

Jean-Pierre ROTH

Président

Banque nationale suisse

Si l'on jette un regard sur l'évolution du niveau général des prix au cours des cinquante dernières années, force est de constater que la lutte contre l'inflation a marqué l'essentiel de ce court chapitre de l'histoire monétaire des pays industrialisés. En 1944, la conférence de Bretton Woods avait pourtant cherché à mettre en place des règles monétaires communes devant assurer la stabilité collective. À vrai dire, on espérait surtout éviter que la contrainte monétaire empêche un retour de la croissance et incite au protectionnisme. On le sait maintenant, les mécanismes de Bretton Woods n'ont pas eu d'effet disciplinant, l'après-guerre fut marqué par des déséquilibres de balance de paiements, de multiples dévaluations et la montée de l'inflation.

Dès le milieu des années soixante-dix, la prise de conscience se généralise que l'inflation n'apporte pas les gains espérés en termes d'emploi et qu'elle constitue même une entrave à la croissance. La lutte contre la hausse des prix devient alors prioritaire. Certains pays laissent flotter leur monnaie et adoptent des stratégies de contrôle quantitatif des liquidités. D'autres recherchent la collaboration monétaire régionale en vue de créer des îlots de stabilité.

Au fil des ans, le monétarisme va disparaître et faire place à des stratégies monétaires plus sophistiquées sans pour autant que l'objectif de stabilité des prix soit abandonné. Au contraire, de nouvelles normes de gouvernance sont adoptées devant assurer une meilleure défense de la stabilité des prix. Ainsi, dans les années quatre-vingt-dix, l'indépendance de décision des autorités monétaires vis-à-vis des autorités politiques devient progressivement la règle et la plupart des banques centrales reçoivent le mandat explicite de préserver la stabilité des prix. Le chapitre ouvert à Bretton Woods se referme : à l'idéal du multilatéralisme succède la dure réalité de la lutte nationale ou régionale pour la stabilité monétaire.

Et le problème inflationniste disparaît comme par enchantement ! Depuis 1993, la hausse moyenne des prix des pays de l'OCDE s'est élevée à 3,5 % alors qu'elle était de 8,6 % dans les quinze années précédentes. En Suisse, le taux annuel d'inflation passe sous la barre

des 2 % en 1993, une limite qu'il n'a plus franchie depuis lors. La France enregistre des progrès tout aussi remarquables : son inflation moyenne s'est élevée à 1,6 % depuis 1993, alors qu'elle atteignait 6,8 % au cours des quinze années précédentes.

La sagesse monétaire aurait-elle enfin triomphé ? L'heure de gloire des économistes aurait-elle sonné ? La corrélation temporelle entre le nouvel ordre monétaire basé sur des cibles d'inflation et la stabilité des prix est en tout cas frappante. Mais peut-on parler de causalité ? La stabilité des prix des dernières années est-elle le produit de quinze années de politique avisée des banques centrales ou bien le résultat de facteurs exogènes favorables, mais de nature temporaire, liés à la globalisation croissante de l'économie mondiale ?

Au vu des succès en matière de stabilité des prix, on pourrait être tenté de conclure que les politiques ont forcément dû être sages. Mais l'évolution rapide des agrégats monétaires et des autres indicateurs de liquidité laisse songeur. Depuis 1999, date de la création de l'euro, la masse monétaire M3 a augmenté au rythme annuel moyen de 7,6 % dans la zone de la monnaie unique. Sur quasiment la même période, aux États-Unis ou au Royaume-Uni, les agrégats ont progressé dans le même ordre de grandeur, soit aux environs de 8-9 % selon la définition retenue. Si l'inflation est forcément un phénomène monétaire, ces évolutions sont-elles compatibles avec la stabilité des prix ? Et si la réponse à cette question est négative, pourquoi n'avons-nous pas encore vu les conséquences inflationnistes de cette croissance rapide des liquidités ? Les vieilles recettes ne seraient-elles plus valables ? Ou, formulé de manière plus scientifique, la globalisation aurait-elle changé le mode de fonctionnement de nos économies, introduisant sur le marché du travail, comme sur celui des biens, des flexibilités et des rééquilibres inconnus jusqu'ici ?

Pour répondre à nos interrogations, nous avons le privilège de pouvoir bénéficier de l'expérience de Bill White, conseiller économique et chef du département monétaire et économique de la BRI.

Bill suit avec attention, depuis cet observatoire privilégié, l'application des politiques monétaires depuis plus de dix ans maintenant. Nous lui sommes reconnaissants d'avoir accepté de faire l'intervention principale. Ensuite, nous entendrons les réactions des représentants de trois pays où le problème de

l'inflation est perçu de manière bien différente : tout d'abord, Martin Redrado, gouverneur de la Banque centrale d'Argentine; ensuite Janet Yellen, présidente de la *Federal Reserve Bank of San Francisco* et finalement Yi Gang, vice-gouverneur de la *People's Bank of China*.