



HAL
open science

Contributions post-keynésiennes et institutionnalistes à l'analyse de l'inflation et de l'hyperinflation

Jonathan Marie

► **To cite this version:**

Jonathan Marie. Contributions post-keynésiennes et institutionnalistes à l'analyse de l'inflation et de l'hyperinflation. Économie et finance quantitative [q-fin]. Université Sorbonne Paris Nord, 2022. tel-04036383

HAL Id: tel-04036383

<https://hal.science/tel-04036383>

Submitted on 19 Mar 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial 4.0 International License

**Université Sorbonne Paris Nord
École Doctorale ERASME**

Habilitation à Diriger des Recherches

Document de synthèse

*Contributions post-keynésiennes et institutionnalistes à l'analyse de l'inflation
et de l'hyperinflation*

Jonathan MARIE

Maître de conférences au CEPN, Université Sorbonne Paris Nord

Présentée le 14 octobre 2022

Composition du jury

M. Jérôme BLANC, Professeur, Sciences Po Lyon, Triangle (rapporteur)

Mme Florence JANY-CATRICE, Professeure, Université de Lille, Clersé

M. Dany LANG, Maître de Conférences HDR, Université Sorbonne Paris Nord, CEPN

M. Marc LAVOIE, Professeur émérite, Université Sorbonne Paris Nord, CEPN (garant)

M. Edwin LE HÉRON, Professeur, Sciences Po Bordeaux, Centre Émile Durkheim
(rapporteur)

Mme Daniela MAGALHÃES PRATES, Senior Economic Affairs Officer, UNCTAD
(rapporteuse)

M. Jean-François PONSOT, Professeur, Université Grenoble Alpes, PACTE

Table des matières

Remerciements	3
Résumé	5
Introduction générale : Positionnement et ambition de ce mémoire	6
Chapitre 1. Cadre théorique : typologie de régimes inflationnistes et définition de l'hyperinflation	13
Introduction	13
1.1 Le régime d'inflation faible	21
1.1.1 Caractéristiques du régime d'inflation faible et présentation du modèle de base.....	21
1.1.2 Un exemple : une séquence de désinflation	27
1.1.3 Conséquences d'une augmentation des prix des inputs importés	29
1.1.4 Fragilités inhérentes du régime d'inflation faible.....	31
1.1.5 La transition vers le régime d'inflation modérée.....	32
1.2 Le régime d'inflation modérée	33
1.2.1 Caractéristiques du régime d'inflation modérée	34
1.2.2 Fragilités inhérentes du régime d'inflation modérée	38
1.2.3 La transition vers le régime de haute inflation.....	39
1.3 Le régime de haute inflation	40
1.3.1 Caractéristiques du régime de haute inflation	41
1.3.2 Fragilités inhérentes du régime de haute inflation.....	44
1.4 L'hyperinflation	45
1.4.1 Caractéristiques de l'hyperinflation.....	47
Conclusion	51
Chapitre 2. L'hyperinflation argentine de 1989. Un processus typique	53
Introduction	53
2.1. Une inflation qui se renforce nettement et qui est volatile au début des années 1970	56
2.1.1 Un contexte politique marqué par le retour du péronisme au pouvoir.....	57
2.1.2 De l'atténuation de l'inflation permis par un accord sur les salaires et les prix... ..	58
2.1.3. ... au renforcement de l'inflation déclenché par un choc externe.....	61
2.2 Indexation et établissement d'un régime d'inflation modérée à partir de 1976	64
2.3 L'indexation sur le taux de change de change du dollar : un régime de haute inflation en place dès le début des années 1980	68
2.4 Les conditions de l'hyperinflation révélées par les échecs des plans Austral et Primavera ...	70
Conclusion	76
Annexes statistiques au chapitre 2	78
Chapitre 3. Mobiliser la typologie pour comprendre comment Israël a pu éviter l'hyperinflation	81
Introduction	81
3.1 De la création d'Israël jusqu'à la fin des années 1970 : de l'inflation modérée à l'indexation sur le change	82
3.1.1 De 1948 à la fin des années 1960 : un régime d'inflation modérée	82
3.1.2 La décennie 1970 : mise en place d'un régime de haute inflation	85

3.2 Après le deuxième choc pétrolier : inexorablement vers l'hyperinflation ?	94
3.2.1 La dollarisation de l'économie s'accroît	94
3.2.2 Politique économique instable et fragilités économiques	96
3.3 Comment expliquer la réussite du plan de stabilisation ?	102
3.3.1 Les grandes caractéristiques du plan de stabilisation	102
3.3.2 Le facteur décisif : l'amélioration du solde courant de la balance des paiements	105
3.3.3 À plus long terme : atténuation de la virulence du conflit de répartition mais l'indexation sur le change reste importante	107
Conclusion.....	108
Annexe au chapitre 3	110
<i>Chapitre 4. L'hyperinflation en transition et sans conflit de répartition virulent : la Bulgarie de 1997</i>	<i>111</i>
Introduction	111
4.1 Transition post-socialiste et dynamique économique originale	112
4.1.1 Une fragilité économique préexistante à l'entame de la transition post-socialiste	112
4.1.2 De piètres performances macroéconomiques et l'influence de la politique monétaire.....	113
4.1.3 La fragilité du secteur bancaire	118
4.2 Dernières étapes vers l'hyperinflation	120
4.3 Une séquence post-keynésienne amendée	125
Conclusion : une séquence amendée... qui ne remet pas en cause la réflexion générique	129
<i>Conclusion générale.....</i>	<i>131</i>
<i>Références bibliographiques.....</i>	<i>135</i>

Remerciements

Je tiens à remercier Marc Lavoie qui a accepté de se porter garant de ce projet, et j'en profite pour lui dire que je regrette la période lors de laquelle nous partageons le même bureau à Villetaneuse. Je remercie aussi très chaleureusement Florence Jany-Catrice, Daniela Prates, Jérôme Blanc, Dany Lang, Edwin Le Héron et Jean-François Ponsot qui ont accepté de siéger. Lorsque je vous ai écrit fin février, vous m'avez immédiatement répondu positivement et ce fut un signal qui m'a particulièrement encouragé. C'est un grand honneur que vous m'avez fait. De la même façon, je vous remercie d'avoir immédiatement accepté en juin que nous reportions la date de cette soutenance initialement prévue en juillet.

Je souhaite associer à ces remerciements mon directeur de thèse, Ghislain Deleplace. Sa rigueur scientifique, la confiance transmise, ses encouragements visant à créer une ambiance d'une grande liberté intellectuelle ainsi que l'attention portée à la lecture de mes manuscrits m'auront profondément marqué. Et cela m'a offert un excellent modèle dans la direction de thèse que je cherche à reproduire auprès des doctorant.e.s que je peux encadrer. Cet accompagnement doctoral que j'ai eu l'opportunité d'initier est une activité particulièrement enrichissante ; j'en profite ici pour remercier Daouda Drabo, Alexis Jeamet et Jonas Grangeray.

Recruté comme maître de conférences en 2012, j'ai trouvé au CEPN un environnement intellectuel particulièrement stimulant ; je salue toutes et tous les collègues avec qui je prends plaisir à échanger et auprès de qui j'apprends tellement. Le potentiel de ce laboratoire est formidable. Il ne pourrait aucunement se réaliser sans l'appui constant des collègues des équipes administratives du CEPN comme de l'UFR sur lesquelles j'ai toujours pu compter.

Ce mémoire est une synthèse de travaux réalisés depuis ma thèse. Sur cette période, j'ai eu la très grande chance de travailler régulièrement et étroitement avec Sébastien Charles et Thomas Dallery. Ils pourront retrouver des éléments construits ensemble dans ce mémoire. Bien sûr, je demeure seul responsable des éventuelles insuffisances de ce travail. Cette collaboration est très précieuse pour moi ; qu'ils sachent aussi qu'au-delà de l'amitié solide qui s'est nouée, j'ai la plus profonde admiration intellectuelle pour eux. Ce mémoire se nourrit aussi de recherches en cours menées avec Eduardo Bastian. Et même si l'incertitude radicale s'impose à toutes et tous comme les dernières années nous l'ont rappelé, espérons qu'aucune nouvelle pandémie ou

aucun autre évènement médical imprévu n'entraveront à nouveau nos sessions de travail programmées de longue date...

J'ai décidé de me lancer dans des recherches doctorales en grande partie à cause d'une frustration. J'avais été formé pendant mes quatre premières années à l'université à l'économie dans un cadre standard, cadre qui m'apparaissait incapable d'expliquer le monde réel, générant des énoncés normatifs inadaptés et ne portant aucune attention aux conflits et rapports de force inhérents à tout rapport social. Je recherchais alors l'opportunité de me confronter aux analyses d'économie politique institutionnaliste puis j'ai souhaité participer à la défense de ce type d'approches dans l'enseignement, la sphère académique comme dans le débat public. Mon activité pédagogique à l'UFR SEG, au sein de l'AFEP, du CEPN, au comité de rédaction de la *Revue de la régulation* comme dans le collectif des *Économistes atterrés* répond à cet objectif et me procure beaucoup de satisfactions. Cela m'a aussi permis de rencontrer des collègues qui partagent ce désir de défendre l'hétérodoxie, les institutionnalismes. C'est un motif de fierté que d'appartenir à cette communauté et de participer modestement à son animation.

Je souhaite enfin remercier Marie et Rosa, bien sûr pour leur amour mais aussi pour la patience et la compréhension dont elles font preuve face à une activité professionnelle parfois trop envahissante. Un dernier mot d'amour pour ma maman et tous les membres de ma famille en pensant évidemment très fort à mon papa.

Résumé

Ce mémoire d'HDR est une synthèse de travaux réalisés sur la période 2010-2021. Mobilisant les théories post-keynésienne et structuraliste, il est ouvert à différents institutionnalismes. On propose une typologie de régimes inflationnistes ainsi qu'une définition de l'hyperinflation (chapitre 1). Trois régimes inflationnistes sont distingués. On identifie d'abord le régime de basse inflation dont le moteur est le conflit de répartition, conflit opposant les capitalistes aux travailleurs sur le partage de la valeur ajoutée. Ensuite on repère le régime d'inflation modérée, dans lequel l'indexation des salaires sur les prix s'ajoute au conflit de répartition pour expliquer le taux de croissance des prix. Enfin, on caractérise le régime de haute inflation par la nette accélération de la fréquence d'ajustements des salaires en réponse à l'inflation. Cet accroissement de la fréquence de l'indexation requiert un indexateur publié quotidiennement ; c'est souvent le taux de change. L'hyperinflation peut survenir depuis un régime de haute inflation : elle s'explique par les comportements autoréalisateurs sur le taux de change et le rejet de la monnaie domestique au profit d'une devise.

La typologie est ensuite éprouvée à travers trois études de cas : la trajectoire argentine (1970-1989) analysée dans le chapitre 2 apparaît comme typique, l'économie évoluant d'un régime à l'autre depuis le régime d'inflation basse jusqu'à l'hyperinflation. La trajectoire israélienne (1945-1985) étudiée dans le chapitre 3 est similaire, à ceci près que l'affaiblissement de la contrainte financière externe permet d'éviter l'hyperinflation. L'étude de la dynamique inflationniste bulgare dans le chapitre 4 dévoile une trajectoire originale par rapport aux deux premiers cas car l'inflation n'est pas initialement suscitée par le conflit de répartition mais par le choc de la transition post-socialiste.

On confirme la pertinence de l'analyse d'une dynamique inflationniste via l'étude du conflit de répartition et la grille de lecture post-keynésienne, offrant une grille de lecture mobilisable pour comprendre toutes les dynamiques de prix, y compris celles actuellement observées, et afin d'entrevoir leurs conséquences.

Introduction générale : Positionnement et ambition de ce mémoire

La rédaction de ce mémoire d'habilitation à diriger des recherches intervient plus de douze ans après la soutenance de ma thèse de doctorat (décembre 2009) et dix ans après mon recrutement comme maître de conférences (septembre 2012). Cette introduction est l'occasion de revenir sur la mise en place, l'ancrage théorique et l'évolution du programme de recherche suivi.

Ce mémoire est écrit en mobilisant largement les travaux menés depuis la soutenance de ma thèse. Pour beaucoup, ces travaux et réflexions ont été réalisés en très étroite coopération avec Sébastien Charles, Thomas Dallery mais aussi plus récemment avec Eduardo Bastian. L'ensemble des recherches menées s'établit dans le champ de la macroéconomie post-keynésienne. J'ai suivi deux grands axes de recherche : l'un concerne l'efficacité des politiques économiques, l'autre se focalise sur la compréhension de trajectoires inflationnistes et de crises hyperinflationnistes. Dans ce mémoire, c'est ce deuxième axe de recherche qui est au cœur de la réflexion.

Les travaux entrepris dans cette voie ont initialement été développés afin de répondre à deux interrogations suscitées par mes recherches doctorales et qui me semblaient insuffisamment abordées ou traitées : quelle est la nature de l'hyperinflation ? Quels sont les facteurs déclenchant l'hyperinflation ?

Il me semblait important que les réponses que je pourrais apporter à ces interrogations puissent s'articuler avec l'approche théorique post-keynésienne mobilisée dans ma thèse pour analyser la dynamique inflationniste observée en Argentine des années 1970 jusqu'en 2010 environ.

Le premier objectif de ce programme de recherche post-doctoral était alors de parvenir à mieux comprendre et expliquer l'hyperinflation argentine de 1989. Par la suite, j'ai souhaité proposer une généralisation théorique de cette analyse et la confronter à d'autres épisodes hyperinflationnistes afin de ne pas rester focalisé uniquement sur l'analyse de la trajectoire argentine. Cette démarche a aussi été adoptée par D. Drabo au cours de sa recherche doctorale, lui permettant en particulier de proposer une analyse originale de l'hyperinflation zimbabwéenne de 2008 (Drabo, 2018). M. Kulesza (2017) a effectué un travail analogue à l'occasion de la rédaction de son mémoire de M2 visant à proposer une interprétation originale de l'hyperinflation vénézuélienne repérable dès le milieu de la décennie 2010.

L'ensemble de ces travaux m'encourage aujourd'hui à conforter la définition de l'hyperinflation proposée mais aussi à chercher à identifier une séquence pouvant mener à l'hyperinflation. Pour l'écrire autrement, on cherche à définir des régimes d'inflation aux caractéristiques génériques différentes et l'enchaînement de ces régimes, qui se réalise selon certaines circonstances qu'il est nécessaire de déterminer, constitue la séquence débouchant sur l'hyperinflation.

Un objectif : caractériser toute dynamique de l'inflation et définir l'hyperinflation

La réflexion de ce mémoire s'ancre dans la macroéconomie et se focalise sur la compréhension de la dynamique des prix. L'articulation que nous proposons dans ce mémoire entre d'une part l'analyse théorique, à savoir les propositions en terme de typologie de régimes d'inflation ou de caractérisation de l'hyperinflation, et d'autre part l'analyse de cas, suppose ou postule qu'on peut repérer une dynamique des prix qui serait uniforme et appréhendée par une mesure qui est le taux d'inflation. Cette hypothèse est forte. En l'adoptant, et nous le reconnaissons volontiers, nous négligeons l'étude de dynamiques de prix différenciées, leurs causes comme leurs effets, alors que ces dynamiques peuvent exprimer ou donner lieu à des conflits importants et nourrir des inégalités marquées ou croissantes. La réflexion que nous proposons de prolonger devrait s'articuler à des recherches concernant la mise à jour des enjeux autour de la mesure même de l'inflation, tant celle-ci, parce qu'elle est un construit, éclaire aussi les enjeux de répartition. Très clairement, la mesure de l'inflation est issue d'un compromis socio-politique et ne devrait donc pas être prise comme une donnée (Jany-Catrice, 2020). Il nous apparaît ainsi opportun de conserver en tête ce conseil de Mügge (2020) : "the real-world impact of statistics always depends on how they are understood, used, and subverted. It hinges on statistical practices, not just on abstract measurement approaches. As political economists we are political agents when we define, and reproduce, our object of study."

Au-delà de la nécessaire prudence qu'on devrait conserver vis-à-vis des indicateurs macroéconomiques, les précédentes remarques nous offrent une première piste à explorer pour de futures recherches : la caractérisation du rôle joué par les indicateurs de prix dans tel ou tel contexte nous semble pouvoir s'articuler avec les réflexions proposées par la suite de ce mémoire. D'ailleurs, au cours de bien des épisodes historiques on relève que les polémiques s'attisent ou s'enveniment autour de la mesure de l'inflation, les instituts chargés de produire ces statistiques pouvant être accusés de minimiser son rythme. Par exemple, en Argentine, au cours de l'année 2007, une vive controverse a opposé l'administration du président péroniste

N. Kirchner à l'opposition, celle-ci accusant l'institut national argentin des statistiques de truquer les chiffres, sur ordre de la présidence, afin de masquer les effets inflationnistes de sa politique. Exemple inverse : à la fin du mois de janvier 2022, le président Erdogan limoge le chef de l'agence nationale turque des statistiques car les chiffres de l'inflation lui apparaissaient trop élevés. Dernier exemple, dans son ouvrage, Jany-Catrice (*op. cit.*) indique comment en France la CGT a promu un indice des prix alternatif à l'indice des prix à la consommation de l'INSEE en particulier afin d'appuyer ses revendications salariales. Il n'apparaît alors pas surprenant de remarquer que la CGT lance cet indice alternatif en 1972, alors que le pouvoir syndical est historiquement très élevé, pour l'abandonner en 1998, à une période où le pouvoir de négociation des travailleurs et l'influence syndicale sont très nettement affaiblis. L'histoire de l'indicateur alternatif de l'inflation apparaît clairement comme une confirmation de cette tendance.

L'analyse des causes de la dynamique de l'inflation que nous proposons se construit autour de réflexions en termes de conflit de répartition ou d'inflation provoquée par les coûts (*cost push inflation*). Ce type de recherches a généré un grand nombre de travaux théoriques comme empiriques au sein du courant post-keynésien et ce dès sa constitution dans les années 1970. Cela s'explique en particulier par la nécessité pour les post-keynésiens de contrer les explications proposées par l'approche monétariste ou celle des nouveaux-classiques concernant l'inflation. Ces courants de pensée ont en commun d'adopter une approche quantitativiste de l'inflation : pour eux, la hausse des prix est provoquée par un excès d'offre de monnaie.

L'école post-keynésienne, composée par des chercheurs fortement influencés par les travaux de J.M. Keynes bien sûr, mais aussi par ceux de M. Kalecki, P. Sraffa ou encore A. Lerner, plonge ses racines dans les travaux pionniers de J. Robinson, N. Kaldor, L. Pasinetti, A. Eichner, H. Minsky ou P. Davidson. Elle se structure véritablement à partir des années 1970. On le sait, c'est une période d'augmentation de l'inflation et de ralentissement de la croissance économique, en particulier dans les économies dites développées. Cet environnement macroéconomique rend nécessaire pour les post-keynésiens la réalisation de travaux qui analysent ce contexte de hausse des prix de manière différente de l'analyse quantitativiste ; ils seront bien sûr mobilisés dans la suite de ce mémoire. Les recherches que je mène s'appuient donc sur un socle analytique post-keynésien largement constitué pour analyser l'inflation.

Mais de manière peut-être surprenante, peu de travaux post-keynésiens traitent de l'hyperinflation. Par exemple, en effectuant en mai 2022 une recherche bibliographique via le logiciel en ligne *EBSCO Business Source Complete + Econlit* et en recensant le nombre de résumés d'articles publiés par le *Journal of Post Keynesian Economics* qui mentionnent le

terme d'hyperinflation depuis son lancement en 1978, on trouve... 2 articles¹. Le JPKE est indéniablement une, sinon la, revue structurante ou animatrice du courant post-keynésien ; à ce titre, cela est révélateur. La même recherche effectuée avec le *Cambridge Journal of Economics* (dont le 1^{er} numéro fut publié en 1977) n'aboutit à aucune proposition. Bien sûr, ce type de repérage est très grossier et il existe des articles qui ne sont pas explicitement centrés sur l'analyse de l'hyperinflation mais qui abordent ces questions, y compris du point de vue théorique (le meilleur exemple dans le CJE justement est certainement Carvalho, 1993, référence que nous mobilisons largement par la suite).

Bien souvent, quand l'hyperinflation est évoquée dans des travaux ou manuels post-keynésiens², c'est pour indiquer qu'elle ne peut en aucun cas être provoquée par un excès d'offre de monnaie, tout simplement car cette dernière est endogène à l'activité économique (par exemple Lavoie, 2014, p. 541). Wray (2012), développant l'approche de la théorie monétaire moderne (branche de l'analyse post-keynésienne), ne fait pas autrement : afin de rejeter l'argument quantitativiste selon lequel l'hyperinflation serait la conséquence d'une politique budgétaire laxiste et d'une politique monétaire accommodante, il qualifie de simpliste cette explication. L'hyperinflation ne saurait être provoquée par un excès d'offre de monnaie et on observe d'ailleurs d'autres problèmes lors des périodes d'hyperinflation : troubles socio-politiques, effondrement de l'offre productive, dettes libellées en devises ou en or, faiblesse du gouvernement... Ces observations ne nous semblent absolument pas injustifiées, mais l'enjeu du programme de recherche entamé en 2010 est de parvenir à les articuler au sein d'un cadre analytique cohérent et aussi robuste que possible.

Une proposition théorique aux influences diverses

Proposer une analyse post-keynésienne ne se fait donc pas à partir d'une page vierge. Afin de constituer ou renforcer ce cadre, en particulier pour de définir l'hyperinflation, et comme nous

¹ L'un ne se focalise d'ailleurs pas sur les explications de l'hyperinflation mais sur les effets des politiques restrictives adoptées après une hyperinflation (Podkaminer, 1995). L'autre (Charles et Marie, 2016) propose un modèle explicatif de la survenue de l'hyperinflation : le conflit de répartition, la dette externe et les anticipations sur le change jouent un rôle décisif. Ce mécanisme va être au cœur des raisonnements développés dans ce mémoire.

² On pourrait aussi souligner que des auteurs qui se qualifient de Keynésiens, face aux phénomènes de fortes inflations voire d'hyperinflations, peuvent être enclins à adopter des réflexes quantitativistes, faisant de l'inflation la conséquence d'une politique monétaire trop accommodante. Par exemple, Eatwell et Milgate (2011, p.33) dans un ouvrage dont l'ambition autoproclamée est de réhabiliter la pensée keynésienne après la crise financière de 2008, estiment que l'hyperinflation observée au Zimbabwe dans la 1^{ère} décennie du XXI^{ème} siècle peut s'interpréter selon la grille d'analyse monétariste... Cette observation conforte selon nous l'importance d'être en mesure de proposer une analyse de l'hyperinflation convaincante et cohérente et qui ne soit pas basée sur ces préceptes quantitativiste si on estime qu'ils ne sont pas vérifiés dans la réalité.

le verrons dans le prochain chapitre, nous mobilisons notamment les écrits et observations de J. Robinson ou de N. Kaldor au sujet de l'hyperinflation allemande de 1923, ainsi que la proposition de modélisation de l'hyperinflation effectuée par M. Kalecki. Plus précisément, comme le remarquent Câmara et Vernengo (2001) ou Drabo (2019), les écrits de Robinson se situent dans une voie ouverte par K. Helferrich (1927) : la dynamique hyperinflationniste doit s'appréhender selon une causalité qui part des variations du change et mène à celles des prix. Cette approche est parfois qualifiée d'approche de l'hyperinflation par la balance des paiements. Cette causalité, mise en avant aussi par Robinson, sera de la même manière au cœur de nos propositions. Elle s'oppose à l'approche quantitativiste notamment proposée par Bresciani Turrone, référence de ce courant d'analyse pour ses travaux menés lors des années 1930 sur l'hyperinflation allemande (voir par exemple Drabo, 2019).

