viennent de s'écouler se distinguent de manière très nette de la décennie 1990. Les évolutions qui se sont dessinées ont, naturellement, eu une incidence sur l'orientation de la politique monétaire. En outre, comme cela peut se produire lorsqu'une rupture est marquée, elles appellent diverses questions relatives aux objectifs intermédiaires de la politique monétaire et aux variables prises en compte au cours de son élaboration.

Tandis que les années 1990 ont donné lieu à une interrogation portant sur une éventuelle « fin des cycles », le premier mandat de G.W. Bush s'est quasiment ouvert sur un retour du cycle, puisque l'économie américaine a connu un net ralentissement en mars 2001. L'économie devait être à nouveau gravement perturbée quelques mois plus tard par les attentats du 11 septembre 2001, qui ont accentué ce mouvement de repli. Bien qu'une reprise ait été constatée en novembre 2001, on considère que la croissance n'a véritablement retrouvé sa vigueur qu'à partir du second semestre de l'année 2003, de sorte que la période considérée

peut être analysée dans son ensemble comme une période de crise. Ceci constitue une première différence vis-à-vis des deux administrations précédentes. Une deuxième concerne l'accroissement du risque perçu par les agents, engendré par la situation géopolitique, tant en début de période, avec les attentats du 11 septembre, qu'en fin de période (2003-2004), avec la situation au Moyen-Orient. Rares, en effet, ont été les moments où la situation politique internationale a eu une si forte prégnance sur la politique monétaire américaine. Enfin la dernière différence tient aux implications du régime de faible inflation. Les conditions macroéconomiques ont en effet été particulièrement bien équilibrées au cours de la dernière décennie, où l'on a vu coexister une faible inflation, une forte croissance et un faible taux de chômageⁱ. Au cours des quatre dernières années, en revanche, le taux d'inflation a représenté par deux fois une source de préoccupation : la Réserve fédérale a d'abord été tenue de prendre au sérieux le risque de déflation, puis, la tendance s'étant inversée en 2004, elle a dû lutter contre les pressions inflationnistes, imputables notamment au choc exogène que constitue l'augmentation des prix de l'énergie. La banque centrale se trouve donc en 2004 face à un dilemme: il s'agit de conduire une politique plus « neutre » et de contenir le retour de l'inflation alors même que la reprise économique aux États-Unis apparaît encore fragile.

Après avoir retracé l'évolution de la politique monétaire entre 2001 et 2004, l'action de la Réserve fédérale au cours de cette période de crise sera analysée en deux temps. La politique élaborée par la Réserve fédérale est en effet destinée à remplir un double objectif final : le soutien de l'activité ainsi que la stabilité des prixⁱⁱ. C'est par conséquent à la lumière de ces deux objectifs que seront considérées les interventions de la Banque centrale américaine. L'analyse montrera donc d'une part que le rôle de la Réserve fédérale dans la résolution des crises s'est vu réaffirmé entre 2001 et 2004 et, d'autre part, elle tentera de dresser un bilan des solutions que la Réserve fédérale a tenté d'apporter lorsqu'elle fut confrontée à des pressions déflationnistes puis inflationnistes. La dernière partie de cette

analyse sera consacrée à la mise en évidence de deux controverses auxquelles ont donné lieu les évolutions économiques observables au cours des quatre dernières années. De nombreuses interrogations portent en effet sur la réaction que devrait avoir la Réserve fédérale vis-à-vis des marchés boursiers, ainsi que sur la pertinence d'un objectif d'inflation explicite, bien qu'une réflexion sur ces questions ait été depuis longtemps engagée, de sorte qu'il convient de parler d'un intérêt renouvelé et non d'un débat récent.

1. ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE AUX ÉTATS-UNIS ENTRE 2001 ET 2004

Après une considérable décélération de la croissance en 2001, la reprise de l'économie américaine s'est amorcée en 2002. Ce n'est qu'à partir du second semestre de l'année 2003 que la croissance a retrouvé un niveau comparable à celui de la décennie précédente, mais elle reste malgré tout fragile. Le taux d'inflation a atteint en 2002 sa valeur la plus faible sur toute la période, avant que la tendance ne s'inverse. Le taux de chômage se situe quant à lui à un niveau comparable à celui des années 1990, où le taux moyen pour la décennie était de 5,9%ⁱⁱⁱ, mais demeure élevé par comparaison avec le niveau atteint à la fin de la seconde administration Clinton^{iv}.

C'est dans un tel contexte macroéconomique que s'est élaborée la politique monétaire, qui a été régulièrement assouplie au cours de la période. En effet, jusqu'aux légers resserrements monétaires de juin, août, septembre et novembre 2004, toutes les opérations effectuées par la Réserve fédérale, sur le taux des fonds fédéraux^v, ont consisté à réduire celui-ci.

Tableau 1. Les principaux indicateurs macroéconomiques aux États-Unis entre 2001 et 2004.

	2001	2002	2003	2004 ^a
PIB (croissance, %)	0,3	2,2	3,1	3,9
Prix à la consommation (en glissement annuel, %)	2,8	1,6	2,3	2,4
Taux de chômage (en niveau, %)	5,8	6,0	5,7	5,1

^a Les chiffres pour l'année 2004 correspondent au taux moyen pour les trois premiers trimestres.

Source : Bureau of Labor Statistics <<http://www.bls.gov>> et Bureau of Economic Analysis <<http://www.bea.gov>>

Dès janvier 2001, le taux des fonds fédéraux, qui avait atteint 6,2% en novembre 2001, a été réduit de 50 points de base. Cette orientation a été poursuivie jusqu'en août, où il a atteint 3,5%. Puis, suite aux événements du 11 septembre, de nombreuses baisses successives jusqu'à la fin de l'année l'ont porté à son niveau le plus bas depuis quarante ans, soit 1,75%. La baisse effectuée sur l'ensemble de l'année 2001 a donc été de 475 points de base.

En 2002, la Réserve fédérale n'a opéré qu'une seule réduction du taux des fonds fédéraux, estimant que l'effet des réductions précédentes était encore suffisant pour soutenir l'économie. Il est par conséquent passé en novembre 2002 de 1,5% à 1,25%. Il en est de même pour l'année 2003, où il n'a été réduit qu'à une seule reprise, passant à 1% au mois de juin.