Mais l'analyse de l'hyperinflation que nous proposons, comme étant une crise monétaire d'ampleur extraordinaire, est aussi très largement influencée par les écrits des chercheurs français s'inscrivant dans le courant de l'institutionnalisme monétaire francophone. Cette introduction est l'occasion d'attester de cette influence qui est certainement insuffisamment mise en valeur dans le reste du présent mémoire. Ainsi, nous reprenons à notre compte le fait que la monnaie institue ou indique l'existence d'un rapport d'appartenance de membres à un groupe social, à une collectivité. La monnaie est alors par nature issue de rapports sociaux, soumise à l'influence de ceux-ci tout comme elle peut être un instrument pour favoriser tel ou tel groupe. Cette observation est au cœur des travaux menés par M. Aglietta et A. Orléan (voir par exemple Aglietta et Orléan, 1982). Reconnaître cette influence est nécessaire car elle implique l'idée clé selon laquelle « la monnaie résulte d'un processus collectif d'élection grâce auquel une communauté de producteurs de marchandises construit sa cohésion en faisant émerger une représentation partagée de la valeur, à savoir l'unité de compte » (Orléan, 2022). Leur influence est décisive pour nous permettre de boucler notre raisonnement : la crise hyperinflationniste marque l'impossibilité pour une monnaie de conserver son statut, renversée par une crise de confiance. L'enjeu est alors de comprendre comment cette crise peut survenir, et ce dans une trajectoire ou séquence historique ; cela implique qu'on s'intéresse aux dynamiques de changement. Il y a, selon nous, des explications d'ordre macroéconomique qui peuvent conduire à la perte de confiance dans la monnaie par ses utilisateurs. On peut d'ailleurs remarquer que la réflexion que nous proposons entre tout à fait en résonance avec un programme de réflexion keynésien. En effet, Keynes admet bien l'importance de la confiance dans la monnaie, et il écrit d'ailleurs en 1922 :

“That is what one means when one says that the value of the currency is a matter of confidence. The phrase is very often used very loosely” (Keynes, p.14, 1981).

Pour le dire autrement, il s’agit pour nous d’identifier des mécanismes qui mettent en péril le maintien de la confiance dans la monnaie et donc l’existence même de celle-ci dans des contextes fortement inflationnistes. Développer une réflexion focalisée sur la fragile confiance dans l’institution monétaire est une ambition notamment assumée par les théories françaises de la monnaie (voir par exemple Alary *et al.*, 2016) ; en ce sens nous espérons que les recherches synthétisées dans ce mémoire peuvent aussi être reconnues comme des contributions institutionnalistes à la compréhension du fait monétaire.

Une analyse de macroéconomie institutionnelle

Cette introduction est donc aussi l’opportunité de souligner l’ancrage de la démarche adoptée dans ce mémoire au sein de ce qu’on peut appeler la macroéconomie institutionnelle. Adaptant les critères proposés par Hodgson (2000), plusieurs caractéristiques nous permettent de repérer ce qu’est une analyse que l’on peut ainsi qualifier.

D’abord, une analyse relève de la macroéconomie institutionnelle si les institutions sont spécifiquement étudiées, c’est-à-dire si l’analyse de la dynamique macroéconomique s’effectue à l’aune d’une réflexion concernant l’intégration au raisonnement de la dynamique institutionnelle. C’est ce que nous proposons ici, en invitant à étudier spécifiquement l’inflation comme étant provoquée par un rapport social particulier, tout comme nous focalisons l’attention sur l’évolution de l’institution monétaire et de la confiance portée par les utilisateurs de la monnaie envers elle.

Ensuite, l’analyse doit être nourrie par (ou ouverte à) l’intégration d’éléments apportés par d’autres sciences sociales comme la sociologie, la science politique, l’anthropologie, l’histoire ou encore la psychologie. En effet, une analyse institutionnelle centre son raisonnement sur le rôle joué par les institutions et les comportements humains ; les comprendre nécessite d’avoir recours aux apports de ces disciplines. Là encore, la démarche proposée correspond à ces caractéristiques ; si nous ne prétendons pas proposer une analyse transdisciplinaire, notre analyse économique peut être alimentée par les réflexions menées au sein d’autres disciplines des sciences sociales.

La macroéconomie institutionnelle admet enfin que le système économique évolue perpétuellement, à la suite de changements incrémentaux comme de crises. Chaque système est situé dans un environnement particulier, lui-même affecté par les changements technologiques

et structurels. De plus, ce système est constitué d'un entrelacement de relations sociales, politiques, culturelles et de pouvoirs, cristallisés dans des institutions. En découle la possibilité que les institutions comme les comportements et par là même les régularités économiques soient différents selon les contextes. Ces caractéristiques doivent permettre de penser ou d'appréhender le changement, l'évolution, la diversité, donc la réalité. Là encore, les raisonnements déployés dans ce mémoire visent à se conformer à ces principes.

Une méthode empirique ou historico-déductive

Un objectif important du programme de recherche présenté dans ce mémoire est donc de proposer une analyse originale de l'hyperinflation. Pour cela, la méthode mobilisée peut être qualifiée de méthode empirique ou historico-déductive : des études de cas doivent permettre de constituer ou renforcer une analyse théorique.

Cette approche, on peut aussi la qualifier d'économie politique historique, car, comme nous le verrons par la suite, chaque étude de cas cherche à caractériser une trajectoire macroéconomique et historique originale en analysant l'évolution d'un rapport social particulier à partir d'une grille de lecture analytique. L'organisation du mémoire ne mobilise pas les travaux en suivant l'ordre chronologique selon lequel ils ont été effectués. Le premier chapitre présente le cadre théorique et la typologie des régimes inflationnistes ainsi que la définition de l'hyperinflation proposée. Le deuxième chapitre mobilise ce cadre théorique pour proposer une analyse de l'évolution de l'inflation en Argentine depuis les années 1970 jusqu'à l'hyperinflation de 1989. Le troisième chapitre propose un même exercice mais concernant la trajectoire israélienne depuis la constitution de l'État hébreux jusqu'au milieu des années 1980, alors qu'on pouvait craindre que l'hyperinflation survienne dans cette économie. Enfin, le quatrième chapitre analyse l'hyperinflation bulgare de 1997.

La conclusion de ce mémoire sera l'occasion de proposer des pistes de recherche ultérieure et de s'interroger sur le contexte actuel et le rebond de l'inflation observé depuis l'année 2021, accru par un contexte géopolitique chamboulé par la guerre en Ukraine. Ce contexte provoque d'ores et déjà un regain d'intérêt pour les travaux concernant l'inflation.

Chapitre 1. Cadre théorique : typologie de régimes inflationnistes et définition de l'hyperinflation³

Introduction

Dans ce mémoire d'HDR, nous établissons un cadre théorique et analytique qui nous permet de caractériser différents régimes inflationnistes et de définir l'hyperinflation. Cela doit rendre possible l'analyse de toute dynamique d'évolution des prix dans une économie monétaire de production. Ces propositions sont par la suite mobilisées afin de procéder à différentes études de trajectoires inflationnistes ou d'épisodes hyperinflationnistes.

La typologie des régimes inflationnistes que nous échafaudons s'établit à partir de différentes sources intellectuelles qui font toutefois preuve d'une cohérence analytique. Deux caractéristiques principales permettent de repérer cette cohérence.

D'abord, nos références théoriques admettent explicitement le caractère endogène de la monnaie ; cela nous incite à rejeter les théories qui postulent une relation causale dans le processus inflationniste entre la quantité de monnaie en circulation et le niveau général des prix. Ensuite, nous admettons l'idée selon laquelle l'évolution des prix est elle-même suscitée par l'évolution des coûts supportés par les producteurs ainsi que les éventuelles variations des taux de marge appliqués par ces mêmes producteurs sur leurs coûts. Cela implique de rejeter les analyses qui font de l'inflation une conséquence mécanique de la rareté ou des forces de marché. L'inflation n'est pas non plus la conséquence mécanique des variations de la demande ; elle ne survient pas uniquement ni forcément sous l'effet d'une activité économique intense ou qui se renforce. Dès lors, notre cadre théorique n'est pas compatible avec les analyses qui reposent sur une lecture mécanique de la courbe de Phillips.

Une réflexion qui dépasse une lecture mécanique de la relation de Phillips

La courbe de Phillips est une des relations les plus connues et discutées par les économistes. Comme on le sait, dans son article séminal de 1958, A. Phillips propose de repérer à partir de

³ Ce chapitre reprend en grande partie la réflexion proposée dans le document de travail co-écrit avec Sébastien Charles et Eduardo Bastian (2021) « Inflation regimes and hyperinflation. A Post-Keynesian/Structuralist typology », *Discussion Paper*, 32, IE-UFRJ, <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-03363240/>

la constitution d'un nuage de points sur des données compilées sur la période 1861-1957 concernant l'économie du Royaume-Uni, une relation négative entre le taux de chômage (en abscisse) et le taux de croissance des salaires nominaux (en ordonnées). Lors des années 1960, en particulier à la suite des travaux de P. Samuelson ou de R. Solow, s'est imposée une courbe de Phillips amendée : elle met en évidence une relation inverse entre le taux de chômage et le taux de croissance du niveau général des prix. Cette relation s'intègre dans la modélisation IS-LM et vise justement à expliquer la dynamique des prix dans un tel cadre (voir par exemple Pérez Caldentey *et al.*, 2020).

Dorénavant, on appelle courbe de Phillips toute représentation de la relation entre le taux de chômage et le taux d'inflation. La courbe de Phillips dite de court terme est encore aujourd'hui très généralement représentée sous la forme hyperbolique originelle qu'avait proposée Phillips, en particulier dans les manuels ; elle indique, à court terme tout du moins, qu'on admet une relation négative entre le taux de chômage et le taux d'inflation.

A long terme (et même dès le court terme selon les propositions nouvelles-classiques qui postulent que les agents sont dotés d'anticipations rationnelles), la forme de la relation de Phillips est remise en cause sous l'effet des anticipations (adaptatives ou rationnelles donc) et l'influence de celles-ci sur l'évolution des salaires nominaux. C'est le sens du raisonnement proposé par M. Friedman⁴, le taux de chômage ne pourrait durablement s'éloigner d'un niveau naturel ou d'équilibre : la courbe de Phillips est verticale. Alors, l'inflation observée dans l'économie est identique à l'inflation anticipée par les agents et les salaires nominaux progressent au même rythme que l'inflation, ce qui génère une situation d'état stationnaire : l'économie se situe au taux de chômage d'équilibre ce qui permet la stabilisation du taux d'inflation. La Nouvelle Économie Classique radicalise cette proposition dans les années 1970 en reprenant le concept de chômage naturel et en mobilisant la notion d'anticipations rationnelles pour décrire les comportements : ici, les agents anticipant immédiatement les effets inflationnistes d'une politique économique visant à soutenir la demande, les variations de l'emploi de court terme envisagées par Friedman ne se réalisent plus.

Les tenants contemporains du Nouveau Consensus en Macroéconomie sont influencés par ces courants : dans cette vision standard de la macroéconomie, le taux de chômage ne peut

⁴ Friedman (1968) construit un raisonnement en termes de salaire réel ; la réduction de celui-ci sous l'effet de l'inflation générée par le surcroît d'activité à court terme rend possible la croissance de l'emploi avant que les anticipations des travailleurs ne se modifient provoquant une hausse des salaires nominaux et le rétablissement du salaire réel annulant l'effet initial. Deleplace (2018) détaille les trois ingrédients clés du raisonnement : le salaire réel donc mais aussi la présence d'un taux de chômage « naturel » et l'importance des anticipations dans l'ajustement. Pour une critique post-keynésienne détaillée de la notion de taux de chômage d'équilibre, voir Lang (2009).

durablement s'éloigner de son niveau d'équilibre sans générer d'effet sur le rythme de l'inflation.

Comme le souligne Lavoie (2022), cette verticalité de la courbe de Phillips est permise par le fait que les salariés sont non seulement en capacité de formuler des anticipations sur l'inflation qui coïncident avec l'inflation réalisée, mais aussi qu'ils parviennent à répercuter intégralement ces hausses de prix sur les salaires. Pour le dire autrement, dans ces raisonnements on postule qu'en moyenne les agents ne font pas d'erreur dans leurs anticipations et que l'indexation des salaires sur les prix est intégrale.

Cette interprétation de la relation de Phillips est au cœur des théories *mainstream* : les variations du taux d'inflation à court terme sont provoquées par des écarts entre le taux de chômage observé et le taux de chômage naturel ; si le premier est inférieur au second, l'inflation augmente et il est vain de chercher par une politique économique expansionniste (que ce soit par la politique budgétaire comme par la politique monétaire) à demeurer dans cette situation. Cela ne ferait qu'alimenter encore l'inflation. La recommandation en termes de politique économique est claire : dans une telle situation il convient de faciliter le retour au taux de chômage d'équilibre par un resserrement de la politique monétaire. Ce raisonnement est notamment à la base de la règle de Taylor, règle qui formule une norme de détermination du principal taux d'intérêt directeur par une Banque centrale⁵.

Dans cette vision, le niveau du taux de chômage naturel est la conséquence des conditions de l'offre, indépendamment du niveau de la demande agrégée ou de la demande effective. Ainsi, le taux de chômage naturel est d'autant plus faible que l'on observe un taux de croissance de la productivité élevé, sous-tendu par des taux d'inflation réduits, ou que le marché du travail n'est pas caractérisé par des « rigidités » (Lavoie, 2022).

Ces formulations ou interprétations de la relation de Phillips sont rejetées par les économistes post-keynésiens, et ce pour deux raisons.

D'abord, la verticalité de la courbe de Phillips suppose que les travailleurs soient tout à la fois capables de faire des anticipations correctes sur le niveau des prix et qu'ils soient en mesure de réclamer et d'obtenir des augmentations des salaires nominaux exactement équivalentes au rythme de l'augmentation des prix. Dit autrement, cela suppose que l'indexation des salaires sur les prix soit parfaite. Le réalisme de cette hypothèse ne semble pas pouvoir être systématiquement généralisé, le degré d'indexation des salaires en fonction des prix pouvant

⁵ On peut par exemple proposer de se reporter à Stirati et Paternesi Meloni (2018) pour une analyse critique et détaillée de l'interprétation de la courbe de Phillips au sein du courant Nouveau Keynésien influencée par le Monétarisme friedmanien et des faiblesses des concepts de taux de chômage d'équilibre ou encore de NAIRU.

fortement évoluer dans une économie au gré des évolutions institutionnelles comme il peut être très différent d'une économie à l'autre.

Ensuite, empiriquement, on n'observe pas systématiquement une relation décroissante entre le chômage et l'inflation. Ce résultat pousse certains à proposer une représentation de la courbe de Phillips qui est horizontale, au moins dans un segment intermédiaire (voir par exemple Freedman *et al.*, 2004 ou Lavoie, 2014). Cette portion de la relation de Phillips horizontale signifie qu'une variation du taux de chômage sur le segment concerné n'a pas d'effet sur le taux d'inflation. Cela peut s'interpréter par le fait que les travailleurs pourraient dans cette situation ne pas revoir leur exigences salariales suite à la variation du taux de chômage observée.

La remise en cause de la construction dominante de la relation de Phillips ne signifie pas que les post-keynésiens nient le fait qu'une relation entre le taux de chômage et le taux d'inflation existe ou puisse exister. Seulement, les mécanismes qui sont susceptibles de se réaliser entre ces deux variables sont différents des mécanismes supposés précédemment ; le taux de chômage semble devoir jouer de manière indirecte et conjointement à d'autres facteurs dans la détermination des prix. Pérez Caldentey *et al.* (2020) rappellent ainsi que de nombreuses études révèlent que l'inflation est susceptible d'être plus directement influencée par des facteurs de coûts (comme les coûts de l'énergie, des biens importés ou des variations du change) que directement par le niveau du chômage.

Cette rapide discussion au sujet de la relation de Phillips ne vise pas à justifier le fait que nous estimons que le niveau de chômage ne peut pas avoir d'influence sur celui de la progression des prix. En fait, elle nous permet de justifier le développement d'analyses qui s'opèrent au sein d'un cadre qui intègre d'autres facteurs explicatifs concernant l'évolution des prix que le niveau de chômage, que ces facteurs soient institutionnels ou d'ordre macroéconomique. Comme nous le soulignerons par la suite, cela est indispensable dès lors qu'on assume comme nous le faisons que l'inflation est un rapport social, ce qui admet que l'inflation est le résultat de rapports de forces qu'on schématise à travers le conflit de répartition. Il existe une longue tradition d'analyses de phénomènes économiques qui placent au centre de la réflexion les rapports sociaux ou de classe et qui s'intéressent à leurs influences sur la répartition. Cet angle d'analyse est clairement assumé chez Marx comme plus tard chez Kalecki, mais il est assurément présent aussi chez Keynes (Bortz, 2017).

Nous assumons donc le fait que la dynamique économique comme celle des prix ou, entre autres exemples, les caractéristiques des marchés comme celles de la concurrence, sont systématiquement historiquement et géographiquement situées, soumises à l'influence des relations sociales. Ces relations ne peuvent en aucun cas être réduites à des relations atomisées,

nouées par des individus parfaitement égaux. Nous cherchons à penser ces relations de manière globale, en reconnaissant l'existence de rapports de force et de conflits, en particulier en termes de conflits entre classes sociales, ici entre travailleurs et capitalistes. Cela implique que l'évolution institutionnelle soit prise en compte sinon étudiée.

La mobilisation d'un cadre théorique post-keynésien

L'analyse de l'inflation que nous déployons est cohérente avec ces objectifs méthodologiques. En plus de s'appuyer largement sur les contributions effectuées par des auteurs post-keynésiens permettant d'analyser une dynamique inflationniste (on se réfère ainsi à l'analyse initiée par Weintraub, 1958 ou Rowthorn, 1977 et plus particulièrement aux modèles synthétiques de Dutt, 1987 ou de Lavoie, chapitre 8, 2014), la typologie des régimes d'inflation proposée intègre aussi certains des apports importants effectués par les auteurs structuralistes latino-américains (en particulier Pazos, 1963). Ces derniers focalisent leurs analyses sur l'importance des phénomènes d'indexation dans une dynamique inflationniste. Nous proposons que les modalités de l'indexation des salaires sur l'inflation constituent un sinon le critère décisif permettant de repérer différents régimes inflationnistes.

La typologie permet de prendre en compte les différentes sources de l'inflation et elle met en évidence les liens entre l'inflation et la répartition fonctionnelle du revenu, c'est-à-dire la répartition de la valeur ajoutée entre rémunération du travail et rémunération du capital. Nous raisonnons à partir de la répartition primaire du revenu. Cela signifie que pour les travailleurs, la rémunération du travail analysée par la répartition primaire correspond en fait au coût du travail total et comprend le salaire net, les cotisations salariales ainsi que l'ensemble des primes diverses qui peuvent être perçues quand elles sont versées par les employeurs. La rémunération du capital (ou profit ici) désigne ce qu'il reste après la rémunération du travail. Cela comprend certes la rémunération des propriétaires de l'entreprise, mais aussi la rémunération des créanciers des entreprises, les impôts sur les bénéfices versés à l'État ou encore la fraction des bénéfices non distribués par les entreprises aux propriétaires afin de financer l'autofinancement. Le raisonnement effectué nous permet de mettre en évidence les rôles joués dans une dynamique inflationniste (ainsi que leurs conséquences) par le conflit de répartition entre capitalistes et travailleurs, par l'indexation des salaires (généralement sur les prix domestiques mais parfois aussi sur le taux de change) comme par l'indexation d'autres contrats. D'autres éléments de coûts supportés par les firmes (comme les variations des prix des inputs importés, les charges financières...) peuvent et doivent aussi être intégrées à l'analyse.

Nous employons le terme « régime d'inflation » parce que nous souhaitons mettre en évidence des ensembles d'arrangements institutionnels dans lesquels sont générés l'évolution des prix comme celle des salaires ; dans un régime d'inflation donné on doit donc repérer des éléments de régularité (dans la manière dont évoluent les prix, dont sont établis les prix...), ce qui ne signifie pas qu'au sein d'un régime l'inflation ne puisse varier au fil du temps. Les régimes identifiés sont en quelque sorte des idéaux-types ; si on souhaite analyser l'inflation dans un contexte historique ou géographique particulier, la dynamique en œuvre doit s'apparenter à tel ou tel régime. Au sein de chaque régime nous identifions des caractéristiques institutionnelles ou des conventions spécifiques, comme autant de règles formelles ou non formelles, tout comme nous cherchons à identifier des comportements réguliers émanant des agents économiques qui ont des conséquences particulières sur l'inflation. Cela inclut, entre autres exemples, la façon dont les salaires sont négociés entre travailleurs et employeurs comme la façon dont les prix sont établis ou révisés par les firmes ; ainsi, doivent être prises en compte la législation sur les négociations salariales ou celle portant sur la capacité de réviser les prix de vente des biens et des services. Doit aussi être intégrée la recherche concernant l'existence de mécanismes d'indexation, mécanismes qui peuvent eux aussi être formels ou non. Lorsqu'ils existent, il faut déterminer si ces mécanismes sont généralisés et s'interroger sur l'indexateur utilisé. L'inflation, provoquée initialement par le conflit de répartition ou une augmentation des prix des inputs importés, peut selon les régimes être entretenue voire alimentée par l'indexation ou l'évolution du taux de change. L'analyse de cas spécifiques permet en retour de tester la cohérence du cadre théorique proposé, suscitant le cas échéant des amendements de celui-ci. D'ailleurs, l'organisation de ce mémoire ne reflète pas la façon dont ce cadre théorique a été construit et éprouvé chronologiquement, puisque c'est par les études de cas (présentées dans les chapitres suivants) et la confrontation des faits analysés à la littérature existante qu'une typologie a ensuite pu être constituée. En ce sens, bien que s'appuyant largement sur la littérature post-keynésienne, notre démarche peut être qualifiée d'empirique ou d'historico-déductive.

La notion de régime

La notion de régime renvoie à celle d'une certaine durabilité temporelle, voire à une certaine stabilité, du moins dans le sens que les caractéristiques particulières repérées dans chacun des régimes perdurent sur plusieurs périodes. C'est une définition tout à fait compatible avec la

notion de régime institutionnel proposée par exemple par Setterfield et Cornwall (2002, p.71), indiquant qu'un régime institutionnel est une :

« relatively enduring macro-institutional structure within which economic behavior takes place. It constitutes the operating system that provides the social infrastructure necessary, in an environment of uncertainty and conflict, to create stability, undergird the state of long-run expectations, reconcile competing distributional demands and hence facilitate economic activity among decentralized decision makers ».

Nous identifions trois régimes d'inflation différents : le régime d'inflation faible, le régime d'inflation modérée et enfin le régime d'inflation élevée. Les caractéristiques de ces régimes sont apportées dans les sections suivantes. Bien sûr, il apparaît évident que les niveaux d'inflation observée dans chacun des régimes s'élèvent à mesure que l'économie passe d'un régime à l'autre. Néanmoins, nous insistons sur le fait que ces niveaux ne peuvent être les caractéristiques des différents régimes : nous cherchons à pointer des évolutions institutionnelles et des modifications de comportements des agents entre chaque régime.

Lorsqu'on étudie une trajectoire inflationniste, l'économie peut bien sûr passer d'un régime inflationniste à l'autre. La typologie proposée permet justement de mieux repérer les évolutions institutionnelles et structurelles expliquant le passage d'un régime à l'autre. Identifier les fragilités de chaque régime permet aussi de comprendre ce qui peut susciter le passage d'un régime à un autre. Chaque régime pouvant en outre générer des contraintes, qui affectent non seulement la capacité de mener la politique économique par la mobilisation des instruments traditionnels de la politique budgétaire et de la politique monétaire mais qui peuvent aussi contraindre les objectifs de celles-ci (par exemple quand il devient nécessaire de stabiliser le change pour éviter que l'inflation ne progresse de manière explosive). Nous verrons aussi que la désinflation et le passage d'un régime d'inflation élevée à un régime d'inflation plus faible peut être difficile car des mécanismes institutionnels doivent être démantelés et certains comportements hérités du passé doivent être abandonnés.

La définition de l'hyperinflation proposée s'articule avec celles des différents régimes inflationnistes. Toutefois, l'hyperinflation est par essence un état instable et à ce titre elle ne peut être qualifiée comme étant un régime. Cette définition n'est pas basée sur un critère quantitatif comme cela l'est par exemple dans la célèbre définition de l'hyperinflation par Cagan⁶. Nous souhaitons rester dans un cadre théorique post-keynésien, tout en le nourrissant de manière marquée par notre influence institutionnaliste.

⁶ Cagan (1956, p.25) repère le début d'une hyperinflation lorsque le taux d'inflation mensuel excède 50% et il repère la fin de cet épisode lorsque le taux d'inflation repasse en dessous de ce seuil pendant au moins un an. Dans

Par la filiation post-keynésienne, nous nous référons notamment à la définition de l'hyperinflation de Kalecki (1962) : selon lui, l'hyperinflation se repère lorsqu'on observe une tendance généralisée au sein d'une économie à la conversion des unités monétaires en biens. Cette définition est proposée dans le cadre d'une économie fermée. Il nous semble possible d'extrapoler le raisonnement de Kalecki dans le cadre d'une économie ouverte : nous retenons alors l'idée décisive selon laquelle l'hyperinflation se caractérise par la fuite devant les unités de monnaie domestique, mais nous proposons que cette fuite s'effectue vers une devise et non vers un ou des bien(s). Cette caractéristique va nous permettre de définir l'hyperinflation. Empruntant cette veine post-keynésienne, nous nous référons aussi à Robinson (1951) ou Kaldor (1982), qui mettent en avant le lien inextricable entre les variations brutales du taux de change et celle des prix lors de l'hyperinflation allemande du début des années 1920. Ces auteurs soulignent qu'en Allemagne de 1921 à 1923, si le taux de change est stabilisé, les prix exprimés en monnaie domestique peuvent l'être aussi alors qu'à l'inverse, toute variation du change entraîne des variations des prix.

Conformément à ces analyses, l'hyperinflation survient lorsque les agents rejettent la monnaie domestique au profit d'une devise, ce phénomène étant donc indissociable d'une crise de change (une rupture brutale et massive du taux de change de la monnaie domestique marquant la forte dépréciation externe de celle-ci).

Le cadre théorique que nous proposons mobilise aussi des enseignements offerts par l'institutionnalisme monétaire francophone, en particulier par l'institutionnalisme développé par Aglietta et Orléan (1982). Ainsi, la confiance dans la monnaie, et plus particulièrement dans le système de paiement et de compte, est une caractéristique découlant de mécanismes sociaux et elle est indispensable à l'acceptation d'une monnaie. L'hyperinflation, entendue comme une crise de défiance des utilisateurs vis-à-vis d'une monnaie, est bien le révélateur de la perte complète de confiance dans la monnaie ; la crise hyperinflationniste est ici une crise du compte. Nous cherchons à proposer une définition de l'hyperinflation qui intègre le fait que l'hyperinflation s'accompagne du rejet de la monnaie domestique. Ce phénomène doit aussi être cohérent avec l'impossibilité ou l'incapacité de l'économie à demeurer dans le régime de haute inflation tel que nous le définissons.

une entrée intitulée « Hyperinflation » du dictionnaire *Money (The New Palgrave Series)*, Cagan (1987, p. 179) prend certaines distances avec ce critère, admettant qu'il n'y a pas de seuil bien défini pour repérer l'hyperinflation, avant de finalement conserver par la suite du texte son critère quantitatif de 1956 devenu célèbre.

1.1 Le régime d'inflation faible

Dans le régime d'inflation faible, et sous réserve que l'on n'observe pas de modification des autres coûts supportés par les firmes (on pense évidemment aux inputs importés), le conflit de répartition entre travailleurs, qui perçoivent leurs rémunérations sous forme de salaires, et capitalistes, qui perçoivent leur rémunération sous forme de profits, est le moteur de l'évolution des prix. En fait, les caractéristiques du régime d'inflation faible correspondent à celles du modèle explicatif de l'inflation proposé par Dutt (1987) ou Lavoie (1992 ; 2014). Les caractéristiques de ce régime sont similaires à celles décrites par Carvalho (1993) lorsqu'il définit le « régime d'inflation d'équilibre », mais nous préférons ne pas mobiliser le terme d'équilibre.

Bien entendu, dans ce régime d'inflation comme dans les autres régimes d'inflation d'ailleurs, le rythme de la hausse des prix peut être affecté par des variations d'autres coûts supportés par les firmes que les variations du seul coût salarial, comme par des modifications de l'environnement des firmes. Ainsi, une hausse des charges financières, des prix des matières premières importées ou une variation du change peut affecter les coûts des firmes et donc leurs marges. Celles-ci peuvent logiquement chercher à répercuter cette hausse sur les prix de vente, nourrissant ainsi l'inflation. En retour, les travailleurs pourront chercher à restaurer leur salaire réel. Toutefois dans ce régime, et contrairement aux régimes définis ultérieurement, il n'existe pas de mécanisme automatique d'indexation.

1.1.1 Caractéristiques du régime d'inflation faible et présentation du modèle de base

Le régime d'inflation faible permet de décrire des situations dans lesquelles les taux d'inflation sont généralement faibles et stables. Les taux d'inflation observés dans les économies développées depuis les années 1990 jusqu'à la fin de 2021, qui sont aussi les taux d'inflation de l'ordre de 2 ou 3% visés par les banques centrales adoptant des stratégies de ciblage d'inflation, correspondent aux niveaux d'inflation que l'on s'attend à rencontrer lorsqu'une économie est inscrite dans ce régime d'inflation.

Dans ce régime, les agents ont toute confiance dans la monnaie utilisée, généralement la monnaie domestique, et ils utilisent cette monnaie dans leurs transactions quotidiennes comme

dans les transactions ou contrat de long terme. Les économies dites avancées évoluent actuellement dans ce type de régime inflationniste, bien que l'augmentation de l'inflation observée depuis 2021 ouvre la question du maintien des économies dans ce régime et renouvelle les questionnements quant à la fragilité des régimes macroéconomiques actuellement en place. Pour décrire l'inflation dans ce régime, nous nous référons à l'équation de *mark-up* traditionnelle (Kalecki, 1971 ; Weintraub, 1978) qui peut être écrite de la manière suivante :

$$p = z (w/y)$$

Ici, p indique le niveau des prix, z est le coefficient de *mark-up* moyen appliqué sur une unité de travail utilisée (avec $z = \text{le taux de } mark-up + 1$) ; w représente la rémunération nominale d'une unité de travail et y la productivité du travail (avec y étant défini comme le rapport entre la production totale sur la quantité de travail utilisée pour réaliser cette production).

Cette équation révèle qu'il sera équivalent pour les firmes, qui *in fine* établissent les prix, d'agir pour suivre une cible de salaire réel ou pour suivre une cible de taux de marge. A partir de l'équation de *mark-up*, nous pouvons proposer l'identité suivante :

$$\frac{\dot{p}}{p} = \frac{\dot{z}}{z} + \frac{\dot{w}}{w} - \frac{\dot{y}}{y}$$

Ici, nous avons simplement écrit l'équation de *mark-up* en termes de variations. Les prix dépendent positivement de l'évolution du taux de marge, de celle des salaires nominaux et négativement de la productivité.

Cette relation est fondamentale pour notre raisonnement et pour nous permettre de présenter les équations décrivant la façon dont se déroule le conflit de répartition et ce qui caractérise le régime d'inflation basse.

La relation précédente met en évidence qu'à l'origine des tensions inflationnistes se trouvent les variations positives du taux de marge et/ou des salaires nominaux, tensions éventuellement allégées si la productivité progresse. Cette observation justifie de focaliser l'attention sur le conflit de répartition entre revenus du travail et du capital quand on analyse l'inflation, ne signifiant pas pour autant que ce conflit peut être la seule cause de l'inflation ; des chocs de coûts peuvent facilement être intégrés à la réflexion (voir par exemple Perry et Cline, 2013). Toutefois, cette identité ne dit rien concernant la causalité ni concernant les sources de l'inflation. Pour modéliser la façon dont se déroule le conflit de répartition, nous mobilisons

dorénavant la modélisation proposée par Dutt (1987) et Lavoie (2014)⁷ suivant les propositions de Rowthorn (1977).

Les équations proposées visent à nous permettre de saisir les effets de variations de paramètres clés liés aux comportements des travailleurs comme des firmes sur l'inflation, facilitant la comparaison entre différentes situations. Ici, par simplification et pour faciliter le raisonnement, nous supposons que la productivité est constante, mais ré-introduire celle-ci dans le raisonnement ne change pas fondamentalement le raisonnement ni les conclusions⁸.

L'équation (1) décrit comment évoluent les salaires nominaux :

$$\frac{\dot{w}}{w} = \Omega (\omega_w - \omega) \quad (1)$$

On retrouve à gauche de l'expression la progression des salaires nominaux. À droite, Ω est un paramètre représentant le pouvoir de négociation des travailleurs, ω_w la cible de taux de salaire réel visé par ces mêmes travailleurs et ω le taux de salaire réel observé ($\omega = w/p$).

Les paramètres concernant le pouvoir de négociation comme celui portant sur la cible de taux de salaire visé sont des paramètres influencés par le contexte macroéconomique mais aussi déterminés par les circonstances historiques ou institutionnelles. Allain (2014) indique que « selon l'approche postkeynésienne, les déterminants de l'inflation sont en grande partie exogènes, liés à des caractéristiques historiques, institutionnelles et culturelles. La cible des travailleurs (ω_w) dépend ainsi largement des critères d'équité qu'ils défendent et de l'information qu'ils reçoivent concernant les revenus perçus par telle ou telle catégorie socio-professionnelle. » Cette observation est tout à fait cohérente avec ce que soulignent Eichner et Kregel (1975, p. 1305) : « Post-Keynesian theory accepts Keynes's view that the nominal wage

⁷ Outre les travaux repris dans ce mémoire, cette modélisation est régulièrement mobilisée par des auteurs post-keynésiens. Voir par exemple Montes-Rojas et Toledo (2021). En d'autres termes, nous ne prétendons pas offrir à l'analyse post-keynésienne d'aspect novateur particulier ici, sinon à considérer que cette modélisation permet de comprendre un régime d'inflation basse et qu'il est le socle sur lequel peuvent s'établir d'autres mécanismes qui en retour modifient la dynamique inflationniste.

⁸ Prendre en compte l'évolution de la productivité peut ne pas avoir d'incidence sur la répartition. Par exemple, si la croissance de la productivité est positive, on peut facilement imaginer que les gains de productivité soient intégralement transférés en baisse de la croissance des prix à la consommation pendant que le taux de croissance des salaires nominaux est inchangé. La répartition n'évolue pas par rapport à la situation précédente. À l'inverse, on peut imaginer que ce soit le taux de croissance des salaires nominaux qui s'élève de la même manière que les gains de productivité pendant que le taux d'inflation est inchangé ; là encore, la répartition serait inchangée. Toute situation intermédiaire entre ces deux cas polaires est bien sûr possible, et à l'exception du deuxième cas imaginé précédemment (les gains de productivité provoquent une augmentation du rythme d'augmentation des salaires nominaux), on remarque bien que la croissance de la productivité ralentit le rythme de l'inflation. Toutefois, les périodes lors desquelles les gains de productivité sont élevées (ou qui suivent des périodes lors desquelles ces gains de productivité ont été élevés) tendent à être des périodes lors desquelles les revendications des travailleurs sont elles aussi élevées en terme de revendications salariales. Selon les termes du modèle que nous développons, cela peut se traduire comme l'indication que se produit une augmentation de la cible de salaire réel (voir infra). Ce type d'enchaînement a été mise en évidence lors de la caractérisation du régime fordiste proposée par la Théorie de la régulation (voir par exemple Boyer, 2000).

is for the most part exogenously determined [...] it may depend as Keynes himself emphasized, on the bargaining strength of the trade union movement.” L’importance des syndicats dans la dynamique inflationniste est aussi au cœur de raisonnements développés par Joan Robinson comme le souligne par exemple Williams (1981).

De manière générale, la cible de salaire visé par les travailleurs peut être influencée par les taux de croissance du chômage ou par le niveau moyen du chômage observé au cours de quelques années ; ainsi, une élévation du chômage tend à réduire la cible de salaire réel visée par les travailleurs du fait de la crainte du chômage qui s’accroît. Ce niveau de salaire visé peut être considéré comme celui perçu comme *juste* de la part des travailleurs ; il peut évoluer au cours du temps, affecté par les niveaux de salaires observés les périodes précédentes. C’est ainsi que l’on peut comprendre que les travailleurs de la plupart des pays les plus riches pouvaient viser des salaires réels en progression régulière lors de la période fordiste et finalement une répartition en faveur du travail supérieure en comparaison avec la période contemporaine.

Le pouvoir de négociation des travailleurs est un paramètre qui désigne la capacité des travailleurs à obtenir de leurs employeurs un salaire qui se rapproche de la cible visée. Ce paramètre peut être particulièrement influencé par des facteurs comme le pouvoir des syndicats et de manière générale par la capacité des travailleurs à parvenir à porter leurs revendications salariales. Un marché de l’emploi caractérisé par une atomisation des travailleurs comme par la généralisation de contrats de travail courts est peu favorable au pouvoir de négociation des travailleurs. Mais dans une situation où les syndicats sont puissants et représentatifs d’une grande partie des travailleurs, dans laquelle les contrats de travail portent sur des durées relativement longues, ce pouvoir de négociation est plutôt élevé. La valeur approximée du pouvoir de négociation des travailleurs ne peut être négative, mais on peut imaginer une situation de répression syndicale absolue lors de laquelle le pouvoir de négociation est alors nul ; dans ce cas, même si les travailleurs ont une cible de salaire plus élevée que le salaire observé, ils ne sont pas en mesure de pouvoir atteindre celle-ci.⁹

L’équation (2), de manière similaire à la première, décrit l’évolution des prix :

$$\frac{\dot{p}}{p} = \psi (\omega - \omega_f) \quad (2)$$

⁹ Nous reconnaissons que cette présentation pourrait se prêter à des interprétations mécaniques, qui seraient par exemple basées sur des comparaisons historiques ou géographiques sur la base de taux de syndicalisation, méconnaissant les vellétés spécifiques des syndicats à être plus ou moins offensifs sur la question salariale. Nous défendons l’idée que l’analyse ne peut se borner à une telle extrapolation sur la base de quelques indicateurs. D’ailleurs, les taux de syndicalisation sont parmi les plus élevés au monde en République populaire de Chine, ce qui n’empêche pas la répartition d’être particulièrement défavorable au travail. On peut noter que Ma (2021) cherche à fournir des indicateurs multidimensionnels afin d’estimer le pouvoir de syndicalisation dans différentes économies.

Le taux de croissance des prix, de manière similaire au taux de croissance des salaires nominaux, est affecté par les paramètres ψ , représentant le pouvoir de marché des firmes, et ω_f le taux de salaire réel visé (l'inverse du taux de marge ; si celui-ci augmente, cela revient pour les firmes à chercher à réduire le taux de salaire réel). Cette cible de salaire réel visée par les firmes est habituellement négativement affectée par le taux d'utilisation des capacités de production, mais cette relation n'est pas linéaire. En fait, si le taux d'utilisation des capacités de production est faible, les firmes tendent à rechercher à augmenter la production avant de procéder au déclenchement de hausses de prix. Ainsi, ce n'est que si le taux d'utilisation normal est atteint ou dépassé que les firmes devraient réduire leur cible de salaire réel (c'est-à-dire augmenter leur cible de *mark-up*). L'autre paramètre, ψ , désignant le pouvoir de marché renvoie aux structures de marché dans lesquelles évoluent les firmes. De manière réaliste, les post-keynésiens reconnaissent que la concurrence entre producteurs est plus ou moins forte sur les marchés des biens et des services, que la situation de concurrence pure et parfaite est illusoire. Dans la réalité, les marchés sont marqués par des situations plus ou moins concurrentielles ; plus la concurrence est forte, moins la valeur de ψ sera élevée. De la manière similaire au pouvoir de négociation des travailleurs, le pouvoir de marché représente la capacité des firmes à atteindre leur cible. Le degré de monopole ou de concurrence est influencé par le degré d'ouverture internationale de l'économie mais il peut aussi l'être par la réglementation concernant la concurrence.

Le conflit de répartition qui s'exprime à travers l'évolution des salaires nominaux et celle des prix peut être vu comme un jeu séquentiel. Dans un premier temps les travailleurs négocient la progression des salaires nominaux pour la période suivante puis les firmes établissent les prix, cherchant à atteindre le taux de marge visé. Le taux d'inflation observé est alors la conséquence de l'écart entre les aspirations des firmes et des travailleurs sur le salaire réel, influencé par le pouvoir de négociation et le pouvoir de marché. Cela nous permet de déterminer une situation d'état stationnaire dans laquelle sont déduites le taux de croissance des prix, celui des salaires nominaux ainsi qu'un niveau de taux de salaire réel, c'est-à-dire un indicateur de la répartition fonctionnelle du revenu.

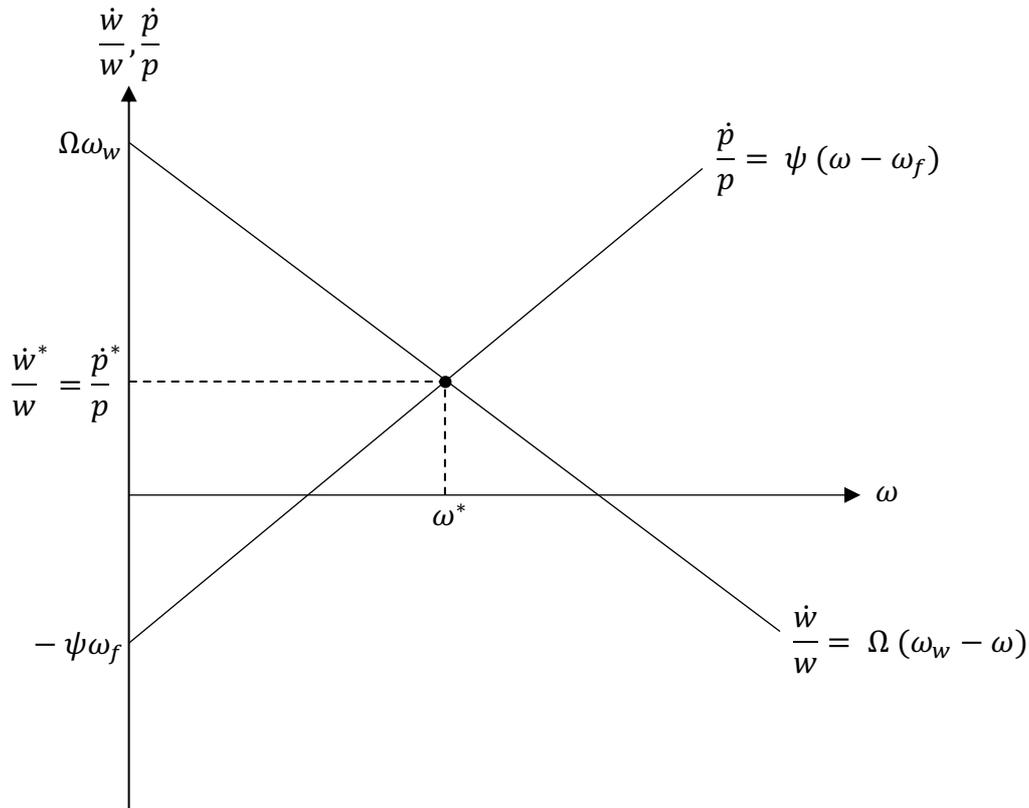
Cette situation d'état stationnaire est simplement donnée par l'égalité suivante :

$$\frac{\dot{w}}{w} = \frac{\dot{p}}{p} \quad (3)$$

Nous pouvons ainsi déduire la valeur du taux de salaire réel:

$$\omega^* = \frac{\Omega\omega_w + \psi\omega_f}{\psi + \Omega} \quad (4)$$

Figure 1. Représentation du conflit de répartition



Pour synthétiser, et suivant la préconisation de Setterfield (2006), 3 propositions doivent être conservées en tête :

- le conflit de répartition est un facteur clé de la dynamique inflationniste
- le pouvoir de marché des firmes comme le pouvoir de négociation des travailleurs ne sont pas absolus ; le conflit de répartition débouche donc sur un compromis
- il y a une certaine asymétrie dans la modalité de détermination du salaire réel puisque les travailleurs cherchent à obtenir des augmentations de salaires nominaux, les firmes ont ensuite systématiquement la possibilité de modifier les prix

Les paramètres mobilisés dans les équations (1) et (2) déterminent l'inflation et la répartition ; toute variation de ceux-ci induit des variations du taux de croissance des prix et de la répartition. Ainsi, ce cadre permet d'intégrer le fait qu'une variation du chômage ou du taux d'utilisation puisse entraîner des variations de nos variables expliquées ; néanmoins, il est important de

souligner que le modèle ne prétend pas expliquer des enchaînements automatiques ou systématiques. Des éléments comme les conditions historiques ou le contexte institutionnel sont à analyser et à prendre en compte car ils influencent l'ensemble des paramètres.

1.1.2 Un exemple : une séquence de désinflation¹⁰

La cohérence tout comme la relative simplicité de ce cadre analytique lui confèrent l'avantage d'être facilement mobilisable pour comprendre, décrire ou représenter des évolutions dans la répartition du revenu liées à des modifications du rythme inflationniste et ce en suivant une méthode de statique comparative.