L'année 2004 marque une légère modification de l'orientation de la politique monétaire, que la Réserve fédérale a souhaité plus « neutre ». Par conséquent, le taux des fonds fédéraux, relevé de 25 points de base en juin, puis en août, septembre et novembre, a atteint 2%.

Dans la mesure où le relèvement des taux effectué en 2004 est de faible ampleur et où le taux des fonds fédéraux est maintenu à un niveau historiquement bas, la politique monétaire telle qu'elle a été menée entre 2001 et 2004 apparaît comme globalement accommodante. Afin de comprendre les motifs de cette orientation, il convient à présent de mettre en évidence de manière plus précise les problèmes auxquels fut confrontée la Réserve fédérale pendant ces quatre années.

2. L'OBJECTIF DE SOUTIEN À L'ACTIVITÉ : RÉAFFIRMATION DU RÔLE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE DANS LA RÉOLUTION DES CRISES

La première administration Bush peut se lire comme une période de crise à double titre : d'une part, elle débute par un retournement cyclique et d'autre part, les quatre années considérées sont marquées par une forte prégnance de la situation géopolitique. Dans ce contexte, la poursuite de l'objectif de soutien à l'activité par la Réserve fédérale s'est traduite par son action face au risque de crise financière et face à la récession.

2.1. Le retour du cycle et les incidences de la situation géopolitique

Au cours des années 1990, les États-Unis ont connu une phase d'expansion ininterrompue et exceptionnellement longue. Lorsque s'est achevé le second mandat du

Président Clinton, l'hypothèse d'une « fin des cycles » était par conséquent fréquemment émise^{vi}. En mars 2001, le ralentissement de l'économie américaine a conduit à l'invalider.

Parmi les facteurs explicatifs de ce repli, on compte d'abord la politique monétaire et les taux d'intérêt élevés au cours de l'année 2000. D'autre part, l'augmentation des prix de l'énergie a eu un effet négatif sur les profits ainsi que sur le revenu disponible, et, en conséquence, sur la demande. Enfin, les déséquilibres internes à l'économie des États-Unis, décelés depuis quelques temps déjà, ont également constitué un puissant facteur de ralentissement. Ceux-ci sont liés à la « nouvelle économie » et à l'« exubérance irrationnelle » qui l'a accompagnée, dont Alan Greenspan avait perçu le danger^{vii}. La surévaluation de la « nouvelle économie » par les entreprises a induit des anticipations de croissance excessivement optimistes, qui ont coïncidé avec le gonflement des cours boursiers. Ces deux phénomènes se sont mutuellement entretenus, conduisant à une suraccumulation de capital qui a fragilisé l'économie. Le niveau insuffisant de la demande a en effet entraîné une contraction de l'investissement, qui, à son tour, a joué en défaveur de l'activité ; ceci a accentué la baisse de la demande et a maintenu l'activité à un rythme très lent, jusqu'à ce que le surplus du stock de capital soit éliminé. La fin de la période d'« exubérance irrationnelle » s'est aussi traduite par l'éclatement de la bulle boursière et la baisse des valeurs technologiques, dont les cours ont été réévalués par les investisseurs. Cet éclatement de la bulle boursière s'est lui aussi révélé néfaste pour l'investissement, qui a enregistré une baisse de -2.6% en 2001 du fait de l'accroissement du coût du capital, et pour la consommation, en raison de la perte des « effets de richesse », qui correspondent à l'augmentation du revenu disponible entraînée par la hausse des cours boursiers.

Le ralentissement de mars 2001 est donc imputable à la politique trop restrictive menée par la Réserve fédérale, au choc exogène que constitue l'augmentation des prix de l'énergie, et à des dysfonctionnements internes qui permettent d'avancer l'idée que cette phase de repli

peut être perçue comme « participant pour l'essentiel d'un processus naturel, d'une correction »^{viii}. Par conséquent, il n'a pas immédiatement semblé légitime d'affirmer que les Etats-Unis étaient en récession. Ce n'est qu'au lendemain des attentats du 11 septembre que le terme a semblé adéquat : selon le NBER,

avant les attentats, le déclin de l'économie n'aurait probablement pas été d'une ampleur suffisante pour mériter le nom de récession. Il est clair que les attentats ont amplifié la contraction, et ils ont probablement largement contribué à transformer cet épisode en récession^{ix}.

L'évolution du taux de croissance au cours de l'année 2001 en apporte la preuve empirique : de 0.8% au cours du premier semestre, elle est passée à -1.3% au cours du troisième trimestre^x.

À première vue, les effets des attentats du 11 septembre sur l'économie peuvent paraître d'une importance relativement faible, notamment à en juger par le fait que la récession a pris fin en novembre 2001. Ils ont en réalité une signification beaucoup plus profonde, à telle enseigne qu'il semble permis de les considérer comme l'arrière-plan des évolutions économiques au cours de ces quatre années. Les événements du 11 septembre ont fortement influencé le comportement des agents, parce qu'ils ont introduit un nouvel élément, à savoir l'accroissement du risque et de l'incertitude. La situation géopolitique a donc acquis une dimension rarement égalée auparavant et a induit une baisse de confiance tout au long de la période, en raison des opérations militaires successives en Afghanistan et en Irak. Aussi la Réserve fédérale a-t-elle dû tenir compte de la situation géopolitique dans l'élaboration de sa politique.

L'économie des États-Unis a donc connu une série de chocs au cours de la période, qui ont amené la Réserve fédérale à jouer le rôle qui est le sien dans la résolution des crises. Une analyse de son action au cours du premier mandat Bush permet de mettre en évidence

l'importance de ce rôle ainsi que l'influence positive sur l'économie qu'a pu avoir une politique correctement ajustée.

2.2. Risque de crise financière et récession : l'action stabilisatrice de la Réserve fédérale

La baisse continue du taux des fonds fédéraux évoquée précédemment reflète un assouplissement très marqué de la politique monétaire. À titre de comparaison, au cours des deux mandats Clinton (1992-1996 et 1996-2002), le taux des fonds fédéraux en moyenne annuelle était respectivement compris entre 3,02% et 5,83% et entre 4,97% et 6,24%. Cette confrontation permet de mieux percevoir la particularité des années 2001-2004, où il apparaît que la politique monétaire a changé de nature, conséquence des chocs auxquels a fait face l'économie américaine. Par conséquent, le niveau très faible du taux des fonds fédéraux au cours de cette période peut être interprété comme la réponse à une situation de crise.