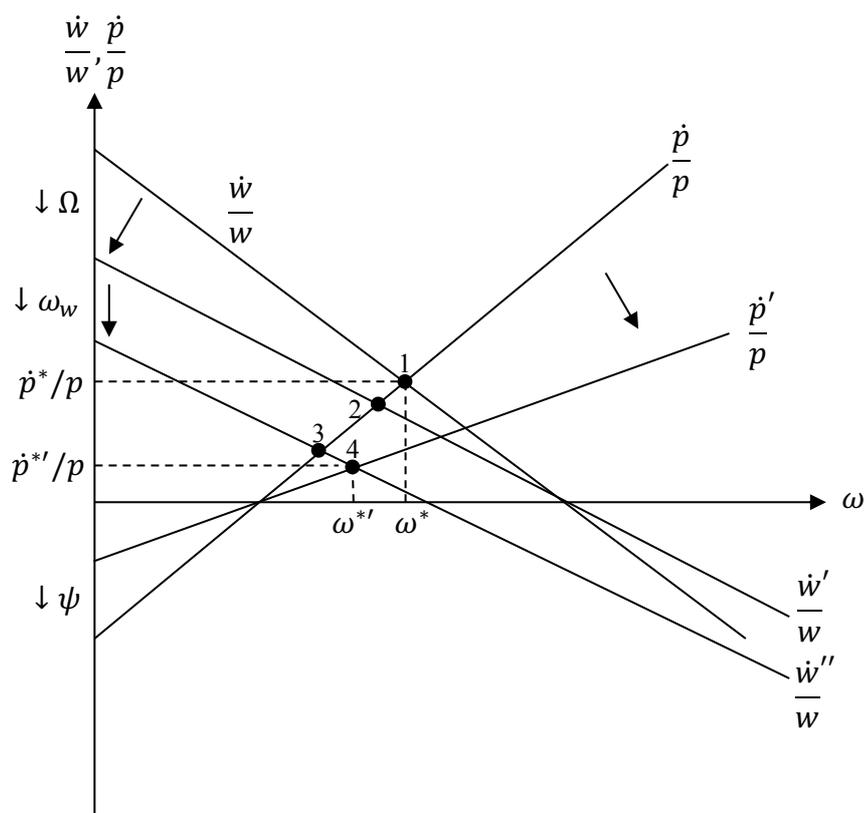
Par exemple, il est possible de décrire une situation dans laquelle le pouvoir de négociation des travailleurs diminuerait (suite à des événements comme l'introduction de « flexibilisation » du marché du travail ou à la progression de la part des contrats de travail de court terme, ou encore sous l'influence de politiques macroéconomiques restrictives).

En proposant ce type de raisonnement, on peut penser au mécanisme en œuvre dans de nombreuses économies comme en France au début des années 1980. Lutter contre l'inflation devient alors l'objectif prioritaire de la politique économique. Une politique monétaire restrictive qui réduit l'activité et entraîne une hausse du chômage aura bien un effet désinflationniste : le pouvoir de négociation des travailleurs s'en trouve affaibli (graphiquement la droite \dot{w}/w se déplacerait dans le sens inverse des aiguilles d'une montre).

Ce type de raisonnement permet aussi de proposer une séquence indiquant comment une économie peut glisser de manière autonome vers la déflation. C'est ce que cherche à représenter la représentation suivante.

¹⁰ Cet exemple a initialement été proposé dans le chapitre 10 du manuel *L'économie post-keynésienne* dirigé par E. Berr, V. Monvoisin et J.-F. Ponsot. Voir Charles et Marie (2018).

Figure 2. Une évolution possible vers la déflation



Nous représentons d'abord un affaiblissement du pouvoir de négociation des travailleurs (c'est-à-dire une réduction du paramètre Ω). Cette baisse peut par exemple être provoquée par une réforme du droit du travail qui décentralise les négociations salariales et qui affaiblit de fait le pouvoir de négociation salariale des organisations de représentants des travailleurs, comme par une diminution du taux de syndicalisation. L'équilibre initial noté 1 sur la figure se déplace vers 2 ; l'inflation se réduit ainsi que le taux de croissance des salaires nominaux. Ce nouvel état stationnaire va parfois de pair avec une hausse du taux de chômage dans l'économie ; les travailleurs sont alors susceptibles de réviser à la baisse leur cible de salaire réel (ce qui est représenté par une réduction de ω_w). L'équilibre glisse vers 3. Enfin, les conséquences d'une baisse du pouvoir de marché des entreprises, par exemple provoquées par une hausse de l'ouverture internationale de l'économie, sont mises en évidence. L'équilibre se déplace de 3 vers 4 sous l'effet de la variation de ψ . Finalement, le taux de salaire réel a diminué ainsi que le rythme de l'inflation. Bien que le niveau d'inflation soit toujours positif en fin de raisonnement sur notre figure, la répétition du raisonnement ou des effets plus marqués concernant la variation des paramètres pourrait provoquer la survenue de la déflation.

La présentation précédente est certainement simplificatrice ou réductrice. Quand on souhaite décrire une telle modification du rythme inflationniste, il est nécessaire d'intégrer au raisonnement l'ensemble des caractéristiques influençant le conflit de répartition. Pour expliquer la désinflation observée aux Etats-Unis du début des années 1980, Setterfield (2007, p.142) indique qu'une "constellation of institutional changes have diminished worker employment and income security independently of the performance of the aggregate labour market, as measured by the rate of unemployment." Aquanno and Brennan (2016, p. 235) effectuent des remarques similaires et aboutissent aux mêmes conclusions pour l'économie canadienne sur la même période. Dans la même veine mais sur une période plus longue (la deuxième moitié du XXème siècle) et pour les États-Unis, Vera (2017) conclut son analyse en expliquant que la "discontinuity of the relationship between inflation and unemployment [...] is explained here to be guided by specific institutional arrangements associated with the distribution of market power between labor and capital". Cela confirme que la théorie post-keynésienne de l'inflation, sans devoir être contradictoire avec les conclusions génériques de la courbe de Phillips, doit intégrer de multiples facteurs à la progression des salaires et des prix et ne peut se contenter du seul niveau du chômage (voir aussi Atesoglu, 1997).

1.1.3 Conséquences d'une augmentation des prix des inputs importés

Comme indiqué précédemment, il n'y a pas que des changements dans la valeur des paramètres de base qui peuvent traduire une évolution de l'inflation. Des variations de coûts supportés par les firmes autres que les coûts salariaux, qui jusque-là n'étaient pas intégrées aux équations, peuvent facilement être intégrés au raisonnement. Par exemple, imaginons que l'économie est frappée par une hausse brutale des coûts des inputs importés ou des matières premières importées ; les firmes peuvent chercher à passer ce coût supplémentaire en élevant les prix domestiques pour maintenir leur taux de marge sur l'ensemble des coûts supportés. Dans une telle situation, le salaire réel diminuerait, ce qui peut provoquer à nouveau une hausse des revendications salariales de la part des travailleurs.

Formellement, cela peut s'écrire ainsi :

$$\frac{\dot{p}}{p} = \psi_1 (\omega - \omega_f) + \psi_2 Y \quad (6)$$

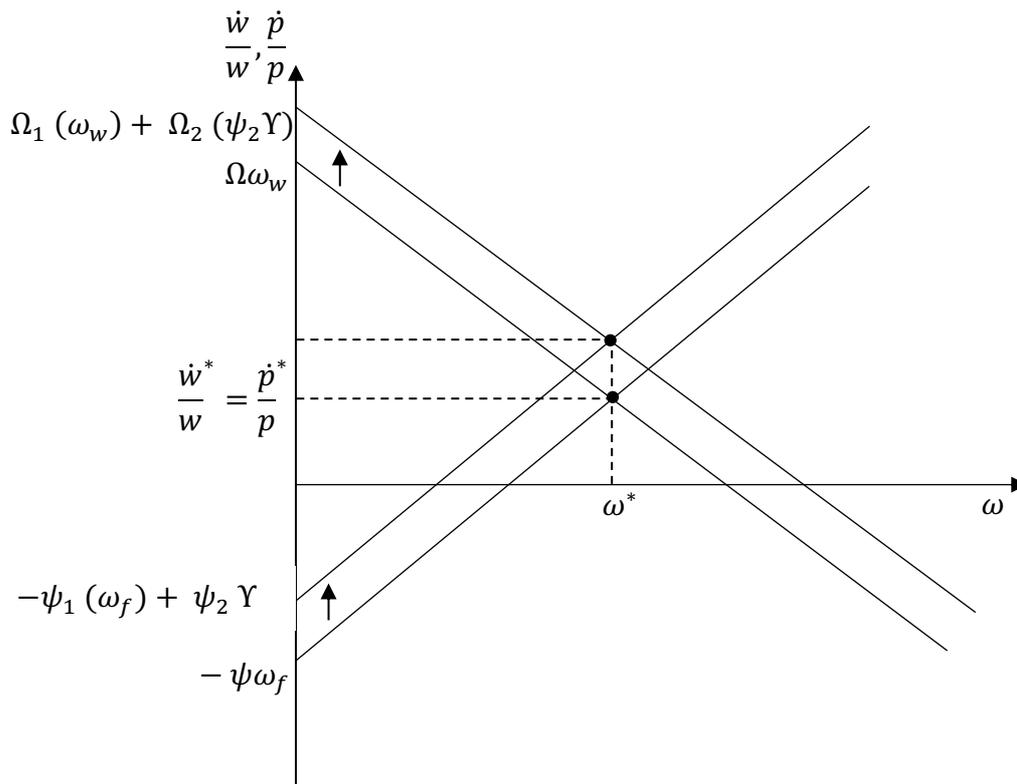
Le paramètre ψ_2 désigne la capacité des firmes à répercuter le choc exogène des coûts sur les prix, sa valeur est comprise entre 0 et 1 ; Y désigne le taux de croissance des coûts des inputs

importés. Tout comme ψ_1 , ψ_2 est un proxy du pouvoir de marché. Le taux de croissance des prix est bien affecté positivement par le choc de coût.

$$\frac{\dot{w}}{w} = \Omega_1 (\omega_w - \omega) + \Omega_2 (\psi_2 Y) \quad (7)$$

Le taux de croissance des salaires peut aussi être affecté en réaction. Ω_2 représente la capacité des travailleurs à obtenir une hausse des salaires nominaux en fonction de la hausse des prix engendrée par le choc de coût. Il est possible d'envisager que la répartition ne soit pas affectée en conséquence du choc initial. Ainsi, si $\Omega_2 = \psi_2 = 1$, ce qui signifie que les entreprises comme les travailleurs parviennent à transférer la hausse des coûts sur les prix et les salaires nominaux, la répartition n'a pas changé pendant que l'inflation s'est renforcée, comme le représente la figure suivante :

Figure 3. L'effet d'une hausse du prix des biens importés



Cette représentation n'est pas irréaliste : il est évident que les firmes cherchent à transférer sur les prix finaux des hausses de coûts des inputs. C'est confirmé par exemple par Bloch *et al.* (2004) qui trouvent économétriquement un *pass-through* complet des prix des inputs importés sur les prix des biens finaux aux États-Unis au XXème siècle. Si cette relation est habituelle,

on peut tout à fait comprendre que dans les situations lors desquelles le pouvoir de négociation des travailleurs est élevé, ces derniers obtiennent un accroissement du rythme de croissance des salaires nominaux comme la figure le représente.

Néanmoins, la survenue d'un choc de coût comme celui imaginé ici, si elle a toujours tendance à nourrir l'inflation, est généralement suivie d'une variation dans la répartition. Bien que les conséquences soient a priori indéterminés, il suffit que le paramètre Ω_2 soit inférieur à 1, ce qui signifie que les travailleurs ne sont pas dans la capacité de répercuter pleinement la hausse des prix sur la croissance des salaires nominaux, pour que la part des salaires dans l'économie diminue. Cette situation correspond à celle décrite pour l'économie argentine en 1974 par Marie (2010). Elle n'est pas sans rappeler la situation en vigueur dans de nombreuses économies depuis la fin de l'année 2021, alors que les prix mondiaux ont tendance à augmenter sous l'effet des difficultés des chaînes globales de production à se synchroniser à nouveau face à la reprise de la demande globale suite aux mesures de déconfinements. Ces ruptures d'approvisionnement ont créé des goulets d'étranglement du côté de l'offre, provoquant un choc de prix brutal. Cette situation de renforcement de l'inflation a encore été accrue par le contexte géopolitique chamboulé par l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022. Ces événements ont provoqué une hausse des inputs importés et des coûts de matières premières pour de nombreuses économies, en particulier pour les économies européennes dont la France.

Lavoie (2014, p.569) ou Bastian et Setterfield (2020) font une analyse en tout point similaire suite à une dépréciation de la monnaie domestique sur le marchés des changes (ce qui renchérit le prix de toutes les importations). Bloch *et al.* (2007), à partir de données sur 3 économies développées (Japon, Royaume-Uni et États-Unis, sur la période 1957-2001), étudient l'effet des variations des prix des matières premières importées sur les prix observés dans ces économie. Ils trouvent que des hausses de ces prix provoquent bien une hausse des prix, mais que les hausses des salaires nominaux qui suivent sont inférieures, particulièrement lors des dernières décades, marquées par des politiques désinflationnistes qui ont affaibli le pouvoir de négociation des travailleurs.

1.1.4 Fragilités inhérentes du régime d'inflation faible

La description de ce que nous avons nommé régime d'inflation faible nous permet de comprendre quels sont les risques ou fragilités observés dans ce régime. Un premier risque est

lié aux conséquences de chocs de coûts externes, susceptibles de nourrir une baisse des salaires réels, comme nous l'avons vu précédemment. Ces modifications peuvent être particulièrement brutales. Deuxièmement, lorsque les économies sont situées dans un régime d'inflation faible, celles-ci peuvent être enclines à générer une demande effective trop faible pour permettre le plein-emploi, a fortiori suite à un choc d'offre qui aurait pour conséquence une baisse de la part des salaires dans le PIB. Dans une économie qualifiée de *wage-led*¹¹, une augmentation des salaires réels est une condition pour permettre à l'activité économique de progresser afin de déclencher une baisse du chômage. Mais si la politique économique vise à lutter contre l'inflation, la relation précédente ne se met pas en place. Les économies situées dans un régime d'inflation faible sont mêmes sujettes au risque de déflation, comme on a pu l'observer dans la zone Euro par exemple au début des années 2010. D'ailleurs, les politiques macroéconomiques adoptées par les économies situées dans ce type de régime d'inflation peuvent généralement être qualifiées de politiques restrictives. Paradoxalement, les marges de manœuvre en terme de politique économique mobilisable par les *policy makers* des économies situées dans un régime sont larges : une politique budgétaire expansionniste articulée à une politique monétaire accommodante ne provoquera pas mécaniquement un renforcement de l'inflation puisque le régime d'inflation basse se caractérise par l'absence de tout mécanisme d'indexation automatique et par la tendance à générer des volumes d'investissement faibles et des niveaux de chômage élevé. Dans ce contexte, une politique économique expansionniste ne va pas générer une hausse forte et brutale de l'inflation, les pouvoirs de négociation et de marché tout comme les cibles suivies par les acteurs étant réduits. Ces paramètres devront se renforcer avant que l'inflation ne se raffermisse durablement et fortement.

1.1.5 La transition vers le régime d'inflation modérée

Le maintien d'une économie dans un régime d'inflation basse est assuré par le maintien à des niveaux relativement faibles des valeurs des paramètres du modèle et par l'absence de chocs de coûts répétés. Si ces conditions ne sont pas observées, le régime peut évoluer vers un régime

¹¹ À la suite des travaux fondateurs de Bhaduri et Marglin (1990), les auteurs post-keynésiens retiennent que deux types de régimes de croissance peuvent être distingués en fonction des conséquences d'une variation de la répartition fonctionnelle des revenus. Dans un régime *wage-led*, une augmentation de la part des profits dans l'économie va entraîner une baisse du rythme de croissance : si l'investissement voire les exportations vont être favorisés, la consommation va être négativement affectée et cet effet va l'emporter. Dans un régime dit *profit-led*, les premiers effets l'emportent.

d'inflation modérée. En cas de choc inflationniste, on doit d'ailleurs souligner que même si les travailleurs sont dans la capacité de réagir et d'obtenir une augmentation de la croissance des salaires nominaux, cet ajustement n'est pas instantané. En fait, dans la réalité les firmes réagissent plus rapidement à une hausse des coûts en modifiant les prix que les travailleurs qui négocient pour obtenir la révision des salaires une fois que les prix ont augmenté (voir par exemple Bloch et Sapsword, 1991). Pendant ce laps de temps, à cause du délai lié au temps de réaction et de négociation, le salaire réel s'est réduit. Si cette situation se répète, ou si elle se produit dans un contexte d'inflation *ex-ante* non négligeable, elle va pousser les travailleurs à chercher à obtenir l'indexation des salaires sur l'inflation (voir par exemple Vera, 2013). C'est ce développement des mécanismes d'indexation des salaires sur les prix qui marque le passage au régime d'inflation modérée.

Un bon exemple de transition entre un régime d'inflation faible au régime d'inflation modérée se repère dans le développement ou plutôt la généralisation des mécanismes d'indexation des salaires sur les prix dans les années 1960 dans plusieurs économies dites développées. Lors de cette période, une tendance à l'accroissement de l'inflation était en œuvre, s'expliquant par la concomitance des renforcements du pouvoir de marché des firmes et du pouvoir de négociation des travailleurs comme de leurs cibles de taux de marge ou de salaire réel dans un contexte de croissance forte. Toutefois, on observe alors aussi que l'inflation est instable, sensible aux chocs exogènes. De plus, le caractère adaptatif des anticipations inflationnistes (Nevile and Kriesler, 2008) a aussi tendance à expliquer le développement de l'indexation. Deux facteurs vont favoriser le développement de l'indexation des salaires sur les prix :

- Le pouvoir de négociation des travailleurs, en particulier exprimé ici par la capacité des syndicats à imposer de nouvelles clauses sur les contrats de travail. La généralisation de l'indexation sera d'autant plus rapide que les syndicats sont puissants.
- Une certaine mémoire inflationniste : une économie qui a connu dans un passé récent des épisodes d'inflation importante est plus susceptible de développer des mécanismes d'indexation qu'une autre.

1.2 Le régime d'inflation modérée

Ce régime s'établit à partir du régime d'inflation faible, c'est-à-dire que de nouvelles caractéristiques s'ajoutent à celles déjà observées. Cela a tendance à se produire lorsque les termes du conflit de répartition sont initialement importants. L'inflation s'est donc renforcée,

et, même si l'on ne souhaite pas fixer des caractéristiques numériques pour distinguer les différents régimes inflationnistes définis, il semble qu'atteindre des taux d'inflation annuelle de l'ordre de 10% s'accompagne du développement d'un mécanisme institutionnel caractéristique de l'inflation modérée. L'indexation des salaires sur les prix est cette caractéristique. Selon la définition de notre idéal-type, l'indexation est dorénavant généralisée à l'ensemble des salaires, et il est prévu *ex-ante* la fréquence à laquelle les salaires seront réévalués. Plus cette fréquence s'élève (sous l'effet de l'augmentation de l'inflation), plus ce régime risque de se transformer en régime de haute inflation.

Un (violent) choc d'offre peut provoquer le passage d'un régime de basse inflation à celui d'inflation modérée. À la suite des chocs pétroliers des années 1970, plusieurs économies développées importatrices de pétrole ont pu connaître ou achever cette transition d'un régime à l'autre. Si l'indexation des salaires sur les prix est la caractéristique du régime d'inflation modérée, le conflit de répartition joue toujours un rôle moteur dans la dynamique inflationniste.

1.2.1 Caractéristiques du régime d'inflation modérée

Dans le régime d'inflation modérée, les agents ont pu adapter leurs comportements et ils sont parvenus à établir de nouveaux mécanismes institutionnels afin d'éviter des modifications abruptes de la répartition liées à l'instabilité de l'inflation. De manière générale, il est nécessaire que l'inflation se soit maintenue plusieurs périodes à des niveaux élevés au sein du régime d'inflation faible pour que ce nouveau régime s'établisse¹².

Le régime d'inflation modérée s'établit donc avec la généralisation de l'indexation des salaires sur les prix. Carvalho (1993, p.66) insiste sur le fait que ce "new 'order' [...] represents a sustainable adaptation to the (inflationary) environment. [...] Indexation is not a solution to the distributive conflict but a new form for its institutionalisation". Le niveau de l'inflation lui-même évolue, car comme le soulignent par exemple Bastian et Setterfield (2015, p. 654) "thanks to indexation, shocks that increase inflation propagate into permanent increases in the equilibrium rate of inflation." D'ailleurs, depuis les années 1960, dans une veine initiée par Pazos (1963) ou Simonsen (1970), de nombreux auteurs ont identifié l'indexation comme un

¹² On imagine ici un passage progressif du régime d'inflation faible vers celui d'inflation modérée, passage qu'il semble pouvoir être repérer dans plusieurs expériences étudiées par la suite du mémoire. Il est toutefois envisageable que l'inflation se renforce rapidement sous l'effet de revendications en termes de salaires réels visés ou de taux de marge visés qui s'élèvent sans cesse (l'*aspiration gap* s'accroît rapidement) sans que les mécanismes institutionnels permettant le développement d'un nouveau régime n'émergent. Alors, l'économie peut emprunter une trajectoire d'inflation explosive. Voir par exemple Bastian et Setterfield (2015).

phénomène générant de l'inertie. Un choc de coût fait dès lors durablement progresser l'inflation. Cette observation est au cœur des recherches sur l'inflation menées par les auteurs structuralistes comme l'indique Taylor (2004, p.70) : “[c]onflict and propagation mechanisms are the essential elements of structuralist inflation theory”.

Dans les années 1980, les auteurs néo-structuralistes¹³ proposent des modèles d'inflation inertielle basés sur deux hypothèses (Serrano, 2010) : le *markup* est exogène, sa valeur comme son évolution ne sont pas discutées et les travailleurs obtiennent le salaire réel moyen visé mais ils ne cherchent pas à obtenir des augmentations de celui-ci. De notre côté, nous ne disons pas que la répartition est nécessairement figée, ni à court terme ni à plus long terme : les paramètres du conflit de répartition peuvent évoluer bien que l'économie reste inscrite dans un régime d'inflation modérée. Nous pensons par exemple tout à fait possible que les travailleurs puissent obtenir une augmentation des salaires réels et une répartition plus favorable dans un régime d'inflation modérée (les épisodes de ‘*profit squeeze*’ observés dans les années 1970 peuvent s'apparenter à cela), comme bien sûr il peut se produire l'inverse et une part des profits qui s'élève au sein du régime d'inflation modérée.

Le conflit de répartition continue bien de jouer un rôle fondamental, moteur ; les chocs de prix sur les biens importés influencent toujours la dynamique des prix domestique eux aussi, mais l'indexation des salaires sur l'inflation passée, comme création institutionnelle, ajoute une composante inertielle à la dynamique des prix : “inflation rises by stages and stabilizes around them until a new shock induces an acceleration towards a higher but stable ‘plateau’” (Ros, 1989, p.10).

L'indexation permet de restaurer un sentiment de sécurité ou de réduire l'incertitude perçue par les agents ; grâce à celle-ci, les enjeux liés aux négociations sur la progression des salaires nominaux sont circonscrits. L'indexation

“may, in principle, be conceived to reorient the opposing forces not towards a kind of final settlement, which is not achievable, but to compliance with rules of conflict that limit damages and increase the predictability of outcomes, allowing economic life to recover some measure of stability while conflict goes on. This [...] is the real meaning of indexation” (Carvalho, 1993, p.66).

¹³ On peut ainsi proposer de consulter les contributions de Bacha (1980), Bacha et Lopes (1983) ou encore Bresser-Pereira et Nakano (1984). Les analyses de ces auteurs ont été largement mobilisées dans la constitution des plans anti-inflationnistes adoptés dans de nombreuses économies latino-américaines au cours des années 1980. Ces plans étaient parfois qualifiés « d'hétérodoxes » car étaient adoptés des mesures de contrôles des prix et de démantèlement des mécanismes d'indexation en vigueur. Il s'agissait de combattre la composante dite inertielle de l'inflation.