Tableau 2. Taux des fonds fédéraux (1992-2004, % en moyenne annuelle)

1992	3,33
1993	3,00
1994	4,17
1995	5,75
1996	5,25
1997	5,50
1998	5,00
1999	5,25
2000	6,00
2001 ^a	3,77
2002	1,25
2003	1,00
2004 ^b	1,625

^a Le taux moyen pour les mois d'octobre à décembre 2001 est de 2,32%.

^b Taux moyen pour les mois de janvier à novembre.

Source : Board of Governors of the Federal Reserve System
<<http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>> , calculs de l'auteur.

Cette période illustre de deux manières le rôle essentiel de la Réserve fédérale dans la résolution des crises. D'une part, les événements du 11 septembre 2001 mettent en évidence son rôle dans la prévention des crises financières. D'autre part et de manière plus large, ces quatre années font apparaître son rôle de soutien à l'activité au cours des phases de retournement cyclique.

Comme il a été montré précédemment, il n'est pas légitime de dissocier les événements de septembre 2001 du phénomène de repli connu par l'économie américaine au cours de cette période. Bien que le ralentissement ait débuté dès mars 2001, les attentats du 11 septembre ainsi que leurs conséquences sur la situation géopolitique, encore visibles aujourd'hui, ont contribué à transformer ce ralentissement en récession. Cependant, les quelques semaines qui suivirent cet événement se distinguent en ce sens que, comme cela s'est produit à plusieurs reprises au cours de son histoire, la Réserve fédérale a assuré sa fonction de prêteur en dernier ressort afin de stabiliser un système financier perturbé. Le ralentissement des transactions était en effet susceptible de bloquer les paiements.

Pendant les quelques jours qui suivirent les attentats du 11 septembre, la Réserve fédérale est intervenue afin de fournir les liquidités nécessaires, au moyen de plusieurs instruments dont les deux plus puissants sont le *discount window*^{xi} et les opérations d'*open market*^{xii}. Ainsi, le montant des emprunts effectués *via* le *discount window* a atteint 45 528 millions de dollars le 12 septembre, alors que sa valeur moyenne au cours des deux mois précédents était de 59 millions de dollars. Une autre mesure importante a été l'achat de bons du Trésor pour une valeur de 81,25 milliards de dollars, le 14 septembre. À titre indicatif, le montant des dépôts dans les Banques fédérales de réserve régionales au 12 septembre 2001 atteignait 102,704 milliards de dollars, soit plus de cinq fois le montant moyen observé au cours des dix semaines précédentes^{xiii}. L'ensemble de ces dispositions s'est révélé efficace

dans la stabilisation du système financier. Le rôle essentiel de la Réserve fédérale dans la résolution de ce type de crise s'est par conséquent trouvé réaffirmé. Le cadre dans lequel ont été prises les mesures évoquées précédemment est tel qu'il s'agit de mesures de court terme : après deux semaines, les réserves de liquidité ont retrouvé leur niveau moyen initial. En revanche, il en va différemment pour ce qui est d'une autre action engagée par la Réserve fédérale, à savoir les réductions successives du taux des fonds fédéraux. Il semble permis de considérer qu'elles ont été effectuées par la Réserve fédérale non pas en sa qualité de garant du système financier mais en conformité avec l'objectif final de soutien à l'activité.

Il importe en effet d'opérer une distinction entre les différents effets qu'a pu avoir la crise du 11 septembre et des jours qui suivirent. On estime qu'une crise telle que celle-ci a trois types d'effets : des effets de court terme sur la liquidité, des effets de moyen terme sur les prix et la production, et des effets de long terme sur la consommation et la production^{xiv}. Cette analyse se vérifie dans ce cas précis, où la crise a accentué le mouvement de ralentissement, jusqu'à la récession. Par conséquent, à la lumière de cette distinction, le maniement du taux des fonds fédéraux relève d'une volonté d'influencer l'économie sur le moyen et le long terme, contrairement aux mesures mentionnées plus haut. Il se présente comme un moyen de favoriser la reprise, ainsi que l'indique Alan Greenspan dès 2002, lors de son intervention semestrielle devant le Congrès : la politique monétaire a été ajustée pour « à la fois limiter l'ampleur de la récession et en précipiter la fin »^{xv}. Au-delà de la récession de 2001, et jusqu'en 2003, le maniement du taux des fonds fédéraux a été destiné à soutenir une économie freinée par l'incertitude : il s'agissait de « maintenir une orientation largement accommodante aussi longtemps que nécessaire afin de fournir les bases d'une performance économique satisfaisante »^{xvi}.

Tout comme le reste des opérations menées par la Réserve fédérale, le maniement des fonds fédéraux répond donc également à une situation de crise entre 2001 et 2004, si l'on

admet que la récession, puis la relative faiblesse de la croissance ainsi que le climat d'incertitude résultant de la situation géopolitique font de ces quatre années une période de crise. À cet effet, la politique monétaire semble pouvoir être interprétée comme une tentative de rétablir la confiance des agents non seulement en raison du soutien à l'activité qu'elle représente mais également en raison de son caractère gradualiste. Ceci contribue à la rendre plus lisible et plus prévisible et influe sur les taux longs, qui sont en principe moins élevés et moins volatils.

Au total, pour ce qui est de la prévention de la potentielle crise financière de septembre 2001 ainsi que de la poursuite de l'objectif de soutien à l'activité, la politique monétaire menée entre 2001 et 2004 s'est révélée efficace : le 11 septembre n'a pas eu de conséquences importantes et durables sur le système financier, et les indicateurs économiques relatifs à la sphère réelle (croissance et emploi) témoignent d'une reprise à partir du second semestre 2003. Le fait que la Réserve fédérale ne se soit pas départie du pragmatisme adopté au cours des années 1990 explique, à notre sens, ce lissage du cycle.

2.3. Les effets vertueux d'une politique monétaire accommodante : une récession atypique

Comme cela a été noté plus haut, l'assouplissement de la politique monétaire à partir de la mi-septembre 2001 ne correspond pas véritablement à une modification de l'orientation. De nombreuses études convergent vers l'idée que, dès le premier semestre de l'année 2001, la politique monétaire a pu être qualifiée d'accommodante. Cette affirmation est le résultat de la comparaison entre le taux des fonds fédéraux effectivement fixé par la Réserve fédérale et la valeur de ce taux telle qu'elle est suggérée par la « règle de Taylor »^{xvii} : on observe en effet que la courbe du taux des fonds fédéraux se situe en-dessous de la courbe construite à partir

des valeurs fournies par la « règle de Taylor ». La réduction du taux des fonds fédéraux engagée en septembre s'inscrit donc dans une continuité ; elle représente une rupture seulement du fait de son ampleur. La politique monétaire a conservé son caractère accommodant jusqu'en 2004. Le relèvement du taux des fonds fédéraux des mois de juin, août, septembre et novembre ne représente pas une inversion de la tendance ; ainsi que l'indique la dépêche publiée par la Réserve fédérale le 10 novembre 2004, « [...] même à la suite de cette action, l'orientation de la politique monétaire demeure accommodante »^{xviii}. Il paraît important de mettre en évidence les caractéristiques de la politique monétaire au cours de cette période car il semble que cette orientation explique en grande partie le faible impact qu'a eu la récession sur l'économie américaine. Bien que celle-ci n'ait connu de véritable reprise qu'en 2003, la récession proprement dite a été de courte durée (mars 2001 à novembre 2001)^{xix} et sans conséquences très néfastes, de sorte que d'aucuns la qualifient d'atypique.

Si le cycle économique demeure un phénomène observable, l'économie américaine tend à connaître des cycles plus longs et des récessions plus courtes. À cet égard, la récession de 2001 semble faire écho à celle de 1990-1991. Cependant, la récession de 2001 présente des particularités qui la distinguent de toutes les autres^{xx}.

Les indicateurs macroéconomiques ont suivi une évolution différente de celle qui est la leur en pareil cas : le PIB a enregistré une croissance de 0,2% pendant les mois de récession, le chômage a augmenté moins que de coutume et la productivité a crû.

Pour ce qui est du comportement des agents, des différences apparaissent également. La chute de l'investissement est la plus forte que l'on ait observée au cours d'une récession d'après-guerre, en raison de l'éclatement de la bulle boursière et de la diminution des investissements dans le secteur des « nouvelles technologies ». D'autre part, alors que la chute de l'investissement coïncide habituellement avec le début de la récession, elle l'a cette fois-ci précédé. Ceci tient au fait que la récession de 2001 a pour origine la suraccumulation de

capital, qui est en définitive un déséquilibre de l'investissement. En ce qui concerne la consommation, elle s'est révélée stable au cours de cette récession, ce qui est un autre élément atypique. Étant donné qu'elle représente les trois quarts du PIB américain, il est aisé de comprendre pourquoi la récession n'a pas pris une ampleur plus considérable. C'est ici qu'apparaît le rôle-clé de la politique monétaire. Outre l'effet de richesse résultant de la hausse du prix des actifs dans les années 1990, qui a accru la richesse des ménages, les taux d'intérêt modérés ont joué un rôle essentiel dans le maintien du niveau de la consommation. Le fait que la baisse des taux ait été engagée *avant* le début de la récession semble avoir été un facteur déterminant de cette stabilité : la politique monétaire agissant avec un délai^{xxi}, un assouplissement entrepris plus tard n'aurait probablement pas été en mesure de garantir ainsi l'équilibre. De même, la réaction de la Réserve fédérale a été plus rapide et plus agressive qu'au cours des cycles précédents, lorsque le ralentissement s'est confirmé, puis lorsque la fragilisation de l'économie s'est accentuée^{xxii}.

On peut donc estimer que la Réserve fédérale a mené entre 2001 et 2004 une politique qui lui a permis de remplir son objectif final de soutien à l'activité et d'atténuer les effets du retournement cyclique. Pour autant, elle n'a pas négligé le deuxième objectif final qui lui est fixé, celui de la stabilité des prix.

3. LA RÉSERVE FÉDÉRALE ET L'OBJECTIF DE STABILITÉ DES PRIX : DES PRESSIONS DÉFLATIONNISTES À L'ACCÉLÉRATION DE L'INFLATION

L'action entreprise par la Réserve fédérale dans la sphère réelle a été conjuguée à une action visant à stabiliser les prix, qui a pris deux formes : dans un premier temps, l'économie américaine a été soumise aux contraintes d'un régime de faible inflation et, en conséquence,

la Réserve fédérale a dû faire face aux risques de déflation ; dans un second temps, des pressions inflationnistes ont pu être observées, donnant lieu un resserrement monétaire.

3.1. Les contraintes d'un régime de faible inflation

Au cours de la décennie 1990, le faible niveau de l'inflation faisait partie des éléments fréquemment mis en avant pour illustrer la performance économique des États-Unis. A *contrario*, la décélération de l'inflation est devenue un sujet de préoccupation sous le premier mandat Bush. Le problème posé par les pressions déflationnistes est donc propre à cette période. Il importe de préciser que le risque de déflation au sens strict n'a jamais été élevé. La déflation suppose, en effet, un recul continu du niveau général des prix, et non un ralentissement de l'augmentation du niveau général des prix. Elle ne s'applique donc pas à l'économie des États-Unis. Cependant, une désinflation continue comme celle qui a pu être observée entre 2000 et 2003 présente des risques proches de ceux de la déflation. Le principal de ces risques est qu'à mesure que le niveau de l'inflation baisse, la politique monétaire est susceptible de perdre de son efficacité. En effet, en pareil cas, la Banque centrale cherche à stimuler l'activité économique au moyen de la réduction des taux nominaux. Ceux-ci ne peuvent prendre une valeur négative. Or, lorsque le taux d'inflation et les taux nominaux se rapprochent de zéro, le niveau des taux d'intérêt *réels* augmente. Ceci est donc équivalent à un resserrement monétaire et freine davantage l'activité. Ce mécanisme correspond à une « spirale déflationniste ».