Le terme “régime” nous apparaît adapté à la situation décrite, on relève aussi que l’évolution institutionnelle pérennise les augmentations du rythme inflationniste. Il nous semble que les régimes d’inflation modérée ne sont pas des expériences inhabituelles dans la réalité. D’abord, même si l’indexation n’est pas toujours généralisée à tous les contrats, il n’est pas rare que certains contrats de travail comportent des clauses d’indexation. De plus, l’indexation généralisée ou quasi-généralisée des contrats de travail sur l’évolution des prix était la norme dans de nombreuses économies dans les années 1970, bien que ces processus d’indexation puissent prendre des formes différentes et sont affectés par les circonstances historiques (Ros, 1989). A titre d’exemple, une indexation intégrale et légale de tous les salaires sur les prix fut adoptée par le gouvernement australien en 1975 (Phipps, 1981 ou Warren, 1980). Dans le cas français, le salaire minimum fut indexé sur l’inflation dès la fin de la seconde guerre mondiale, mais l’indexation de tous les salaires fut généralisée après Mai 1968. Ainsi, “the quasi-indexation of wages with consumer prices, which can be observed from 1969 onwards, continued during the crisis. The fall in the exchange rate reinforced domestic inflationary tendencies and caused the acceleration in wages during 1974” (Boyer, 1979, p. 117). Pour Israël, des années 1950 jusque 1975, les salaires étaient indexés sur un indice de coût de la vie qui différait de l’indice des prix à la consommation, mais l’enjeu demeure bien le maintien du niveau des salaires réels face à l’instabilité du rythme de progression du niveau des prix : “the general pattern is one of reasonable protection [of the purchasing power of workers] during the 1950s and 1960s, and relatively greater erosion during the accelerating inflation in the 1970s” (Prager, 1986, p. 266). Ces observations, dans un régime d’inflation modérée, soulignent l’importance croissante de la définition de l’indexateur et de son calcul (Jany-Catrice, 2020), cet indexateur étant au cœur des questions de répartition et de confiance des acteurs dans le cadre institutionnel au sein duquel les négociations se déroulent.

On doit aussi rappeler qu’au sein de nombreuses économies les mécanismes d’indexation des salaires sur les prix ont été démantelés à partir des années 1980 et à la faveur (ou en articulation avec) des politiques désinflationnistes menées ; ces économies sont alors revenues à des régimes d’inflation faible, généralement marquées par la faiblesse des pouvoirs de négociation des travailleurs comme des pouvoirs de marché des firmes. L’histoire économique récente de plusieurs économies d’Amérique latine fournit d’autres exemples de régimes d’inflation modérée en vigueur sur plusieurs années voire sur plusieurs décennies.

Suivant Bastian et Setterfield (2015), nous pouvons formaliser nos observations permettant de définir le régime d’inflation modérée. Pour définir le taux de croissance des salaires nominaux,

nous reprenons l'équation (1) à laquelle nous ajoutons l'indexation sur le taux de croissance des prix observé lors de la période précédente :

$$\frac{\dot{w}}{w} = \Omega (\omega_w - \omega) + \lambda \left(\frac{\dot{p}}{p}\right)_{-1} \quad (8)$$

Ici, l'indice (-1) indique que les travailleurs indexent la progression des salaires nominaux à l'évolution des prix observés lors de la période précédente. Le paramètre λ indique quant à lui le degré d'indexation obtenu. Si $\lambda = 1$ cela implique que l'indexation est parfaite ou totale : toute augmentation des prix observée précédemment est intégralement répercutée sur la progression des salaires lors de la période suivante. λ peut prendre n'importe quelle valeur entre 0 et 1, décrivant si $\lambda < 1$ une situation où l'indexation n'est pas intégrale.

Le taux de croissance des prix peut être exprimé d'une manière similaire :

$$\frac{\dot{p}}{p} = \psi (\omega - \omega_f) + \beta \left(\frac{\dot{w}}{w}\right) \quad (9)$$

Dans cette expression, le paramètre β est en quelque sorte l'indexation des prix sur la progression des salaires ; en réaction à une hausse des salaires nominaux, les firmes pourront chercher à réagir, alimentant une « boucle prix-salaires ». La valeur de β , comprise entre 0 et 1, indique la force de cette forme d'indexation.

De manière tout à fait similaire à ce qui a été réalisé dans la description du régime d'inflation faible, nous pouvons à partir de ces équations (8) et (9) déduire nos valeurs d'état stationnaire, et nous pouvons même mettre en évidence une situation dans laquelle la répartition resterait inchangée par rapport à la situation observée dans le régime d'inflation faible, dès lors que les deux conditions suivantes sont respectées :

$$\frac{\dot{w}}{w} = \frac{\dot{p}}{p} = \left(\frac{\dot{p}}{p}\right)_{-1}$$

$$0 \leq \lambda = \beta \leq 1$$

Le taux de salaire d'état stationnaire et le taux d'inflation s'obtiennent de la manière suivante :

$$\omega^* = \frac{(1 - \beta)\Omega\omega_w + (1 - \lambda)\psi\omega_f}{(1 - \lambda)\psi + (1 - \beta)\Omega}$$

$$\left(\frac{\dot{p}}{p}\right)^* = \frac{\psi\Omega (\omega_w - \omega_f)}{(1 - \lambda)\psi + (1 - \beta)\Omega}$$

Cette dernière équation confirme que l'inflation, toutes choses égales par ailleurs et dès lors que λ comme β sont positifs, sera plus élevée que dans le régime d'inflation faible.

Toutefois, il est tout à fait envisageable, au moins sur des périodes relativement brèves, que l'inflation observée dans un régime d'inflation basse soit plus élevée que l'inflation observée dans un régime d'inflation modérée. La faiblesse relative des taux d'inflation dans un régime d'inflation modérée pouvant s'expliquer par la survenue d'un choc d'offre positif (gains de productivité, baisse des prix des matières premières...) qui poussent l'inflation à la baisse ou même par la moindre virulence des paramètres du conflit de répartition. Toutefois, pour que l'économie change de régime, il faut observer un changement institutionnel et donc ici la disparition des mécanismes d'indexation. Sans démantèlement de ceux-ci, l'inflation est amenée à progresser à nouveau dès lors que des chocs d'offre négatifs interviendront : la baisse de l'inflation est alors temporaire (Phipps, 1981).

On peut aussi mentionner que dans certains cas, et ceci peut aussi expliquer que paradoxalement on puisse observer des taux d'inflation relativement faibles dans un régime d'inflation modérée, le développement de l'indexation des salaires sur les prix est allé de pair avec un effet inattendu : il devenait plus difficile pour les syndicats de négocier des hausses de salaires, l'indexation provoquant une certaine érosion du pouvoir de négociation des travailleurs (Warren, 1980) et la cible de salaire réel des travailleurs pouvant se réduire. Pour le dire simplement, les travailleurs ayant obtenu l'indexation de leurs salaires, il semble qu'il leur soit alors plus difficile de justifier auprès des employeurs des négociations portant sur le niveau de rémunération salariale.

1.2.2 Fragilités inhérentes du régime d'inflation modérée

En pratique, la principale fragilité de ce régime provient de sa capacité à générer de l'inflation inertielle. Chaque choc peut provoquer une augmentation de l'inflation, qui va progresser par plateaux successifs. Les auteurs structuralistes vont insister ici sur l'importance de la contrainte extérieure lorsque l'inflation présente une nature inertielle : dès lors qu'un ajustement externe obtenu par une variation du change se produit, les coûts de production exprimés en unités de monnaie domestique s'élèvent du fait de la progression des prix des inputs importés, et par

l'indexation, ces augmentations sont durablement répercutées dans l'inflation, déclenchant des augmentations des salaires nominaux (voir par exemple López Gallardo et Mansilla, 2007). Cela notamment explique pourquoi certaines économies souffrant de déficits récurrents de balance des paiements, dont la monnaie se déprécie tendanciellement et qui sont dotés de mécanismes d'indexation, peuvent régulièrement subir des hauts niveaux d'inflation ; on pense en particulier à certaines économies latino-américaines comme l'économie argentine.

A contrario, on pourrait penser que si les mécanismes d'indexation sont particulièrement efficaces, une élévation de l'inflation pourrait ne poser aucune difficulté particulière dans l'économie, ou en tous cas que ces augmentations de l'inflation ne provoqueraient pas de mouvement dans la répartition du revenu, ce qui est particulièrement problématique dans des économies marquées par d'importantes inégalités de revenu. Surtout, dans la réalité, l'indexation n'est jamais parfaite et l'inflation a toujours des effets sur la répartition. La raison principale est certainement provoquée par le fait que l'indexation ne peut être organisée en temps continu ; la réévaluation basée sur l'indexateur pré-défini intervient à intervalles pré-définis, généralement à des fréquences régulières (Jadresic, 2002). Pourtant, l'inflation se développe et se manifeste en temps continu. Pendant la période qui précède la réévaluation, les revenus réels sont donc affectés par l'inflation. Cette dernière observation nous permet de comprendre comment le régime peut évoluer vers le régime de haute inflation.

1.2.3 La transition vers le régime de haute inflation

Pazos (1963 ; 1972) a probablement été le premier à formaliser des dynamiques inflationnistes dans lesquelles l'indexation joue un rôle important. Son raisonnement a ensuite été repris et prolongé par différents auteurs, comme Simonsen (1970) ou Frenkel (1979). L'analyse de Pazos est établie à partir de l'observation du fait que les ajustements de salaires nominaux (garantis par l'indexation) se déroulent à des dates pré-déterminées. En conséquence, alors que les prix peuvent être réévalués plus régulièrement, les salaires réels sont affectés avant que leurs rétablissements ne surviennent. Cela encourage en retour les travailleurs à négocier une augmentation de la fréquence de réévaluation des salaires. On observe aussi que lorsque cette fréquence s'élève et donc que les intervalles de réévaluation tendent à se réduire (voir aussi Taylor, 2004, p.74), les salariés cherchent à obtenir des augmentations de salaires nominaux plus élevées que le rythme de l'inflation pour compenser la perte temporaire de salaire réelle subie. Par voie de conséquence, ce mécanisme accélère à nouveau l'inflation, comme le décrit Vera (2013, p.261) :

“There are situations, however, in which higher inflation in the past leads to higher wage settlements which in turn further raise inflation. [...] Thus, as inflation accelerates, contracts shorten, and that shortening of contracts is itself a factor that causes inflation to accelerate.”

Ces enseignements sont parfois désignés dans la littérature sous le nom de théorème « Pazos-Simonsen¹⁴ » que nous proposons de formuler ainsi : au sein d’un régime d’inflation modérée, l’inflation peut s’élever sous l’effet d’une réduction du temps entre deux périodes de réévaluation des contrats indexés sur l’inflation, provoquant en retour de nouvelles augmentations de l’inflation et une tendance à la progression des cibles salariales des travailleurs.

Sur ces bases, les taux d’inflation peuvent s’élever nettement, d’autant plus si de nouveaux chocs surviennent. En conséquence, quand la fréquence des réévaluations ainsi que l’inflation s’élèvent, l’indexation des salaires peut s’avérer insuffisante pour protéger l’ensemble des revenus et maintenir la possibilité de nouer des contrats dans l’économie. Les agents peuvent réagir à cette situation en refusant les contrats qui ne comportent pas clauses d’indexation (par exemple pour la location d’un bien immobilier ou pour la détention d’épargne exprimée en monnaie domestique) parce que l’incertitude liée au contexte inflationniste et les pertes potentielles provoquées par l’inflation sont trop importantes et peuvent réduire à néant l’intérêt de la transaction. Dès lors, de nouveaux arrangements institutionnels vont se développer au sein de l’économie qui évolue vers le régime de haute inflation.

1.3 Le régime de haute inflation

Pour caractériser le régime de haute inflation, on repère de nouveaux changements : bien sûr l’indexation des salaires demeure généralisée et la fréquence des ajustements s’est accrue, mais

¹⁴ L. Vera dans son article de 2013 consacré à ce théorème révèle que N. Kaldor avait écrit au cours d’un séjour en Amérique latine effectué à l’invitation de R. Prebisch en 1956, un essai intitulé *Inflation et développement économique*. Cet essai publié en portugais en 1957 dans la *Revista Brasileira de Economia* puis en 1962 en espagnol dans la *Revista de Economía Política* offre une analyse par Kaldor de la dynamique de l’inflation dans une économie dite en développement. Selon Vera, cette analyse est construite autour de l’importance des comportements des firmes et des travailleurs dans la détermination des prix et des salaires mais aussi dans la capacité qu’a une hausse de la fréquence de l’indexation des salaires sur les prix pour provoquer une augmentation du rythme de l’inflation. Vera estime ainsi que Kaldor avait déjà identifié le mécanisme dit Pazos-Simonsen. Cette analyse apparaît cohérente avec celle que nous proposons.

dorénavant on observe aussi un développement de nouvelles modalités concernant les indexations : elles peuvent mobiliser des indexateurs différents des indices de prix domestiques. Ce changement de régime vers le régime de haute inflation s'opère dès lors que les ajustements mensuels sont remis en cause car leur fréquence apparaît insuffisante : les ajustements pouvant devenir hebdomadaires. Aussi, et peut-être surtout, les travailleurs cherchent systématiquement à obtenir en début de période un salaire réel supérieur au pic de salaire réel obtenu lors de la période précédente, en anticipation d'une potentielle hausse du rythme de l'inflation. La généralisation de l'indexation au-delà des contrats de travail renforce aussi le caractère inertiel de l'inflation.

Des régimes de haute inflation peuvent être en vigueur sur des périodes de plusieurs mois ou même de plusieurs années ; le terme « régime » n'est donc pas usurpé. Toutefois, le rythme inflationniste observé dans ce type de régime est particulièrement instable, fragilisant la possibilité même de ce régime de perdurer.

L'accélération de la fréquence des ajustements requiert qu'un indexateur publié en continu (ou tout du moins selon la même fréquence que les ajustements) soit disponible et largement accepté dans l'économie ; cet indexateur est alors régulièrement le taux de change vis-à-vis d'une devise clé. D'ailleurs, selon Carvalho (1993, p.67) : "the main feature of a high inflation regime is the creation of a widespread system of contracts denominated in a unit of account other than the legal tender of the economy". C'est aussi le sens de cette autre réflexion de Carvalho (1992, p.201) : "shorter adjustment periods demand other kinds of indices than price indices. In most cases the new adjustment index has been the exchange rate to the dollar". On observe donc généralement le développement de l'indexation sur le change au sein d'un régime de haute inflation ; "since no domestic price index is available on weekly or daily basis, quotations of the exchange rate become the central pillar for calculating prices" (Vera, 2013, p.266). Cette caractéristique du régime de haute inflation nous permet d'appréhender l'évolution vers l'hyperinflation et de définir ce phénomène.

1.3.1 Caractéristiques du régime de haute inflation

Les principales caractéristiques de ce régime peuvent être résumées de la manière suivante : comme dans le régime d'inflation modérée, le conflit de répartition joue un rôle moteur dans l'inflation et les salaires sont indexés sur l'évolution des prix. Mais l'indexation est dorénavant généralisée et la fréquence d'ajustement des contrats s'est accélérée. La généralisation de

l'indexation, en particulier quand l'indexateur mobilise une unité de compte différente de la monnaie domestique, marque un affaiblissement de la monnaie domestique dans sa dimension d'unité de compte. Ce phénomène peut se produire sans que les autorités aient provoqué ou validé cette évolution : "When payments start to be reckoned in terms of the index, and no longer in terms of the standard monetary unit, what takes place is nothing else than indexation in its informal sense" (Franco, 1986, p.233). On peut ainsi commencer à repérer le développement d'une pluralité monétaire dans l'économie¹⁵, pluralité qui est introduite par la concurrence sur l'unité de compte. Ce phénomène est relevé aussi dans le processus menant à l'effondrement du mark allemand en 1923 ; ainsi Orléan (1979, p.533) relève qu'

« À partir de l'été 1922, on assiste au développement de comptabilité en or ou en dollar. Peu à peu la pratique d'indexation des prix sur le cours du dollar s'étend. Les salaires eux aussi sont indexés, souvent en tenant compte du délai entre la date de leur perception et celle de leur dépenses, et en incluant donc directement les anticipations sur la dépréciation du mark »

Il est impératif qu'au sein de l'économie un indexateur soit largement accepté et reconnu au sein de l'économie. En outre, la production d'un indice permettant de couvrir les maturités contractuelles, maturités des plus courtes aux plus longues, est une tâche techniquement ardue. Cela n'est toutefois pas impossible, et au moins deux expériences attestent que cela est non seulement possible techniquement, mais que les agents peuvent aussi accepter la généralisation de ces indices. On pense d'une part à l'*Unidad de Fomento* au Chili (adopté et généralisé en 1980 par les autorités chiliennes qui est toujours utilisé aujourd'hui) et à l'ORTN brésilien, indice de référence pour de nombreux contrats des années 1960 jusqu'au milieu des années 1980. La réussite de ces expériences a permis l'absence d'un développement spontané de la dollarisation dans des contextes de très forte inflation.

Car généralement, les agents placés dans le contexte de mise en place d'un régime de haute inflation adoptent le taux de change comme référence pour réévaluer les prix, les salaires et finalement toutes les valeurs contractuelles ; c'est la caractéristique de la mise en place d'une dollarisation progressive et spontanée. Ce phénomène s'explique par la facilité d'utiliser le taux de change comme référence : ce prix est continuellement actualisé. De plus, face à l'incertitude liée à la valeur de la monnaie dans le contexte d'inflation forte, et en cohérence avec la préférence pour la liquidité, les épargnants ont tendance à rechercher un substitut à l'épargne

¹⁵ Toutefois, les autorités cherchent à contrôler le phénomène pour éviter qu'il y ait une prolifération d'unités de comptes : "...the excessive degree of uncertainty that such a system would create leads the state to impose a restricted set of indices that agents need to accept in their private contracts" (Carvalho, 1992, p.194).

liquide conservée en unités de monnaie domestique dont la valeur réelle s'affaiblit rapidement. Le réflexe qui se développe et se généralise est d'alors d'avoir recours à l'épargne en devises ou bien de détenir des actifs indexés sur le taux de change ou libellés en devises. Pour résumer, on épargne et on compte de plus en plus dans la devise. Le raisonnement proposé ici est parfaitement en phase avec celui proposé par Carvalho (1993, p.67) : “[t]he main feature of a high inflation regime is the creation of a widespread system of contracts denominated in a unit of account other than the legal tender of the economy”. De la même manière, Franco (1986, p.233) indique que “it is commonly observed that high inflation destroys the store of value function of money, but it is less often observed that the unit of account function is also weakened, as the monetary unit becomes inappropriate for reckoning real values”.

Dans le contexte contemporain, ces phénomènes sont susceptibles d'intervenir en particulier au sein d'économies périphériques engagées dans le processus de globalisation financière ; dans un système monétaire international marqué par la hiérarchie monétaire et l'instabilité des taux de change (Andrade et Prates, 2013), les agents d'une économie périphérique placés dans une situation d'incertitude croissante liée au renforcement de l'inflation sont susceptibles de modifier leurs comportements conventionnels vis-à-vis de la monnaie domestique et des devises, ou d'une devise en particulier.

Formellement, nous proposons simplement d'ajouter l'indexation sur le change aux équations proposées dans le régime d'inflation modérée.

$$\frac{\dot{w}}{w} = \Omega (\omega_w - \omega) + \lambda \left(\frac{\dot{p}}{p}\right)_{-1} + \gamma \frac{\dot{e}}{e} \quad (10)$$

$$\frac{\dot{p}}{p} = \varphi (\omega - \omega_f) + \beta \left(\frac{\dot{w}}{w}\right) + \sigma \frac{\dot{e}}{e} \quad (11)$$

Les conditions à respecter pour qu'il n'y ait pas de variation de la répartition par rapport à la situation précédente sont les suivantes :

$$0 \leq \lambda = \beta \leq 1$$

$$0 \leq \gamma = \sigma \leq 1$$

Les paramètres γ et σ sont positifs et dotés d'une valeur inférieure ou égale à l'unité, permettant de mener la réflexion qu'il y ait une indexation partielle ou totale des prix sur le change. D'ailleurs, si le rapport $\frac{\dot{e}}{e}$ désigne généralement le taux de croissance du change, il peut aussi représenter le taux de croissance d'un indice spécifique (type *Unidad de Fomento* ou ORTN).

1.3.2 Fragilités inhérentes du régime de haute inflation

Si les conditions précédemment envisagées portant sur les paramètres d'indexation, établies pour qu'il n'y ait pas de conséquence sur la répartition suite à un choc inflationniste frappant l'économie ne sont pas respectées, ce choc va avoir des effets importants sur le partage de la valeur ajoutée. Dans le régime de haute inflation, une dépréciation de la monnaie domestique nourrit instantanément l'inflation, par la hausse des coûts supportés par les firmes mais aussi en affectant l'ensemble des contrats en monnaie domestique indexés sur le change. Cette caractéristique nouvelle renforce la pression sur la banque centrale afin que celle-ci cherche à stabiliser le taux de change ; par voie de conséquence, l'ensemble de la politique économique tend à être mobilisé vers cet unique objectif. Dans le même temps, maintenir un taux de change fixe peut nourrir des déséquilibres extérieurs insoutenables qui deviennent eux-mêmes source d'instabilité. L'économie peut donc facilement se trouver piégée.

Les phénomènes de dollarisation qui se développent à la faveur de régimes de haute inflation peuvent être alimentés par des décisions de politique économique¹⁶. L'adoption de *Tablitas Cambiarias* au Chili ou en Argentine à la fin des années 1970, simultanément à l'ouverture financière complète de ces économies, ont largement encouragé la dollarisation de ces économies. En effet ces régimes de change particuliers étaient basés sur l'annonce préalable par la banque centrale de taux de dépréciation de la monnaie domestique vis-à-vis du dollar et ce sur un horizon de 3 mois. Ainsi, si on croit en l'engagement des autorités monétaires, le risque de change est nul, facilitant les arbitrages en termes de différentiels des taux d'intérêt et encourageant finalement les agents domestiques à compter en dollars. Ce mécanisme a aussi largement encouragé l'endettement en dollars auprès d'institutions financières états-uniennes de la part des agents privés de ces pays, propageant ainsi le dollar comme monnaie de référence dans sa fonction de réserve de valeur. L'histoire économique israélienne fournit un autre exemple aux conséquences similaires : à la fin de l'année 1977, la banque centrale israélienne permet aux banques domestiques de fournir des comptes épargne à ses clients dont les dépôts, effectués en monnaie domestique, étaient indexés sur le taux de change entre la monnaie domestique et le dollar. L'utilisation du dollar dans les comportements domestiques est

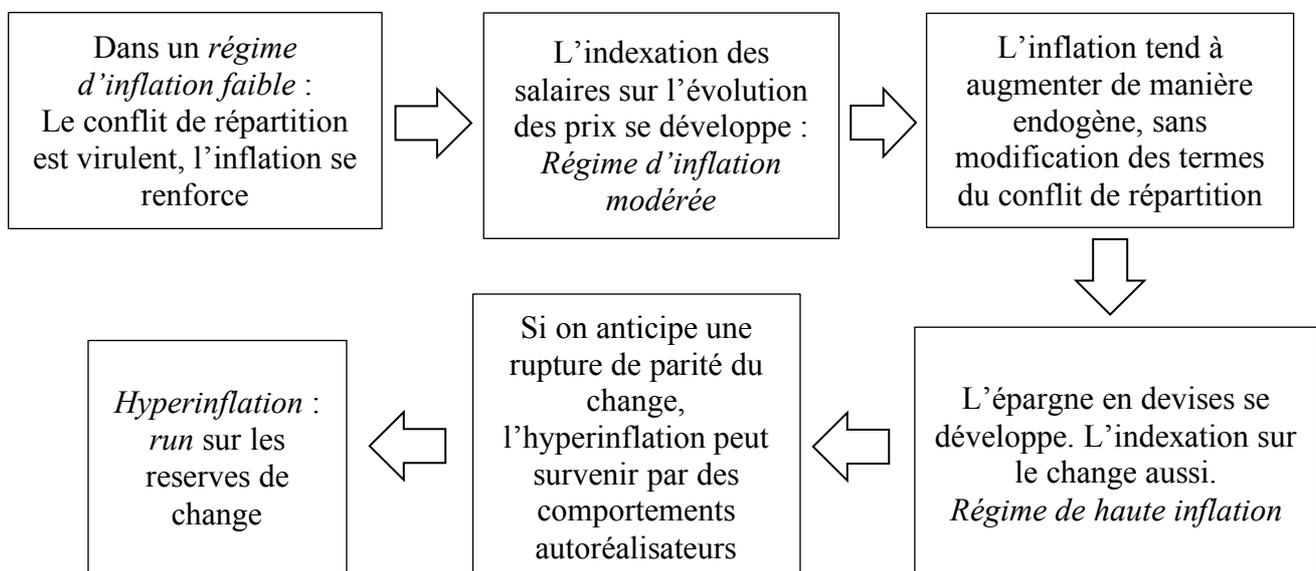
¹⁶ Ponsot (2019) propose quatre types de régime-type de dollarisation ; ces régimes se distinguent d'une part selon le fait que la dollarisation est intégrale ou non et d'autre part selon le fait que le mouvement de dollarisation s'effectue *de facto*, c'est-à-dire provoqué avant tout par les utilisateurs de la monnaie, ou *de jure*, c'est-à-dire en conséquence de l'action volontariste de la part des autorités monétaires. Ici, les régimes de pré-annonce des taux de change vis-à-vis du dollar s'apparentent à une phase de gestion active de la dollarisation, décidée par les autorités.

encouragée ; la devise supplante la monnaie domestique dans les fonctions de réserve de valeur comme d'unité de compte. Ces trois exemples sont tirés d'économies qui correspondaient alors aux caractéristiques données pour définir un régime de haute inflation.