Il existe deux sources possibles de pressions déflationnistes. Premièrement, un choc positif sur la productivité entraîne une baisse du coût du travail ; dans une économie concurrentielle, ceci aboutit à une baisse des prix. Deuxièmement, un choc négatif sur la

demande, par exemple, une baisse de la confiance des consommateurs, déprime l'économie et fait augmenter le taux de chômage, avec pour résultat également une baisse des prix.

Entre 2001 et 2004, l'économie américaine a subi ces deux types de chocs. Depuis le milieu des années 1990, la productivité augmente. En outre, jusqu'en 2003, l'économie n'a pas fonctionné au maximum de ces capacités. Les conditions ont donc été réunies pour que l'inflation sous-jacente^{xxiii} décélère fortement. Bien que l'inflation se soit toujours maintenue au-dessus de la « zone-tampon » de 1%^{xxiv}, la Réserve fédérale a considéré qu'une des ses priorités était d'enrayer ce mouvement. À cette fin, elle a agi conformément à la stratégie qu'elle avait élaborée pendant la décennie précédente, à savoir par « frappes préventives ». Aussi Alan Greenspan estimait-il en 2002 que l'on devait s'assurer que « [...] toute pression déflationniste latente [était] dûment éliminée avant qu'elle ne vienne à poser problème »^{xxv}. C'est ainsi que s'explique la politique accommodante menée par la Réserve fédérale. Outre le soutien de la croissance, elle a également eu pour objectif la stabilité des prix. Il est permis de penser qu'en réalité, dans ce cas précis, les deux objectifs ne sont absolument pas contradictoires : l'équilibrage de l'inflation dépendait d'une croissance soutenue, stimulée par la politique monétaire, à laquelle s'est ajoutée un stimulus fiscal. Les anticipations inflationnistes induites par un retour durable de la croissance allaient ensuite alimenter l'accélération de l'inflation. De fait, l'inflation sous-jacente a augmenté au premier semestre 2004, passant de 1% en 2003 à un peu plus de 2%^{xxvi}. Elle a été alimentée notamment par l'augmentation de la demande globale mais également par la hausse du prix des importations qui a résulté de la baisse du cours du dollar. Cependant, l'inflation n'a pas cessé de constituer un sujet de préoccupation : la forte augmentation des prix de l'énergie a entraîné l'augmentation de l'inflation totale, appelant un resserrement monétaire.

3.2. Des pressions inflationnistes induites par la hausse des prix de l'énergie

Le prix de l'énergie a augmenté de 10,5% en 2004, contre 6,9% l'année précédente^{xxvii}. Ce chiffre s'est révélé déterminant pour l'élaboration de la politique monétaire. Ajouté à l'augmentation de la demande globale et à la baisse du taux de chômage, il a conduit la Réserve fédérale à infléchir sa politique. C'est ainsi qu'Alan Greenspan affirme que le caractère accommodant de la politique monétaire ne relève plus d'une nécessité. Par conséquent, conformément à l'engagement de la Réserve fédérale en faveur de la stabilité des prix, il annonce le retour à une politique plus « neutre »^{xxviii}.

Au quatrième trimestre 2004, la Réserve fédérale se trouve donc face à un problème de rééquilibrage de sa politique : certes, la croissance a retrouvé de sa vigueur, mais il est possible de supposer qu'elle est encore fragile. Par conséquent, bien que la politique demeure pour l'instant accommodante, la poursuite de l'objectif de stabilité des prix présente certains risques, si la tendance au resserrement monétaire se poursuit. La Réserve fédérale a choisi d'ignorer ces risques, estimant qu'ils sont inférieurs à ceux que présente une politique monétaire qui continuerait d'être accommodante^{xxix}.

3.3. Bilan et perspectives

Le premier mandat Bush a été marqué par l'apparition de pressions déflationnistes, que l'économie américaine n'avait pas connues depuis fort longtemps. Ce phénomène est la conséquence de l'augmentation de la productivité à partir du milieu des années 1990 ; il résulte également de la fragilité de la demande, causée par les incertitudes géopolitiques. Celles-ci ont donc eu un effet sur la sphère réelle autant que sur la sphère monétaire. En fin de période, l'économie des États-Unis a été confrontée à un problème qui lui est plus coutumier :

la hausse des prix de l'énergie. Afin de stabiliser les prix, la politique monétaire a donc été accommodante, avant de devenir légèrement plus restrictive en 2004. Dans un premier temps, l'effort de stabilisation des prix a coïncidé avec le soutien à l'activité. En revanche, la perspective d'un resserrement monétaire durable met en évidence une incompatibilité potentielle de ces objectifs.

Entre 2001 et 2004, la Réserve fédérale a donc été sollicitée davantage en tant que stabilisateur de l'activité que de la monnaie, comme l'atteste le rôle qu'elle a joué dans la résolution des crises. De surcroît, il semble permis d'affirmer que l'élimination des pressions déflationnistes participe elle aussi d'une tentative de prévenir le choc récessif que représente une spirale déflationniste. Le rôle de la Réserve fédérale, en tant que garant de la stabilité monétaire au sens traditionnel du terme, n'apparaît clairement qu'en fin de période.

En dernière analyse, la politique menée par la Réserve fédérale au cours du premier mandat Bush se caractérise par son efficacité et la justesse de ses réactions. Elle n'en a pas moins suscité des controverses. Celles-ci concernent le lien entre la politique monétaire et les marchés financiers ainsi que le niveau optimal de l'inflation.

4. CONTROVERSE

Le propos n'est pas ici de présenter ces questions en détail. Il s'agit plutôt de présenter succinctement les termes du débat afin de montrer que les évolutions de l'économie sont à l'origine d'un questionnement quant à la manière dont devrait être élaborée la politique monétaire. Les interrogations qui suivent ne sont pas neuves, mais ont retrouvé de leur vigueur entre 2001 et 2004. Elles ne sont donc pas spécifiques à la période, mais celle-ci a été de nature à les raviver.

4.1. La politique monétaire et les marchés boursiers

L'éclatement de la bulle boursière et ses conséquences ont de nouveau posé le problème de la prise en compte des marchés boursiers par la Réserve fédérale. D'aucuns estiment en effet que la Réserve fédérale n'a pas été à même de corriger le déséquilibre observable à la fin des années 1990 et qu'elle serait en partie responsable de la récession. La Banque centrale américaine devrait-elle réagir aux évolutions des marchés boursiers ? Devrait-elle chercher à les influencer ?