Il est évident qu'il devient encore plus difficile de parvenir à contrôler et réduire le rythme inflationniste dès lors que l'économie se place dans un régime de haute inflation. Relever l'importance des variations du change dans ce type de régime est cohérent avec l'analyse de Robinson (1951) de l'hyperinflation allemande du début des années 1920 "each rise in wages, therefore, precipitated a further fall in the exchange rate, and each fall in the exchange rate called forth a further rise in wages", analyse corroborée par Kaldor (1982) qui remarque lui, toujours sur ce cas allemand, que si le taux de change demeure stable lors d'une journée, les prix et les salaires n'étaient pas non plus modifiés cette même journée.

1.4 L'hyperinflation

Le raisonnement développé nous permet dorénavant de définir l'hyperinflation. Celle-ci survient à l'issue d'une séquence typique qui peut être synthétisée de la manière suivante, marquant les changements de régime :



Nous ne pouvons pas définir l'hyperinflation comme un régime spécifique¹⁷ : l'hyperinflation est un phénomène de court terme, un phénomène qui ne permet aucune régularité dans les

¹⁷ Relevons que Salama et Valier (1990) ont proposé le terme « d'hyperinflation rampante » pour désigner des périodes lors desquelles le taux de croissance des prix demeure à des niveaux très élevés (« l'inflation rampe...

comportements économiques qui mobilise la monnaie domestique. Si Kalecki (1962) propose une définition de l'hyperinflation pour une économie fermée, caractérisée par le rejet de la monnaie et la conversion compulsive et généralisée des unités monétaires en biens, dans le cadre contemporain et dans la configuration actuelle du système monétaire international, nous retenons que l'hyperinflation est la conversion compulsive des unités de monnaie domestique vers une devise, ce qui marque le rejet complet ou absolu de la monnaie domestique au profit d'une devise par ses utilisateurs. La préférence pour la liquidité, les comportements auto-réalisateurs comme les vulnérabilités macroéconomiques (déséquilibres de la balance des paiements, virulence du conflit de répartition...) sont au cœur de ce phénomène. Il faut donc identifier ces éléments pour comprendre une dynamique menant à l'hyperinflation.

Les cas d'hyperinflation dans l'histoire économique sont relativement rares. Hanke et Krus (2012), qui adoptent le critère de Cagan (1956) pour identifier ces épisodes, dénombrent 56 épisodes. Des grappes d'épisodes sont observés dans les années 1920, les années 1940, les années 1980 et le début des années 1990. Saboin-Garcia (2018), avec le même critère quantitatif pour définir l'hyperinflation, ajoute le cas contemporain vénézuélien. Bien que ces épisodes soient rares, la peur de l'hyperinflation est présente dans de nombreux esprits et elle peut être mobilisée, suscitée ou développée par des économistes ou des *policy makers*, notamment pour justifier des politiques dites de « *sound finance* » ou marquées par le resserrement monétaire. Ce serait aussi l'issue inéluctable d'un épisode hyperinflationniste : ainsi, selon Reinhart et Savastano (2003, p. 22) «Major fiscal adjustments have been needed to end all modern hyperinflations». Plus loin dans ce même article ils insistent sur le fait que l'hyperinflation est toujours susceptible de se produire, bien que l'inflation globale se soit largement réduite depuis les années 1980.

Il est primordial de souligner que les épisodes d'hyperinflation surviennent lors de périodes pendant lesquelles le système monétaire international est marqué par l'instabilité des changes

mais plutôt au plafond qu'au ras du sol », op. cit, p.8). Ils expliquent que ces situations, observées en particulier pendant les années 1980 et qui pourraient apparaître alors comme des originalités dans l'histoire économique, ne sont pas caractérisées par la perte complète de cohérence des prix relatifs dans l'économie considérée ni par la disparition de l'utilisation de la monnaie domestique. Pour ces auteurs, la frontière comme une éventuelle évolution entre l'hyperinflation rampante et l'hyperinflation « ouverte » (qui se caractérise elle par le chaos économique et le fait que la monnaie nationale perde ses fonctions traditionnelles) ne sont pas toujours évidentes à repérer. Il nous semble que la typologie que nous proposons, bien que largement cohérente avec les déterminants de telles situations repérées par Salama et Valier, permet de clarifier les choses. Ces auteurs soulignent avant nous que l'hyperinflation est largement nourrie par des situations dans lesquelles les conflits distributifs sont particulièrement violents et tendent à s'aggraver, dans lesquels l'investissement tend à se réduire ou à être faible ou encore dans des situations lors desquelles les contraintes externes, en particulier liées à l'endettement, sont fortes. Notre propos n'est donc pas antagonique à cette analyse.

et qu'on repère des crises de change (lors de la période de l'entre-deux guerres ou après l'effondrement du système de Bretton Woods). Bastos (2002, pp. 48-49) explique que le point commun des économies qui connaissent l'hyperinflation dans les années 1920 ou dans les années 1980 réside dans l'existence d'une rupture dans les entrées de capitaux (ou l'existence d'une fuite des capitaux) concomitamment à l'épisode d'hyperinflation. La stabilité globale des taux de change ainsi que les contrôles sur les flux de capitaux internationaux apparaissent donc comme des mesures potentiellement efficaces afin de se prémunir contre le risque de survenue de l'hyperinflation. Comprendre l'hyperinflation c'est donc comprendre les relations entre l'instabilité interne dans un régime de haute inflation et l'instabilité externe.

1.4.1 Caractéristiques de l'hyperinflation

L'hyperinflation se développe à partir du régime de haute inflation et révèle le rejet complet de la monnaie domestique. En économie ouverte, les agents substituent une devise à la monnaie domestique. C'est ce processus qu'évoque au détour d'une phrase Lerner évoquant les hyperinflations européennes d'après la deuxième guerre mondiale (1951, p.197) : "the inflation comes to an end when the inflation is no longer endurable, and some new kind of money is adopted to take the place of the old money, which becomes completely worthless".

Adopter ce critère qualitatif nous permet de distinguer clairement les périodes de haute inflation des épisodes d'hyperinflation. Dans une perspective keynésienne, cela permet aussi de justifier le fait que l'hyperinflation doit absolument être évitée : la destruction de la monnaie domestique durant l'hyperinflation empêche de fait toute politique économique active mobilisant la politique monétaire. De plus, les épisodes d'hyperinflation

"go hand-in-hand with situations of shortages in the supply of goods, impoverishment of rentiers, and reductions in real wages, which, although they may benefit from inflation-indexing mechanisms, are penalized by the existence of adjustment lags. This means that only the profits of entrepreneurs, and above all those made by big business, thrive" (Charles and Marie, 2021, p.533).

Comme relevé précédemment, le passage d'un régime inflationniste à l'autre est systématiquement permis ou provoqué par la mise en place de changements institutionnels. Dans ce contexte, "the passage to a hyperinflation can occur, in modern conditions, if excessive pressure is put on the institutions that define high inflation" (Carvalho, 1992, p.200). En somme, alors que l'inflation accélère dans le régime de haute inflation, les anticipations deviennent de plus en plus importantes dans la détermination de la progression des salaires et des prix.

Les agents vont, à un moment spécifique, arrêter d'indexer sur l'inflation passée et ils vont baser leurs revendications en termes de salaires ou de prix selon leurs anticipations (Franco, 1990, p.65), spécifiquement quand ils s'attendent à la survenue d'une forte dépréciation de la monnaie domestique (Charles et Marie, 2016). En d'autres termes, il se produit

“a break in the connection between readjustments and the inflation index representing past inflation, resulting in a new connection between readjustments and future inflation or expectations regarding future inflation. Wage readjustments lose their former *anchor* and start to fluctuate based on anticipations, which are informed by quotations of speculative markets on a daily-basis” (Franco, 1990, pp. 65-66).

Le marché des changes devient alors le lieu de focalisation des anticipations et la référence pour la détermination des prix courants comme pour l'inflation future.

Les épisodes hyperinflationnistes, comme chaque grande crise monétaire, sont inextricablement liées à des crises politiques dès lors qu'elles révèlent la perte de confiance complète dans la monnaie et donc dans l'autorité garante de son émission et de sa gestion. Ces crises sont marquées par la contestation des autorités et des institutions politiques (Théret, 2007). Ainsi, nous comprenons que certains cas d'hyperinflation s'établissent dans des contextes marqués, entre autres causes, par des événements géopolitiques comme des divisions étatiques, des réorganisations d'États (voir par exemple Bastos, 2002 ou Desmedt, 2021, pour les hyperinflations en Europe dans l'entre-deux guerres au sein d'États qui succèdent à l'Empire austro-hongrois) ou après le démantèlement du bloc socialiste au début des années 1990 (pour l'hyperinflation bulgare de 1997, voir le chapitre 4). D'autres événements politiques comme l'instabilité politique domestique, les guerres civiles ou encore les coups d'État peuvent aussi déclencher ou encourager l'hyperinflation. Ces observations ne nous paraissent pas contradictoires avec le raisonnement mené jusqu'à présent. L'hyperinflation plonge bien ses racines dans les régimes de haute inflation et nous repérons systématiquement certaines caractéristiques macroéconomiques lors de sa survenue.

- D'abord, les agents présentent une certaine préférence pour la liquidité : les agents désirent détenir un actif le plus liquide possible dont la valeur est globalement stable. Cela demeure évidemment le cas en période de haute ou de très haute inflation. Si la monnaie domestique n'offre plus ces caractéristiques, les agents vont chercher un substitut, comme le remarque Davidson ([1982] 1992). Dow (1999, pp. 154-155) explique ainsi le phénomène :

“the national currency is generally the asset which is most liquid and most stable in value. But within the international economy, there is a range of moneys. As long as each has a stable value in relation to the others, then the most liquid of these is generally

employed as a means of payment and unit of account; this would normally be the national currency of the economy concerned. But, where the domestic value of the national currency is falling significantly relative to foreign currencies, because of domestic inflation or a depreciating exchange rate, other currencies may better satisfy liquidity preference. In cases of hyperinflation, capital controls may not be sufficient to prevent demonetization and the substitution of foreign currency for domestic currency.”

Nous comprenons aussi que la démonétisation de l'économie qui peut être approximée par la chute du rapport M/PIB (avec M un agrégat monétaire tel que M3) est caractéristique de l'hyperinflation. Cette observation a été effectuée par Franco (1990), Orléan (2007) ou encore Drabo (2019).

- Ensuite, l'hyperinflation se déclenche alors que des fragilités externes préexistent, spécialement en terme de vulnérabilité de l'économie via la balance des paiements. Par exemple, un solde négatif récurrent du compte courant (ou même une dégradation de ce solde) peut alimenter les craintes quant à l'impossibilité prévisible de la banque centrale de défendre la valeur externe de la monnaie et ainsi d'empêcher une très forte dépréciation. De telles dynamiques de la balance des paiements peuvent être nourries par des hauts niveaux d'inflation qui grèvent la compétitivité prix de l'économie, mais elles peuvent aussi survenir en fonction de l'évolution des marchés internationaux des capitaux. D'ailleurs, un renversement des conditions de financement externe d'une économie qui se produit alors que l'économie est située dans un régime de haute inflation est susceptible de déclencher l'hyperinflation ; la vulnérabilité passe alors uniquement par le « bas de la balance des paiements » en cas de fuites de capitaux. Les anticipations jouent ici un rôle décisif. De plus, l'importance croissante du taux de change nominal dans les comportements et comme référence incite les agents à rechercher la devise étrangère comme réserve de valeur, provoquant une augmentation de la demande de cette devise ce qui provoque des pressions sur le change. C'est un cercle vicieux : la demande de devises déprécie la monnaie domestique ce qui alimente l'inflation, encourageant les agents à se tourner vers la devise...

Salama et Valier (1990), Bastos (2002) ou encore Charles et Marie (2016) ont ainsi mis en évidence que les économies souffrant d'hyperinflation sont généralement largement endettées en devises et auprès de créanciers étrangers. C'est aussi ce que nous observerons dans les chapitres suivants. Cela n'est pas surprenant : la nécessité de faire face aux obligations de paiements liées à cette dette externe pousse les *policy makers* des pays concernés à avoir recours aux dévaluations compétitives pour générer des surplus commerciaux. Ces dévaluations alimentent le renforcement de l'inflation et le comportement défensif des agents afin de

maintenir leurs niveaux de revenus réels. Ce mécanisme fut aussi décrit dans le cas allemand des années 1920 par Robinson.

- C'est finalement un changement brutal de comportement nourri, au moins en partie, par le contexte macroéconomique qui va déclencher l'hyperinflation, le rejet complet de la monnaie domestique. Le phénomène est causé par un mouvement massif, suscité par des comportements autoréalisateurs, de fuite vers la devise. Le *run* sur les réserves de change provoque l'explosion du taux de change et des prix exprimés en monnaie domestique. L'épisode est bref et violent ; cette caractéristique souligne la différence de nature entre l'inflation et l'hyperinflation.

Comme nous attirons l'attention sur l'importance des anticipations sur le taux de change dans l'explosion hyperinflationniste, et comme nous observons que l'ensemble des schémas institutionnels établis dans les régimes inflationnistes précédents disparaissent, nous proposons la formalisation suivante de l'hyperinflation :

$$\frac{\dot{w}}{w} = f[E(\dot{e}_{t+1})] \quad (12)$$

$$\frac{\dot{p}}{p} = f[E(\dot{e}_{t+1})] \quad (13)$$

Ici, les augmentations des prix comme celles des salaires sont provoquées par les anticipations concernant les variations du change.

Néanmoins, cette proposition ne doit pas nous détourner de notre message principal : l'hyperinflation peut être vue comme la dernière séquence d'une chaîne de causalités : le conflit de répartition est à la base de cette séquence en ce qu'il génère une inflation forte qui induit l'apparition de mécanismes d'indexation et un changement de régime de l'inflation. Si l'inflation continue de se renforcer, le change peut alors devenir l'indexateur de référence. C'est cette étape qui est décisive car elle ouvre la possibilité par la suite de l'hyperinflation.

En d'autres termes, "We can take away from these considerations that, in the absence of any external debt in foreign currency, in the absence of price and wage-indexing mechanisms, and in the absence of any distribution conflict, the terms of which may trigger high inflation, there is no cause to fear the emergence of a hyperinflationary phenomenon" (Charles and Marie, 2021, p.534).

Conclusion

Ce premier chapitre vise à présenter de manière synthétique et cohérente une proposition de typologie de régimes inflationnistes établie dans un cadre post-keynésien et structuraliste. À partir de celle-ci nous proposons une définition de l'hyperinflation et nous mettons en évidence les conditions de son apparition. Le cadre dans lequel nous nous plaçons reconnaît l'endogénéité de la monnaie et l'inflation peut être qualifiée de *cost-push*. Pour saisir une dynamique inflationniste, il s'agit de déterminer les facteurs de variation des coûts des entreprises, les éventuels changements d'aspiration des capitalistes et des travailleurs sur la répartition du revenu ainsi que l'évolution des pouvoirs de marché comme de négociation. L'analyse doit aussi porter sur l'analyse d'éventuels mécanismes d'indexation.

Nous proposons des définitions concernant trois régimes inflationnistes distincts : le régime de basse inflation, d'inflation modérée et d'inflation élevée. L'hyperinflation ne peut pas être définie comme un véritable régime. Chaque situation concrète semble pouvoir être caractérisée par cette typologie. Bien que s'appuyant abondamment sur la littérature existante, la typologie proposée offre à notre connaissance un apport substantiel en distinguant les régimes d'inflation modérée et de haute inflation, permettant d'insister sur le rôle joué par la devise dans ces derniers régimes.

Il nous semble aussi important de souligner que les passages d'un régime à l'autre peuvent souvent être provoqués par des éléments exogènes à l'économie domestique ou à l'interface entre l'économie domestique et l'économie mondiale : hausses de prix des matières premières importées, variation du change, flux de capitaux... Nous avons aussi remarqué que le retour vers un régime moins inflationniste que celui en vigueur peut être long et difficile car il nécessite la suppression de mécanismes institutionnelles mais aussi le changement d'attitude des agents vis-à-vis de la devise dans le cas du régime de haute inflation ou dans celui de l'hyperinflation.

La typologie proposée nous permet aussi d'appréhender le contexte de renforcement de l'inflation observé dans l'économie mondiale depuis l'année 2021. Dans la plupart des cas, le moteur de l'inflation est clairement identifié : il s'agit d'une inflation importée provoquée d'abord suite à la reprise de la demande mondiale après les épisodes de confinements et la difficulté pour les chaînes globales de production comme de distribution de répondre à cette brutale reprise qui a favorisé la hausse des prix ; puis cette hausse a été largement accrue par

l'instabilité géopolitique et ses conséquences liée à l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022.

La plupart des économies évoluent actuellement dans le cadre du régime d'inflation faible, c'est-à-dire sans indexation généralisée des salaires sur l'évolution des prix. Au sein de tels régimes, si les travailleurs ne parviennent pas à obtenir des augmentations des salaires nominaux suite aux augmentations des prix réalisées, les effets sur la répartition primaire seront importants, provoquant la réduction de la part des salaires dans le revenu global. C'est cette situation que l'on observe dans de nombreuses économies au moment de la rédaction de ce mémoire au printemps 2022. La mise en place de mécanismes d'indexation des salaires sur les prix permettrait de répartir le coût de l'augmentation des prix des importations qui aujourd'hui est répercutée par les firmes sur les prix finaux (i.e. provoquant l'inflation) et leur permettant de maintenir les taux de marge. Cette mesure apparaît nécessaire pour s'accommoder du contexte global contemporain. La situation actuelle révèle la fragilité de nombreuses économies largement dépendantes des chaînes globales de production et l'objectif de la politique économique si l'on souhaite réduire les risques inflationnistes devrait donc être de réduire cette dépendance externe. Cet objectif requiert la mise en place de politiques qui s'articuleraient avec les objectifs de transition ou de bifurcation écologique. Présenter ainsi les objectifs de politique économique qui devraient être suivis dans le contexte actuel est très différent de ce que l'approche standard préconise. Selon cette approche, le renforcement de l'inflation doit être combattu par une politique monétaire restrictive, ce qui selon nous serait susceptible d'obérer la possibilité de réaliser les investissements compatibles avec la transition.

La typologie proposée dans ce chapitre va être mobilisée dans les chapitres suivants. Cette typologie est alors confrontée à des études de cas. Le cadrage théorique doit faciliter l'analyse des trajectoires inflationnistes étudiées et en retour ces recherches doivent nous permettre de renforcer ou d'amender le cadre théorique proposé. Chacune de ces études requiert que nous développions notre analyse en tenant compte des spécificités institutionnelles ou historiques des cas étudiés.

Chapitre 2. L'hyperinflation argentine de 1989. Un processus typique¹⁸

Introduction

L'Argentine acquiert son indépendance en 1816. En 2022, sa population est estimée à plus de 47 millions d'habitants et les indicateurs de développement traditionnels comme l'IDH placent l'Argentine comme étant un pays avancé ou une économie développée. Le niveau de formation de la main d'œuvre est élevé tout comme l'espérance de vie. L'Argentine est un pays traditionnel d'immigration, immigration en provenance d'Europe jusqu'aux années 1940, puis plutôt en provenance du sous-continent sud-américain depuis. La structure économique de l'Argentine s'appuie largement sur une agriculture traditionnellement importante dans les exportations, mais le pays est aussi doté d'un tissu industriel relativement important en comparaison avec d'autres économies latino-américaines. Au début du XXème siècle l'Argentine est souvent présentée comme une économie aussi riche ou développée que les économies d'Europe occidentale. Toutefois, l'histoire économique de ce pays est marquée par une succession effrénée de crises économiques aux répercussions importantes, dont la première est certainement la crise de 1890 qui a largement provoqué la déstabilisation de la banque Barings de Londres. L'économie argentine présente depuis les années 1940 une originalité dont nous présentons un éclairage particulier dans ce chapitre : le dollar états-unien est particulièrement important dans les comportements domestiques, comme valeur refuge depuis les années 1940 (Luzzi et Wilkis titrant même leur ouvrage de 2019 ainsi : « Le dollar. Histoire de la monnaie argentine »).

Depuis la fin du XIXème et de manière encore plus marquée depuis les années 1970, l'économie argentine connaît des phases de forte expansion économique suivies par de sévères récessions. Les taux d'inflation comme de pauvreté sont particulièrement élevés. Dans ce chapitre, on va s'intéresser à une crise économique remarquable qui a frappé l'Argentine à la fin du XXème siècle.

¹⁸ Ce chapitre est construit à partir de deux articles : « Inflation in Argentina during the Second Peronist Period (1973-1976) A Post-Keynesian Interpretation », publié en 2010 par la *Review of Political Economy* : <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09538251003665677> et « Hyperinflation argentine de 1989 : une interprétation post-keynésienne », publié en 2014 par la *Revue de la Régulation. Capitalismes, Institutions* : <https://journals.openedition.org/regulation/10794>

L'hyperinflation argentine qui survient lors de l'année 1989 est une crise monétaire qui a été abondamment étudiée dans la littérature. Suite à cette crise, une modification profonde et inédite du régime monétaire est établie, décidée par les Argentins eux-mêmes sans que les institutions internationales ne l'aient suggérée : en 1991, l'Argentine se dote d'un *Currency Board* (CB), avec une parité fixe au taux de 1 pour 1 entre le peso argentin et le dollar états-unien. Cette parité était présentée comme ne devant pas avoir à être modifiée ultérieurement, pendant que les règles de fonctionnement du CB impliquent que la monnaie domestique doit être librement convertible dans la devise de rattachement et que la base monétaire doit être couverte par les actifs en devises détenus par la Banque centrale (Ponsot, 2002).