Le lien entre la politique monétaire et les marchés boursiers s'effectue *via* le canal du taux d'intérêt : les variations du prix des actifs sont inversement proportionnelles à celles du taux d'intérêt. Les fluctuations du prix des actifs ont une incidence au niveau macroéconomique, car elles déterminent en partie la demande en modifiant le patrimoine et les coûts d'emprunt. Ceci constitue un premier argument en faveur d'une prise en compte des marchés boursiers de la part de la Réserve fédérale. Un autre argument est celui du risque de suraccumulation de capital en période de hausse du prix des actifs, comme cela s'est produit aux États-Unis en 2000-2001.

En revanche, d'autres raisons peuvent être avancées pour justifier une approche prudente de la part de la Réserve fédérale. Premièrement, il est difficile de déterminer une bulle boursière. Il n'est pas aisé, en effet, de distinguer immédiatement une hausse du prix des actifs justifiée par les fondamentaux d'une hausse fondée sur la spéculation. Ceci tient en partie au fait qu'il n'existe pas de moyen de déterminer quelle devrait être la valeur des actifs. D'autre part, le lien entre inflation et cours boursiers n'est pas vérifié : la plupart des phases de hausse des cours boursiers ont coïncidé avec des périodes de faible inflation. Enfin, une prise en compte des marchés boursiers de la part de la Réserve fédérale risque de provoquer

un aléa moral : les agents auraient tendance à prendre davantage de risques s'ils savaient que la Réserve fédérale les garantit^{xxx}.

4.2. Une cible d'inflation explicite

La pertinence du débat concernant la fixation d'une cible d'inflation explicite (*inflation targeting*) a pu être perçue, au cours de cette période, notamment en raison des pressions déflationnistes qui se sont exercées. Contrairement à d'autres Banques centrales (par exemple, la Banque d'Angleterre ou la Banque du Canada), la Réserve fédérale n'a pas de cible d'inflation explicite. Il est possible de considérer qu'elle a une cible implicite contenue dans la « règle de Taylor ». Mais, comme il a été montré précédemment^{xxxii}, elle mène une politique discrétionnaire et peut se départir de cette règle.

Selon les partisans d'une cible explicite de l'inflation^{xxxiii}, un tel cadre d'élaboration de la politique monétaire diminue le risque de déflation et permet aux autorités monétaires de conserver une marge de manœuvre en cas de pressions déflationnistes. C'est notamment le cas si la valeur-cible est fixée à 2 ou 3%. En outre, un tel cadre accroîtrait la lisibilité de la politique monétaire.

À ces arguments, il est possible d'opposer l'idée qu'il est extrêmement difficile de définir ce qu'est la « stabilité monétaire », et, partant, le niveau optimal de l'inflation. De plus, l'instauration d'une cible d'inflation ferait perdre à la politique monétaire sa flexibilité : la fixation d'une cible d'inflation affecterait l'équilibrage de la politique et notamment l'importance accordée à l'évolution de l'*output gap*^{xxxiiii}. Or, le pragmatisme de la Réserve fédérale s'est révélé efficace. Une modification dans le sens d'une « discrétion contrainte » n'aurait donc pas lieu d'être^{xxxiv}.

Bien que le débat à son sujet soit vif, la mise en place d'une cible explicite de l'inflation ne semble pas imminente. Ceci tient au fait que le Président de la Réserve fédérale y est fermement opposé. En outre, si une proposition était officiellement faite dans ce sens, il est fort probable que le Congrès serait également sceptique : fixer une valeur-cible pour l'inflation serait interprété comme une hiérarchisation des objectifs finaux de la Réserve fédérale, la stabilité des prix prévalant sur le plein emploi et la croissance^{xxxv}.

CONCLUSION

Au terme de cette analyse, se pose la question suivante : y a-t-il une politique monétaire propre au premier mandat Bush ? Au sens strict, la réponse est non. L'explication est d'ordre institutionnel : l'indépendance de la Réserve fédérale vis-à-vis de la sphère politique déconnecte les décisions prises par les autorités monétaires des intérêts politiques. Cependant, il a été montré combien l'élaboration de la politique monétaire a été influencée par la situation géopolitique. Or celle-ci est en partie le résultat de choix politiques et diplomatiques. À ce titre, il n'est donc pas si incorrect de parler d'une « politique monétaire spécifique au premier mandat Bush ».

NOTES

ⁱ *A priori* paradoxal, cet état de faits s'expliquerait notamment par les gains de productivité induits par la « nouvelle économie » et par la politique pragmatique menée par la Réserve fédérale.

ⁱⁱ En réalité, le Federal Reserve Reform Act de 1977 assigne trois objectifs à la Réserve fédérale : « un taux d'emploi maximum, des prix stables et des taux longs modérés » (« maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates »). Cf. Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Federal Reserve System. Purposes and Functions*, Washington, D.C., 1994, p. 17. Cependant, il est d'usage d'analyser l'action de la Réserve fédérale en fonction des deux premiers objectifs seulement. Cet usage est entériné par le discours officiel de la Banque centrale américaine, qui déclare poursuivre les objectifs suivants : « la croissance

soutenable et la stabilité des prix » (« sustainable growth and price stability»). Cf. Board of Governors of the Federal Reserve System, « Press Release », 21 septembre 2004.

<<http://federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2004/20040921/default.htm>>

Toutefois, le troisième objectif n'est pas occulté pour autant dans cette analyse : il est implicitement pris en compte dans la mesure où une large place est accordée à l'évolution des taux directeurs, qui influent sur les taux longs.

ⁱⁱⁱ Source : Bureau of Labor Statistics

^{iv} Le taux moyen de l'année 2000 était de 4%.

^v La Réserve fédérale dispose de plusieurs instruments pour conduire sa politique. Parmi ceux-ci, c'est néanmoins le niveau-cible du taux des fonds fédéraux (taux de l'argent au jour le jour) fixé par la Réserve fédérale qui constitue la référence pour l'analyse ainsi que pour les agents. C'est en effet sur la base de ce taux que sont fixés les autres taux du marché monétaire, en fonction de son niveau courant et des anticipations relatives à son évolution. Conformément à l'usage, il y sera fait référence dans la suite de cette analyse sous le terme simplifié de *taux des fonds fédéraux* et non sous celui de *niveau-cible du taux des fonds fédéraux*.