Il s'agit ici de comprendre la survenue de l'hyperinflation argentine de 1989 par l'étude de ses origines historiques depuis les années 1970. La mobilisation du cadre théorique présenté dans le premier chapitre nous permet de décomposer le renforcement tendanciel de l'inflation en plusieurs étapes tout comme il permet d'interpréter le fait que le dollar prenne progressivement de plus en plus de place dans les comportements. Nous proposons que ces mouvements s'interprètent comme le fait que l'économie argentine passe par différents régimes inflationnistes. C'est en cela que cette trajectoire est typique, c'est-à-dire qu'elle est conforme aux différents régimes d'inflation définis précédemment.

Nous nous attachons à confirmer que l'hyperinflation présente une nature différente de celle d'un phénomène inflationniste, même violent. L'hyperinflation, c'est bien l'expression du rejet de la monnaie domestique au profit d'un substitut, rendue possible par la conjonction de trois éléments. Premier élément, l'existence d'un processus inflationniste virulent. Deuxième élément, s'ajoutent à l'inflation générée par le conflit de répartition des phénomènes d'indexation des prix et des salaires. Nous vérifions aussi que dans l'économie argentine fortement inflationniste, un cercle vicieux inflation – dégradation du change réel – augmentation de l'endettement externe en devises se met en place. Alors, dans une économie dans laquelle la fonction de compte de la monnaie domestique est concurrencée par une devise, les anticipations sur le change peuvent devenir autoréalisatrices déclenchant le *run* sur les réserves et la fuite devant la monnaie domestique. Ce sont bien ces anticipations sur le change qui forment le troisième élément constitutif de l'hyperinflation.

Nous confirmons dans cette section la proposition théorique effectuée et modélisée dans Charles et Marie (2016) : l'hyperinflation se développe au sein d'une économie endettée en devises et en situation de déficit du solde courant de la balance des paiements, dans laquelle on observe un conflit de répartition virulent auquel s'ajoutent des phénomènes d'indexation et d'anticipations sur le change.

L'étude d'économie politique historique menée révèle que le conflit de répartition a été particulièrement virulent en Argentine, au moins depuis la fin des années 1970 et jusqu'en 1989. Cependant, l'inflation n'a pas été toujours croissante sur cette période. L'analyse rappelle qu'on a pu temporairement la diminuer grâce à la mise en place de différentes politiques économiques. L'une d'elle, influençant directement les paramètres du conflit de répartition, a cependant favorisé l'apparition de nouvelles contraintes (endettement externe accru, implantation du dollar comme support et unité de réserve de valeur notamment), suscitant la mise en place d'un nouveau régime d'inflation, un régime de haute inflation. Ce fut le cas avec la politique de libéralisation externe adoptée simultanément à un ancrage du change particulier (c'est la politique dite de la *Tablita* en vigueur de 1978 à 1981).

Au milieu des années 1980, l'inflation est toutefois nettement réduite grâce à un plan de réforme économique dit « hétérodoxe ». Ce plan, adopté en 1985, supprime brutalement l'intégralité des éléments d'indexation en œuvre dans l'économie et promet la stabilisation du change. Mais nous observerons que si les phénomènes d'indexation formels peuvent être effacés au moins à court terme, une issue du conflit de répartition faiblement inflationniste n'est pas pour autant obtenue dans un contexte dans lequel les anticipations sur le change sont dorénavant largement développées (le dollar étant devenu l'actif de réserve de valeur par excellence).

Dès lors, lorsque le taux de change ne peut être soutenu par la Banque centrale, l'inflation se renforce instantanément. L'étude de la trajectoire économique argentine permet de soutenir notre argument : l'hyperinflation naît de la présence simultanée d'une configuration du conflit de répartition qui a généré une forte inflation, de mécanismes d'indexation largement établis dans l'économie et de l'impossibilité de maintenir un taux de change stable de la monnaie domestique par rapport à une devise clef.

Ce chapitre est organisé de la manière suivante : la section 2.1 s'attache à présenter le contexte hautement conflictuel du début des années 1970, qui génère une inflation instable et qui se renforce tendanciellement nettement. Les sections 2.2 et 2.3 décrivent la manière dont l'indexation s'est déployée dès le milieu des années 1970 puis modifiée, jusqu'à l'établissement d'un régime de haute inflation dont on repère la mise en place à l'entame des années 1980. La section 2.4 dévoile les conditions d'apparition de l'hyperinflation.

2.1. Une inflation qui se renforce nettement et qui est volatile au début des années 1970

L'inflation connaît une rapide accélération au cours des années 1970 bien que sa volatilité soit très importante. D'ailleurs, la répartition primaire de la valeur ajoutée entre revenus du capital et revenus du travail connaît une grande variabilité. La part des salaires évolue de 49,69 % en 1974 (plafond historique) à 29,74 % en 1977 ; elle connaît une réduction similaire entre 1986 et 1988, passant de 41 % à 33 %, et ce avant même que ne se déclenche l'hyperinflation (voir Graña et Kennedy, 2008).

Notre objectif n'est pas d'étudier spécifiquement l'évolution de la répartition du revenu. Il s'agit de comprendre l'évolution de l'inflation jusqu'à l'hyperinflation observée en 1989. Certes, ces questionnements sont connexes (puisque la variation brutale de l'inflation peut provoquer un changement rapide dans la répartition du revenu), mais ces problématiques sont malgré tout différentes.

Nous débutons l'analyse spécifique en 1973 pour deux raisons. La première, parce que les statistiques officielles (fournies par l'INDEC) indiquent que l'inflation (prix à la consommation, en rythme annuel) passe de 40,1 % à 347,5 % entre 1973 et 1976¹⁹. La seconde, parce qu'il est possible d'appréhender cette évolution par l'analyse du conflit de répartition (Marie, 2010).

La période est marquée par la conjonction d'au moins deux éléments favorisant la progression de l'inflation : d'une part un pouvoir de marché des firmes important et qui se renforce sous l'effet de la croissance économique, et d'autre part un pouvoir de négociation des travailleurs lui aussi très important (les taux de chômage sont faibles) et favorisé par le retour au pouvoir de Juan Perón. Le contexte politique extrêmement conflictuel et tendu ne permet pas d'envisager un apaisement à court terme du conflit de répartition. Sur le plan externe, l'année 1973 est marquée par la forte hausse des prix du pétrole.

¹⁹ Les principales statistiques macroéconomiques annuelles utilisées dans ce chapitre sont regroupées en annexe.

2.1.1 Un contexte politique marqué par le retour du péronisme au pouvoir

Nous devons fournir un bref éclairage sur la situation politique argentine de 1973. Cette deuxième période péroniste dans l'histoire argentine²⁰ intervient dans un contexte politique et social troublé. Des événements violents, de guérilla, se produisent depuis la fin des années 1960, fomentés par des organisations révolutionnaires telles que les « Montoneros » ou « l'Armée Révolutionnaire du Peuple », qui affrontent, en plus de l'armée, la police, ou l'organisation AAA (« Armée Anti-communiste Argentine »). La complexité du mouvement péroniste (pourtant officiellement interdit depuis la chute de Perón en 1955) est telle que « Montoneros » et « Triple A » se revendiquent péronistes, et que l'on retrouve leurs dirigeants au sein des organes de direction du mouvement *justicialiste* (le nom officiel du péronisme). Ces luttes extériorisées dans la société argentine sont donc aussi présentes au sein même de l'organisation qui va être amenée à gouverner en 1973.

Lorsque les militaires convoquent pour mars 1973 des élections présidentielles après sept années de gestion autoritaire, Perón lui-même n'est pas autorisé à se présenter. Il met toutefois entre parenthèses pour un mois son exil espagnol et revient sur le sol argentin en novembre 1972, afin de mettre sur place une organisation capable de remporter les élections. Dans un effort de concertation le plus large possible, et après plusieurs réunions entre organisations syndicales et politiques, est créé le « FREJULI » (acronyme de « Frente Justicialista de Liberación »). Il correspond à un front politique large regroupant outre les péronistes, des démocrates-chrétiens, une frange des conservateurs, quelques anciens socialistes, des radicaux et des membres d'organisations provinciales. Perón désigne H. Cámpora comme candidat ; il est issu de l'aile gauche du péronisme. Son suppléant est V. Solana Lima, ancien chef du parti conservateur populaire. La cooptation de Cámpora est interprétée comme un signe envers la gauche du mouvement : il est un candidat considéré comme « proche des secteurs les plus combattifs du parti » (Gerchunoff & Llach, 2005, p. 334). Le ticket Cámpora-Solana Lima est porteur de promesses électorales péronistes et emporte les élections.

Cependant, très rapidement, le front unitaire se morcèle, les représentants des classes moyennes ou des organisations patronales se désolidarisent du gouvernement.

Le retour définitif de Perón le 20 juin 1973 devait être marqué par une grande fête du péronisme. Ce ne fut qu'une expression du flou politique dans lequel était plongé le parti au pouvoir : de

²⁰ Juan Domingo Perón a gouverné de 1946 à 1955, avant d'être contraint à l'exil en Espagne.

violents affrontements ont lieu autour de l'aéroport de Buenos Aires, entre partisans d'un socialisme péroniste et partisans d'un péronisme « orthodoxe », nationaliste et conservateur. Cámpora n'a plus aucune autorité, et après 50 jours d'exercice du pouvoir, il démissionne. Seul Perón semble alors en mesure de restaurer un semblant d'unité. De nouvelles élections sont convoquées pour le mois de septembre.

Perón se présente aux suffrages accompagné de son épouse, Maria Estela « Isabel ». Ils obtiennent 57,3% des voix. Les attentes de son électorat sont finalement assez simples : pacification de la société, augmentation du niveau de vie à travers un appui aux salariés comme lors de sa première présidence.

Ces événements nous permettent de repérer deux périodes que l'on peut analyser avec le modèle présenté dans le chapitre précédent.

2.1.2 De l'atténuation de l'inflation permis par un accord sur les salaires et les prix...

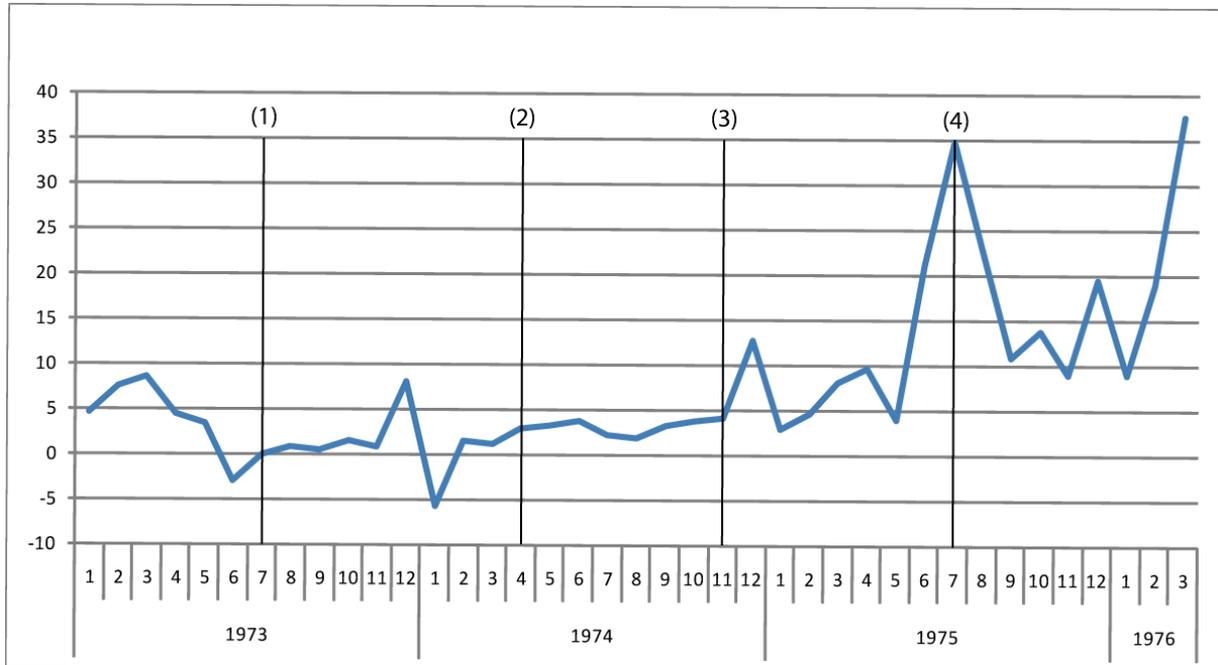
Une première période caractérisée par la baisse de l'inflation s'ouvre avec la signature d'un accord sur les salaires et les prix en juin 1973 et s'achève en octobre 1974 ; lors de cette période le taux de croissance du PIB est élevé. La seconde période analysée dans la section 2.1.3 débute en octobre 1974 et s'achève à la fin du premier trimestre 1976, lorsque les militaires renversent le régime péroniste ; lors de celle-ci, l'inflation s'accroît nettement et le taux de croissance devient négatif. La charnière entre ces deux périodes peut s'interpréter comme étant marquée par une évolution dans les termes du conflit de répartition.

La politique économique prônée par le péronisme repose sur l'idée sinon du consensus, du moins du compromis, et c'est ce qui semble être recherché en juin 1973 par la signature d'un accord impliquant syndicats de salariés, représentants des entrepreneurs privés et le gouvernement (qui s'engage à la fois comme garant de l'accord et comme propriétaire des entreprises publiques) ; cet accord est nommé *Acte de compromis national* ou *Pacte Social*. Il implique que soit observé le gel des salaires et des prix pendant 2 ans une fois mis en application. Les accords impliquent donc des contrôles sur les prix et une centralisation des négociations salariales : la CGT est désignée par le gouvernement comme l'interlocuteur unique à ce sujet.

La signature de ce premier accord apparaît sur les graphiques indiquant l'évolution mensuelle du taux d'inflation et du salaire réel grâce au repère (1). Les autres repères indiquent

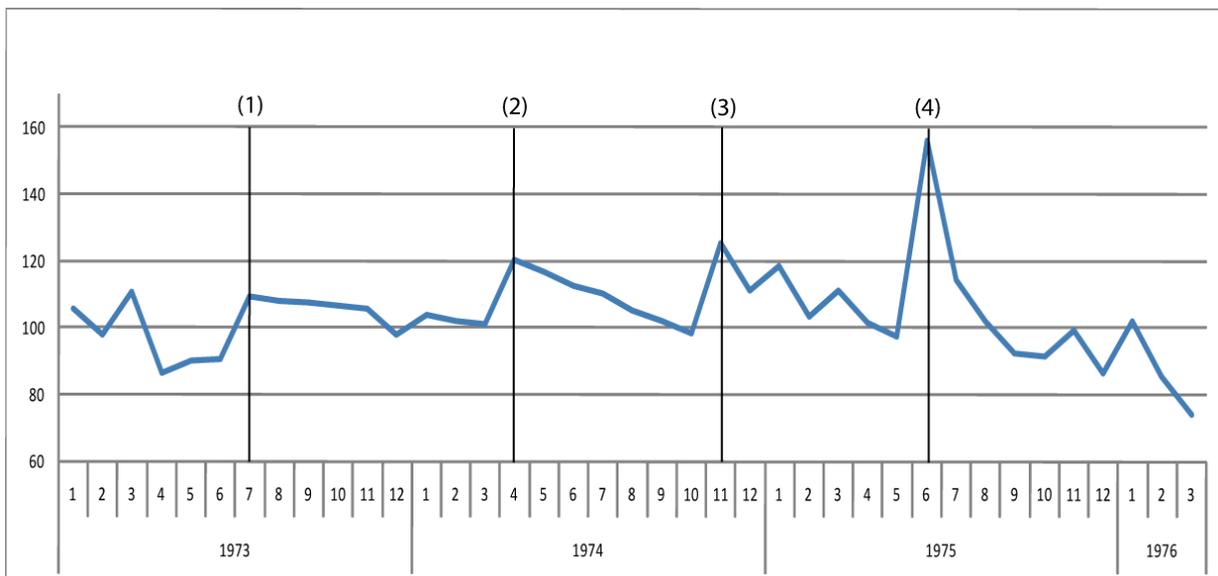
d'autres accords ; le repère (2) indique la signature de l'accord du 27 mars 1974, le (3) l'accord du 1^{er} novembre 1974. Le dernier repère marque le changement de politique menée par le Ministre Rodrigo en juin 1975.

Taux d'inflation mensuel, de janvier 1973 à mars 1976



Source : INDEC, IPC (indice des prix à la consommation, calculé sur le 'Grand Buenos Aires')

Evolution du salaire réel, de janvier 1973 à mars 1976. Base 100 en février 1973



Source : d'après Sturzenegger (1991)

Lors de la négociation menée avant la signature de l'accord de juin 1973, les entrepreneurs et les salariés via leurs organisations syndicales respectives s'accordent pour

tenter d'alléger la conflictualité en vigueur ; ainsi l'inflation devrait diminuer avec l'arrêt des revendications continues (Rapoport, 2004, pp. 694-695).

Il faut toutefois avoir en tête que le pouvoir de négociation des travailleurs est alors particulièrement élevé. L'élection de Cámpora apparaît même comme une indication que le rapport de force est plutôt favorable aux travailleurs. Au-delà de cette élection, les organisations syndicales en Argentine sont historiquement puissantes et organisées. Selon Ayres (1976, p. 477), le taux de syndicalisation en Argentine est alors situé entre 35 et 42%, et l'écrasante majorité des syndicalistes le sont au sein de la CGT, qui va signer l'accord sur les prix et les salaires. De plus, le chômage est alors relativement faible (6,1% en avril 1973 dans la région de Buenos Aires, lieu de calcul par l'INDEC de ce taux).

L'accord est aussi ratifié par la CGE, la confédération représentant les entreprises argentines. D'abord, précisons que la CGE peut être apparentée à la « petite bourgeoisie urbaine » selon la catégorisation proposée par O'Donnell (1977) ; ses membres sont principalement des chefs d'entreprises de PME. Cela ne signifie pas pour autant que l'importance de la CGE puisse être considérée comme faible dans le secteur industriel ; selon Ayres (1976, p. 479) « il apparaît que la CGE représente une majorité numérique des entreprises industrielles argentines (c'est-à-dire sans prise en compte de l'importance économique), [...] 58% du total des entreprises sont affiliées à la CGE ». Pour la CGE l'accord permet une protection accrue de l'économie domestique, notamment par l'introduction de taux de change différentiels. Cette différenciation des taux de change est un élément conçu afin de soutenir l'activité domestique et de protéger les entreprises locales.

En outre, bien que délaissés lors des négociations, deux secteurs importants de l'économie argentine, la « bourgeoisie pampéenne » et la « grande bourgeoisie urbaine », secteurs qui ont en commun d'avoir le plus de relations économiques directement intégrées à l'économie mondiale, ne vont pas, au moins immédiatement, s'opposer aux accords. Cela s'explique certainement parce que l'évolution des termes de l'échange montre une tendance particulièrement favorable à ces secteurs durant l'année 1973.

Cette analyse peut s'interpréter comme une réduction de « *l'aspiration gap* », cet écart entre les cibles de salaires réels visées par les travailleurs et les capitalistes. Sous les effets conjugués de ces changements dans les termes du conflit de répartition, le taux d'inflation observé dans l'économie se réduit.

Les mesures adoptées dans le cadre de « l'acte de compromis national » offrent initialement des résultats économiques très satisfaisants. Le taux de croissance du PIB est de 6,1% en 1973, puis de 5,7% en 1974. Lors de cette même année 1974, le taux annuel de

l'inflation est de 40,1% (ce qui correspond au taux annuel le plus faible observé sur la période). La politique monétaire est alors clairement accommodante. Les taux d'intérêt réels sont faibles voire négatifs ; ce choix est fait pour compenser la hausse des salaires. Enfin, le taux de chômage est très faible (inférieur à 3% selon l'INDEC à la fin de l'année 1974). L'augmentation des salaires réels a permis à la part de ceux-ci dans le revenu national de progresser : de 42,7% en 1972 elle atteint 46,9% l'année suivante (selon l'INDEC). Les taux de croissance du secteur industriel sont supérieurs à 6% pour les années 1973 et 1974 (d'après la BCRA). Cette croissance est initialement rendue possible par l'utilisation de capacités de production non utilisées ; l'investissement recule même en 1973 (-1,3%). Cela semble cohérent avec ce que l'on observe concernant l'évolution du taux de marge calculé entre 1972 et 1974 par Frenkel (1983) : les entreprises semblent avoir augmenté l'offre plutôt que d'avoir pratiqué des augmentations de prix.

On observe alors la réalisation de deux conclusions de l'approche post-keynésienne : d'abord l'atténuation du conflit sur le partage du revenu a ralenti l'inflation (Rowthorn, 1977 ou Lavoie, 1992, p. 402). Ensuite, la diminution du taux de marge des entreprises est allée de paire avec l'accroissement de l'utilisation de leurs capacités de production, elle-même permise par l'augmentation de la demande globale. Ce dernier résultat est notamment envisagé par Dutt (1987, p. 81).

2.1.3. ... au renforcement de l'inflation déclenché par un choc externe

Conformément à ce que nous avons envisagé au sein du premier chapitre quand nous avons décrit le régime d'inflation faible, le rythme de l'inflation est susceptible d'être affecté par un choc externe. C'est ce qui se produit à la suite du choc pétrolier d'octobre 1973. L'inflation mensuelle estimée est alors de 0,79% en novembre, preuve que l'accord concernant l'évolution des prix est globalement respecté, et le pic se produit lorsqu'en décembre ce même taux atteint 8,13%.

Arguant de l'évolution du prix des inputs importés, les organisations patronales obtiennent la possibilité de procéder à un ajustement de leurs prix de vente ; les ajustements de prix se repèrent dans les statistiques par le « pic » observé. Ils vont entraîner des réactions en chaîne, les salariés réclamant début 1974 le réajustement de leurs salaires en anticipation des négociations programmées en juin, réclamation qui se justifie par la lente érosion observée de

la valeur réelle des salaires. C'est ainsi qu'intervient le second accord²¹ signé le 27 mars avec les mêmes protagonistes que le précédent. Ses conséquences peuvent être observées à la suite du repère (2) sur les graphiques suivants.

Malgré ce second accord, l'inflation connaît par la suite une tendance à l'accroissement. Cela se repère aisément si l'on observe le graphique représentant l'évolution du salaire réel : la dégradation de celui-ci se fait de façon plus rapide que précédemment. Cela peut indiquer que les termes du conflit de répartition se modifient.

Concernant les travailleurs, il est difficile d'attester que le pouvoir de négociation se soit réduit car depuis 1973 le chômage a diminué. D'ailleurs, le niveau de salaire obtenu suite à la deuxième grande négociation est supérieur au niveau obtenu en juillet 1973. Du côté des entreprises, la situation a évolué : la progression de l'investissement industriel peut s'interpréter comme l'indication que les entreprises ont besoin d'accroître leurs capacités de production, le taux d'utilisation du capital s'étant élevé. Dans le même temps, les prix des importations continuent de progresser et les termes de l'échange se dégradent malgré un ajustement du taux de change décidé fin 1973. Les coûts des biens importés progressant, les firmes diminuent leur cible de salaire réel. L'« *aspiration gap* » augmente.