^{vi} Il est à noter que l'idée d'une fin des cycles a été maintes fois soutenue au cours du XX^{ème} siècle et n'est pas spécifique à cette période. Pour une confrontation de cette idée à l'économie américaine des années 1990, cf. Anton Brender et Florence Pisani, *Le nouvel âge de l'économie américaine*, Paris, Economica, 1999.

^{vii} Cf. Alan Greenspan, « The Challenge of Central Banking in a Democratic Society », allocution prononcée au American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., 5 décembre 1996.

<www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>

^{viii} « essentially part of a natural process- a correction » Robert T. Parry, « The U.S. Economy After September 11 », *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 7 décembre 2001, n° 2001-35, p. 1.

^{ix} « Before the attacks, it is possible that the decline in the economy would have been too mild to qualify as a recession. The attacks clearly deepened the contraction and may have been an important factor in turning the episode into a recession. » Comité du NBER, cité dans *Economic Report of the President*, 2002, p. 44.

^x Source : Bureau of Economic Analysis

^{xi} Le *discount window* est un dispositif grâce auquel les institutions bancaires confrontées à un problème de liquidité peuvent emprunter des fonds pour une courte période directement auprès des banques fédérales de réserve régionales à un taux d'escompte (*discount rate*) fixé deux fois par mois par le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale.

^{xii} Une opération d'*open market* désigne l'achat ou la vente de bons du Trésor (*U.S. Treasury securities*), et a pour objet de modifier la quantité de monnaie banque centrale en circulation. Dans le cas d'un achat par la Réserve fédérale, un versement d'espèces vient alimenter le compte d'une banque, et augmente ainsi la liquidité. À l'inverse, une vente de titres signifie une destruction de monnaie.

^{xiii} Pour les données relatives aux réserves de liquidité et à leurs composantes, il est possible de se reporter aux chiffres publiés chaque semaine par la Réserve fédérale dans les documents H.4.1 « Factors Affecting Reserves Balances ». <<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>>

^{xiv} Cette distinction est reprise d'après Christopher J. Neely, « The Federal Reserve Responds to Crises : September 11th Was Not the First », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mars-avril 2004, p. 29.

^{xv} « both to limit the downturn and hasten its completion ». Alan Greenspan, *The Federal Reserve's semiannual monetary policy report*, 27 février 2002, p. 1. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh>>

^{xvi} « maintain a highly accommodative stance of policy for as long as needed to promote satisfactory performance ». Alan Greenspan, *The Federal Reserve's semiannual monetary policy report*, 16 juillet 2003.

<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh>>

^{xvii} On estime que la Réserve fédérale détermine le taux des fonds fédéraux en se référant à la valeur que suggère l'équation suivante, dite « règle de Taylor » :

$$r \text{ (taux des fonds fédéraux)} = p + 0,5 \text{ « output gap »} + 0,5 \text{ (inflation observée - cible d'inflation fixée à 2\%)} + 2 \text{ (taux réel neutre qui correspond à la moyenne observée sur la période 1975-1997).}$$

Il est à noter que les coefficients affectés aux différents paramètres peuvent subir des modifications. Cette équation est présentée pour la première fois dans John B. Taylor, « Discretion Versus Policy Rules in Practice » in Allan H. Meltzer et Charles I. Plosser (dir.), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, Amsterdam, North-Holland, décembre 1993, p. 202.

^{xviii} « [...] even after this action, the stance of monetary policy remains accommodative ». Board of Governors of the Federal Reserve System, « Press Release », 10 novembre 2004.

<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2004/20041214/default.htm>>

^{xix} En toute rigueur, on considère que l'économie américaine a connu un ralentissement à partir de mars 2001, et qu'elle n'est véritablement entrée en récession qu'au mois de septembre. Cf. *supra* p. 9. Cependant, conformément à la datation finalement retenue par le NBER, il est d'usage de désigner sous le terme de récession l'ensemble de la période mars-novembre 2001.

^{xx} Pour une analyse de la récession et de sa spécificité, cf. notamment Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, 2004, chapitre 1 “Lessons from the Recent Business Cycle”, pp. 29-51 et Kevin L. Kliesen, « The 2001 Recession : How Was It Different and What Developments May Have Caused It ? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septembre/octobre 2003, pp. 23-37.

^{xxi} Les décisions de politique monétaire sont transmises avec un délai à l’activité et aux prix. La politique monétaire agit d’abord sur l’activité. L’effet d’une modification d’orientation de la politique monétaire est perceptible au bout de six mois, et maximal au bout de six à sept trimestres. L’effet sur les prix ne devient significatif qu’au bout de deux ans, et est à son maximum au bout de trois à quatre ans. (Chiffres extraits d’Adrien Verdelhan, « La politique monétaire » in Manuel Vazquez (dir.), *La Conjoncture*, Paris : La Documentation française, 2002, p. 155.)

^{xxii} Un graphique illustrant cette différence figure dans l’*Economic Report of the President*, 2004, p.40.

^{xxiii} L’inflation sous-jacente désigne l’inflation hors prix de l’énergie et de l’alimentation. Ces composantes étant les plus volatiles, le taux de l’inflation sous-jacente permet de déterminer la tendance de l’inflation à plus long terme.

^{xxiv} Cf. Ben S. Bernanke, « An Unwelcome Fall in Inflation ? », allocution prononcée à l’Université de Californie, San Diego, La Jolla, 23 juillet 2003.

<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030723/default.htm>>

^{xxv} « [...] any deflationary pressures [were] appropriately addressed before they became a problem ». Alan Greenspan, « Issues for Monetary Policy », allocution prononcée au Economic Club de New York, 19 décembre 2002, p. 2. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021219/default.htm>>

^{xxvi} Source : Board of Governors of the Federal Reserve System, *Monetary Policy Report Submitted to the Congress*, 20 juillet 2004. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2004/july/ReportSection1.htm>>

^{xxvii} Source : Bureau of Labor Statistics

^{xxviii} Alan Greenspan, *The Federal Reserve’s semiannual monetary policy report*, 16 juillet 2004.

<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/>>

^{xxix} *Ibid.*

^{xxx} Pour une présentation plus détaillée de ces arguments, voir par exemple Jean-Claude Trichet, « Les bulles financières et leurs conséquences sur la politique monétaire et la stabilité financière », *Bulletin de la Banque de France*, juin 2002, n° 102, repris dans *Problèmes économiques*, 20 novembre 2002, n° 2785, pp.16-20.

^{xxxi} Cf. § 2.3.

^{xxxii} Cf. par exemple Ben S. Bernanke, « Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juillet/août 2004, pp. 165-168.

^{xxxiii} L’*output gap* désigne l’écart entre la croissance effective et la croissance potentielle (croissance maximale qui n’engendre pas une augmentation de l’inflation).

^{xxxiv} Une série d’arguments contre l’inflation targeting figure dans Donald L. Kohn, « Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juillet/août 2004, pp. 179-183.

^{xxxv} Cet argument d’ordre politique et institutionnel est développé dans Laurence H. Meyer, « Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juillet/août 2004, p. 154.

BIBLIOGRAPHIE

1. Sources primaires

Bernanke, Ben S. « Deflation : Making Sure “It” Doesn’t Happen Here », allocution prononcée devant le National Economists Club, Washington, 21 novembre 2002.

<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>>

Bernanke, Ben S. « An Unwelcome Fall in Inflation ? », allocution prononcée à l’Université de Californie, San Diego, La Jolla, 23 juillet 2003.

<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030723/default.htm>>

Bernanke, Ben S. « Monetary Policy and the Stock Market : Some Empirical Results », allocution prononcée à l’Université de Widener, Chester, Pennsylvanie, 2 octobre 2003.

-
- <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20031002/default.htm>>
 Board of Governors of the Federal Reserve System. *Monetary Policy Report Submitted to the Congress*. Semestriel. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh>>
 Board of Governors of the Federal Reserve System. « Statistics: Releases and Historical Data » <<http://www.federalreserve.gov/releases/>>
 Board of Governors of the Federal Reserve System. *The Federal Reserve System. Purposes and Functions*. Washington, D.C. : 1994.
 Board of Governors of the Federal Reserve System. « Press Release ». 10 août 2004. <<http://federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2004/20040810/default.htm>>
 Board of Governors of the Federal Reserve System. « Press Release ». 21 septembre 2004. <<http://federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2004/20040921/default.htm>>
 Board of Governors of the Federal Reserve System. « Press Release ». 10 novembre 2004. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2004/20041110/default.htm>>
 Bureau of Economic Analysis. <<http://www.bea.gov>>
 Bureau of Labor Statistics. <<http://www.bls.gov>>
 Council of Economic Advisers. *Economic Report of the President*. Annuel.
 Gramlich, Edward M. « Oil Shocks and Monetary Policy », allocution prononcée à la Banque fédérale de réserve de Kansas City, 16 septembre 2004. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040916/default.htm>>
 Greenspan, Alan. *The Federal Reserve's semiannual monetary policy report*. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh>>
 Greenspan, Alan. « The Challenge of Central Banking in a Democratic Society », allocution prononcée au American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., 5 décembre 1996. <www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>
 Greenspan, Alan. « Issues for Monetary Policy », allocution prononcée au Economic Club de New York, 19 décembre 2002. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021219/default.htm>>
 Greenspan, Alan. « Monetary Policy Under Uncertainty », allocution prononcée lors d'un colloque organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole, Wyoming, 29 août 2003. <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030829/default.htm>>
 National Bureau of Economic Research. « Business Cycle Dating Committee ». <<http://www.nber.org/cycles>>

2. Sources secondaires

- Bernanke, Ben S. « Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juillet/août 2004, pp. 165-168.
 Direction de la prévision. *Note de conjoncture internationale*. Semestriel.
 Direction de la prévision. « Une comparaison du comportement récent de la Réserve fédérale et de la Banque centrale européenne », *Analyses économiques*, janvier 2004, n° 24. <<http://www.minefi.gouv.fr/Prevision/dpae/pdf/2004-001-24.pdf>>
Economist (The). « The Crude Art of Policymaking », 12 juin 2004, p.76.
 FMI. « Préserver la stabilité macroéconomique dans des conditions de faible inflation » in *Perspectives de l'économie mondiale*, automne 1999, chapitre IV, pp. 100-137.
 FMI. « La politique monétaire dans un environnement financier en mutation » in *Perspectives de l'économie mondiale*, juin 2000, chapitre VIII, pp. 247-261.

-
- Kliesen, Kevin L. « The 2001 Recession : How Was It Different and What Developments May Have Caused It ? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septembre/octobre 2003, pp. 23-37.
- Kohn, Doanld L. « Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juillet/août 2004, pp. 179-183.
- Kumar, Manmohan S., Taimur Baig, Jörg Decressin, Chris Faulkner-MacDonagh et Tarhan Feyzioglu. « Deflation. Determinants, Risks, and Policy Options », *IMF occasional paper* n° 221, 2003.
- Lansing, Kevin J. « Growth in the Post-Bubble Economy », *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 20 juin 2003, n° 2003-17.
- Lansing, Kevin J. « Should the Fed React to the Stock Market ? », *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 14 novembre 2003, n° 2003-34.
- Mésonnier, Jean-Stéphane. « Le “paradoxe de la crédibilité” en question », *Bulletin de la Banque de France*, n° 122, février 2004.
- Meyer, Laurence H. « Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juillet/août 2004, pp. 151-160.
- Neely, Christopher J. « The Federal Reserve Responds to Crises : September 11th Was Not the First », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mars-avril 2004, pp. 27-42.
- Parry, Robert T. « The U.S. Economy After September 11 », *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 7 décembre 2001, n° 2001-35.
- Trichet, Jean-Claude. « Les bulles financières et leurs conséquences sur la politique monétaire et la stabilité financière », *Bulletin de la Banque de France*, juin 2002, n° 102, repris dans *Problèmes économiques*, 20 novembre 2002, n° 2785, pp.16-20.
- Verdelhan, Adrien. « La politique monétaire » in Vazquez, Manuel (dir.). *La Conjoncture*. Paris : La Documentation française, 2002, pp. 143-160.