L'année 1974 marque une rupture. Ayres (1976) estime qu'au milieu de l'année 1974 l'alliance nouée initialement entre la CGE et la CGT par l'entremise de Perón se fissure. O'Donnell (1977) signale que depuis la fin de 1974 les prix relatifs agricoles (prix agricoles / prix non agricoles) diminuent fortement (une chute de 60% est repérable entre juillet 1974 et mai 1975). L'évolution des prix agricoles internationaux est alors nettement défavorable au secteur agro-exportateur argentin. Le *Campo*, désignant la « bourgeoisie agraire », le secteur agro-exportateur, exige à son tour un changement de politique, demandant une plus grande flexibilisation dans le système de fixation des prix ainsi qu'une diminution des droits de douane à l'exportation. Les intérêts de la « bourgeoisie agraire » tendent finalement à se rapprocher de ceux de la « petite bourgeoisie urbaine » et de la « grande bourgeoisie » : toutes demandent la flexibilité des prix.

Le secteur agricole et les grandes entreprises cherchent en outre à obtenir une plus grande ouverture de l'économie argentine sur l'extérieur. L'ensemble des entreprises se retrouve

²¹ Il accorde une augmentation générale des salaires de 13% dans la limite de 240 pesos, une forte augmentation des minimas sociaux, la baisse de 4% des taux d'intérêt et la possibilité pour de nombreuses entreprises d'ajuster leurs prix.

finalement pour exiger une plus grande souplesse dans la fixation des prix ; les alliances entre groupes socio-économiques se redéfinissent.

Cette tendance va se trouver accélérée par le décès de Perón le 1^{er} juillet 1974, qui ravive les tensions internes au mouvement péroniste, alimente les revendications corporatistes et accélère l'émergence de ces nouvelles exigences.

En septembre 1974, la nouvelle présidente Isabel Perón nomme un nouveau Ministre de l'économie, Gomez Morales. Dès octobre, le gouvernement organise de nouvelles négociations, selon le même principe que les précédentes. Le nouvel accord entre en application le 1^{er} novembre 1974 (et apparaît grâce au repère (3) sur les graphiques 4.1 et 4.2). Les travailleurs obtiennent une forte hausse des salaires (de l'ordre de 20%) et les entreprises l'autorisation d'ajuster leurs prix. De façon plus générale, une plus grande souplesse est accordée permettant des ajustements réguliers des prix par les entreprises. Ces indications indiquent que le pouvoir de marché des entreprises s'est renforcé. Bien que les données soient annuelles, on peut estimer que le taux de marge tend à s'élever à ce moment-là (cette élévation ne s'observe dans les statistiques disponibles qu'à partir de l'année 1975).

Autrement dit, nous sommes dans une situation où l'« *aspiration gap* » est élevé et où le pouvoir de marché des entreprises ainsi que le pouvoir de négociation des travailleurs sont forts ; la situation inflationniste évolue. L'inflation augmente, tout comme la fréquence des ajustements de prix et de salaires. Comme le décrit Canitrot (1975, p. 348), « ... les intérêts conflictuels remplacent les intérêts complémentaires. »

Dans le même temps, le taux de croissance du PIB se ralentit ; 1975 sera même une année de récession. D'une manière générale, le passage d'une situation où la croissance était forte et l'inflation modeste à une situation de stagflation est expliqué par Lavoie (1992, p. 402) : « Naturellement une augmentation dans la cible du taux de marge des firmes, qui est une baisse du taux de salaire réel visé par les firmes, aurait des effets contraires [à une diminution du taux de marge visé] : le taux de croissance serait plus faible et le taux d'inflation plus élevé. La transition vers cette nouvelle situation peut s'appeler stagflation. » L'Argentine entre dans une telle phase stagflationniste en 1975. La crise économique qui se développe est aussi une violente crise politique (O'Donnell, 1977). Le climat social se dégrade nettement : « Les tensions entre divers courants secouaient de plus en plus le péronisme. [...] Les groupes de gauche passèrent à la résistance armée et aux attaques terroristes contre des cibles militaires alors que des escadrons de la mort (dont l'Alliance anti-communiste argentine) tolérés et même soutenus par l'État inaugurèrent une campagne de terreur, assassinant des guérilleros, mais aussi des intellectuels ou des contestataires » (Armony, 2004, p. 49).

Les intérêts économiques des salariés et des entreprises ne parviennent plus à être réconciliés, le processus inflationniste ne semble plus pouvoir être ralenti ; il montre une forte variabilité à la fin de l'année 1975 et au début 1976, qui semble corrélée à la valse des ministres de l'économie et des nouvelles tentatives d'ajustements. En mars 1976, les militaires renversent le pouvoir péroniste²² et installent le général Videla à la Casa Rosada. Les arguments en faveur de ce coup d'État sont l'agitation sociale mais aussi le contexte économique difficile caractérisé par la récession et l'inflation. Les militaires promettent un changement radical de la politique économique.

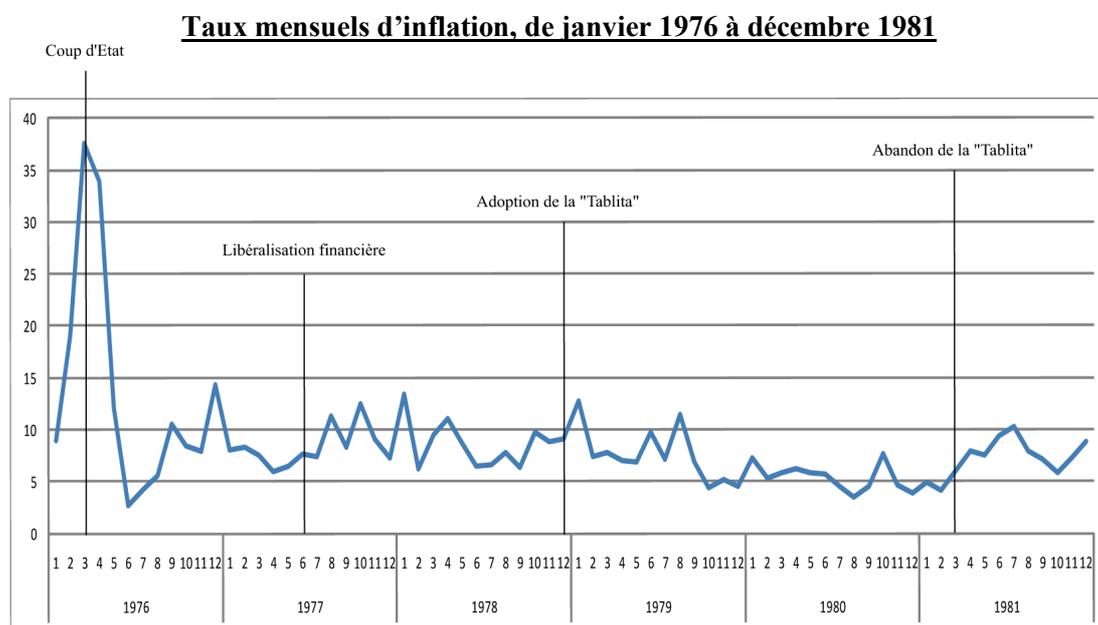
Le renforcement de l'inflation observé sur la période 1973-1976 s'explique par l'existence d'un conflit de répartition virulent dans un contexte de violents conflits politiques. Bien que la virulence du conflit de répartition ait pu être atténuée dans un premier temps, sa réactivation a été rapide et importante. Au cours des années suivantes, l'inflation demeure élevée alors que le régime monétaire va devenir un instrument de la politique anti-inflationniste favorisant l'évolution du régime inflationniste. Bien que les taux d'inflation soient élevés et instables, la situation décrite sur la période 1973-1976 correspond toutefois, en termes de la typologie proposée dans le 1^{er} chapitre, à celle d'un régime d'inflation faible.

2.2 Indexation et établissement d'un régime d'inflation modérée à partir de 1976

En mars 1976, lorsque survient le coup d'État militaire, une situation stagflationniste est observée, accompagnée d'un faible niveau des réserves de change. L'hypothèse d'un défaut de paiement sur la dette publique apparaît comme l'une des raisons du coup d'État (Calvo, 1986 ; Schvarzer, 1987). Les militaires resteront au pouvoir jusqu'à la fin du premier trimestre 1983. La politique économique des militaires rompt avec celle menée précédemment. Les contrôles sur les prix sont supprimés et le système de change est simplifié (un taux de change unique est dorénavant appliqué à tous les échanges extérieurs). Ces décisions de libéralisation de l'économie s'accompagnent immédiatement d'un soutien financier international. Le 31 mars 1976, les réserves de change s'élèvent grâce à l'octroi d'un prêt de 100 millions de DTS de la part du FMI. La position est consolidée par un nouveau prêt de 260 millions au mois d'août. Ces prêts diminuent nettement la probabilité d'un défaut de paiement.

²² Isabel Perón, élue vice-présidente en octobre 1973, est devenue présidente lorsque son mari, Juan Perón est décédé le 1^{er} juillet 1974. Elle est destituée par une junte militaire qui place à la tête de l'État le général Videla.

Mais la rupture la plus spectaculaire concerne la politique salariale. Bénéficiant d'un important pouvoir de coercition (outre la féroce répression politique, l'activité syndicale est encadrée et le principal syndicat, la CGT, est dissout), le Ministre de l'économie impose en avril un gel des salaires nominaux pour une durée de 3 mois. Cette décision provoque une modification importante et quasi-immédiate de la répartition du revenu. Comme le précise Frenkel (1984), les salaires réels diminuent de 35 % en un trimestre, et leur niveau aura été durablement affecté. Cependant, l'inflation observée (graphique suivant) diminue à la faveur de cette politique : c'est la conséquence de la diminution du pouvoir de négociation des travailleurs.



Source : Indice IPC, INDEC

L'inflation, erratique, va cependant suivre à nouveau une tendance au renforcement au cours du second semestre de l'année 1977. Frenkel (1984) repère qu'à partir la fin de l'année 1976, l'évolution des salaires nominaux a tendance à s'indexer sur le niveau de l'inflation observé lors de la période précédente. L'indexation n'est pas nécessairement formelle. En effet, l'économie connaît alors à la fois des mécanismes d'indexation formelle, en particulier dans le secteur privé, et une indexation informelle qui se manifeste, dans le secteur privé, sous l'aspect spécifique d'une « routinisation » des conflits, comme forme sociale d'adaptation à l'inflation : de nombreux conflits se déclenchent de façon régulière, pour récupérer précisément le pouvoir d'achat amenuisé par l'inflation (Salama et Valier, 1990, p. 86). La mise en place et généralisation de ces mécanismes d'indexation atteste qu'un régime d'inflation modérée s'établit, supplantant le régime d'inflation faible.

La libéralisation financière de l'économie argentine est l'objectif de la politique économique établie par les militaires ; cet argument est notamment développé par Canitrot (1980), Frenkel (1980) ou encore Schvarzer (1987). Sa mise en place s'accompagne d'un durcissement de la politique monétaire afin de lutter contre l'inflation. Dès 1977, les taux d'intérêt bancaires connaissent une forte augmentation devenant nettement positifs : le taux d'intérêt moyen débiteur à 30 jours passe de 7,4 % en juin 1977 à 13,6 % en décembre alors que l'inflation observée ce même mois est de 7,3 % (ADEBA, 1977). L'augmentation soudaine des taux d'intérêt déclenche une brusque récession et une accélération de l'inflation qui se renforcent conjointement lors du premier semestre 1978 (le taux de croissance du PIB avait été nettement positif en 1977) restaurant la situation stagflationniste²³.

Les charges financières supportées par les firmes augmentant, celles-ci cherchent à accroître leur taux de marge sur les salaires et la cible de salaire réel formulée par les entreprises diminue. C'est ce que l'on observe au cours du second semestre 1977. L'inflation progresse et le salaire réel diminue. Ces éléments sont cohérents avec les statistiques macroéconomique (mais aussi avec Frenkel, 1984 ou Basualdo, 2006).

Afin de lutter contre l'inflation, le gouvernement cherche à réduire le pouvoir de marché des entreprises en les exposant à une concurrence internationale accrue. Atteindre cet objectif passe par la mise en place d'une libéralisation commerciale externe de l'économie appuyée par une politique de change particulière, cette dernière étant en outre la clé de voute de l'insertion financière internationale de l'Argentine.

Si la politique de change menée jusqu'alors vise à maintenir constant le taux de change réel (Calvo, 1986), elle est profondément modifiée en décembre 1978, avec la mise en place de la *Tablita*²⁴ (événement inscrit sur le graphique présentant les taux d'inflation de 1976 à 1981). Les taux de dévaluation de la monnaie domestique vis-à-vis du dollar américain sont annoncés à l'avance et ils sont décroissants de façon linéaire. Les taux initiaux sont nettement inférieurs aux taux d'inflation observés (respectivement de 5,4 % et 9 % en rythme mensuel pour janvier 1979, contre environ 1 % d'inflation aux États-Unis).

Cette politique, effectivement menée de décembre 1978 à décembre 1980 (son abandon officiel intervient en mars 1981) engendre plusieurs effets remarquables sur la macroéconomie

²³ La récession apparaît une fois la libéralisation financière effectuée. Sur les 6 premiers mois de l'année, l'inflation mensuelle moyenne est de 7.33 % contre 9.31 % sur la fin de l'année. Il y a bien une augmentation du rythme inflationniste moyen, et le pays entre en récession à la suite des réformes étudiées précédemment.

²⁴ Pour une discussion théorique (mais orthodoxe) de la *Tablita* et de ses liens avec l'approche monétaire de la balance des paiements, on peut se reporter à Blejer et Mathieson (1981). Nous pouvons aussi souligner que cette filiation théorique est revendiquée au sein des documents contemporains de la Banque centrale, comme dans son *Memoria Anual* de l'année 1979.

argentine. L'inflation diminue à la faveur de la politique menée. De 169,8 % en en rythme annuel pour 1978, elle s'établit à 139,7 % en 1979 puis à 87,6 % en 1980. Seulement, malgré cette diminution de l'inflation, le taux de change réel des devises en pesos diminue, provoquant certes l'effet disciplinant recherché, mais dégradant aussi très nettement le solde commercial par la perte de compétitivité des produits argentins dans un contexte d'accroissement des échanges extérieurs. Le solde des transactions courantes de la balance des paiements passe ainsi d'un solde positif de 1833,6 millions de dollars en 1978 à un solde négatif de 4768 millions de dollars en 1980 (données de la Banque centrale reprise par CEPAL, 1986, p. 342). Ce déficit courant s'accompagne d'un nécessaire accroissement des entrées de capitaux.

Grâce à un différentiel de taux d'intérêt favorable aux entrées de capitaux (selon la Fed le taux d'intérêt créditeur à 30 jours est de 0,79 % en janvier 1979 aux États-Unis contre 6,8 % en Argentine selon l'ADEBA²⁵), à une situation de grande liquidité des marchés financiers internationaux et à la politique d'ancrage du change (qui promet un risque de change nul), l'Argentine parvient à attirer instantanément une quantité très importante de capitaux. Le solde positif au sein de la balance des paiements des crédits financiers, qui sont en grande majorité des crédits bancaires, passe ainsi de 1482 millions de dollars à 3643 millions en 1979 et reste nettement positif en 1980. Ces crédits se font à des échéances brèves.

Cependant, au cours de l'année 1979, les taux d'intérêt externes augmentent sous l'impulsion du changement de politique monétaire mené par la Fed. Par répercussion, les taux d'intérêt s'élèvent aussi en Argentine. Dans ces conditions, une crise financière se développe dès la fin du premier semestre 1980. Cette crise de solvabilité de nombreux acteurs financiers est provoquée par les multiples défauts de paiement d'agents endettés lors des années précédentes (Miotti, 1995). La Banque centrale est alors contrainte d'effectuer une intervention de prêteur en dernier ressort pour alimenter en liquidité les établissements bancaires. Les entrées de capitaux de la fin de l'année 1980 puis de 1981 s'effectuent à des taux d'intérêt toujours croissants et la crédibilité du système est mise en doute. La politique d'ancrage du change est ainsi abandonnée en mars 1981.

Celle-ci, combinée à l'ouverture financière, n'a pas permis d'instaurer la stabilité. Certes, l'inflation a pu être réduite sans remettre en cause le processus de libéralisation financière dans lequel s'était engagé le gouvernement militaire. Seulement, la politique suivie

²⁵ Avec un taux de dévaluation de 5,2 % en janvier 1979, le différentiel de taux d'intérêt du dollar avec le peso prenant en compte la variation du taux de change est de 0,81 %. Ce différentiel est constamment positif pendant la période de la *Tablita*, montrant même une tendance à l'augmentation ; d'abord suite à l'augmentation des taux observés aux États-Unis en août 1979, puis au cours de l'année 1980, à mesure que se développent les craintes quant au maintien du régime de change.

a instillé un nouvel élément d'instabilité d'origine externe. Début 1981, l'économie argentine souffre d'un niveau d'endettement externe qui s'est très nettement accru et les comportements des agents argentins ont été durablement modifiés.

2.3 L'indexation sur le taux de change de change du dollar : un régime de haute inflation en place dès le début des années 1980

Les années 1980 ne permettent pas d'obtenir un compromis stable sur la répartition. Les termes du conflit de répartition évoluent fréquemment, la faiblesse de l'investissement empêche l'accroissement des capacités de production comme l'obtention de forts gains de productivité. L'inflation se renforce tendanciellement pendant que des mécanismes d'indexation entretiennent ou accélèrent la dynamique inflationniste. De plus, la « décennie perdue » est marquée par la nécessité d'obtenir *via* le commerce extérieur les devises nécessaires au respect des engagements financiers externes, contrainte supplémentaire pesant sur l'économie argentine.

La *Tablita* abandonnée, plusieurs dévaluations sont menées au cours des années 1981 et 1982. Le taux de change nominal du dollar en peso est multiplié par près de 27 entre mars 1981 et juin 1982, multipliant le taux de change réel bilatéral avec les États-Unis par 4,8 (Martinez, 2003). Le solde du compte commercial passe d'un déficit de plus de 2,3 milliards de dollars courants en 1980 à un excédent de 2,3 milliards en 1982. Cette politique est rendue nécessaire par le solde négatif croissant des services financiers (qui passe de 1,5 milliards en 1980 à 4,7 en 1982) alors que les entrées de capitaux sont de plus en plus difficiles depuis le défaut de paiement du Mexique sur sa dette externe en 1982.

Ces aspects renvoient à la gestion de la dette externe, en grande partie provoquée par un endettement externe privé développé à la faveur de la *Tablita*²⁶. Sur un plan interne, avec la diminution de la valeur de la monnaie nationale, le poids des dettes contractées en dollars s'élève pour les débiteurs qui ont des ressources en monnaie nationale. L'État argentin permet la transformation d'une partie de la dette privée externe qui devient une dette publique externe quand on crée sur le plan interne une dette privée dont l'État est le créancier. C'est une nationalisation de la dette externe (pour le détail de ce processus, on peut proposer de se référer à Damill *et al.*, 2005 ou Basualdo, 2006, p. 218).

²⁶ Fanelli et Chisari (1989), estiment que la dette publique externe est passée de 12496 millions de dollars courants en 1978 à 35671 à la fin de 1981. En 1978, la part de la dette privée dans le total de la dette externe était de 35 % contre 44 % en 1981, 35 % en 1982 et 30 % en 1983. La dette externe totale est alors de 45097 millions de dollars.

Depuis 1981, l'inflation progresse à nouveau. Si l'inflation annuelle s'établissait à 87,6 % en 1980, elle atteint 131,3 % en 1981, 209,7 % en 1982 et 433,7 % en 1983. De façon symétrique à ce que nous avons observé lors de la période précédente, le pouvoir de marché des entreprises se trouve dorénavant renforcé par la politique de change. En 1983 et principalement à la faveur d'un contexte politique différent (la déliquescence du pouvoir autoritaire), le pouvoir de négociation des travailleurs s'élève provoquant une élévation des salaires réels et de la part des salaires dans le PIB. Soulignons qu'en concordance avec les caractéristiques d'un régime de croissance tiré par la demande, cette augmentation des salaires réels s'accompagne d'une augmentation du PIB (celui-ci progresse de 2,6 % en 1983). Nous observons alors un renforcement conjoint du pouvoir de marché et du pouvoir de négociation.

Il reste un dernier fait remarquable à évoquer : l'indexation observée au début des années 1980 n'est plus exclusivement de type adaptatif et elle n'est pas appliquée uniquement aux revenus du travail. Fanelli et Chisari (1989) estiment qu'il existe deux éléments sur lesquels se concentre l'indexation : les tarifs publics et/ou le taux de change. Au moment de nouer les contrats²⁷, firmes et travailleurs s'accordent pour indexer les salaires sur les variations des tarifs publics et les variations du change, à charge pour les firmes de répercuter cette indexation sur les prix. L'accord est rendu possible par le fait qu'il ne va engendrer de modification ni du salaire réel, ni du taux de marge des firmes, et qu'il réduit drastiquement les coûts de transaction.

Comment comprendre l'intégration des variations du taux de change dans ces comportements ? Il ne fait pas de doute qu'ils ont été grandement influencés par la *Tablita*. Le mécanisme de ce régime de change reposait sur l'annonce anticipée des taux de dévaluation du peso face au dollar. Cette politique de change, adoptée dans un contexte de libéralisation financière, a naturellement encouragé l'utilisation du dollar. Elle a encouragé les agents à prendre appui sur cette devise comme réserve de valeur et comme unité de compte simultanément à l'utilisation du peso. Sgard (2007), dans une comparaison entre les ordres monétaires brésilien et argentin des années 1980, indique que l'ordre monétaire influence les comportements. Il souligne judicieusement l'importance de la politique monétaire menée pour saisir l'importance du dollar dans les comportements économiques argentins. Les agents

²⁷ Machinea et Fanelli (1988, pp. 121-122) relèvent que la durée moyenne de tous les types de contrats se réduit dès le début des années 1980. Dans ce contexte, un flux croissant d'informations concernant l'environnement économique est nécessaire à l'ensemble des agents. En d'autres termes, les négociations contractuelles intègrent de nouveaux éléments afin d'éviter de multiplier les coûts de transaction qui seraient provoqués par de nouvelles négociations. L'ensemble des agents prend en compte les variations immédiates des tarifs publics (électricité par exemple), chaque agent privé ayant le même intérêt à voir les variations de ces prix déclencher des hausses équivalentes de ses revenus nominaux (prix et salaires).

économiques ont ainsi été particulièrement confrontés au rôle déterminant de l'évolution du taux de change dans une économie inflationniste. D'autre part, pour les agents endettés en devises, la conséquence d'une dévaluation sur les passifs peut être très douloureuse quand les ressources sont en monnaie domestique. Les firmes endettées doivent donc être attentives aux variations du taux de change ; une dépréciation de la monnaie domestique renchérit le coût de l'emprunt contracté en devises. Si le raisonnement est valable pour les passifs, il l'est aussi pour les actifs. Le dollar devient l'actif de réserve de valeur : on évalue sa richesse en unités de cette devise. C'est donc bien un début de dollarisation auquel on assiste. De nombreux agents ont un intérêt commun à voir le taux d'inflation ou le taux de croissance des salaires nominaux suivre l'évolution du change, afin de limiter les pertes de leur revenu exprimé en dollars. Dès lors, lorsque de brutales variations du taux de change sont observées, le taux d'inflation interne réagit instantanément. Ces éléments sont pleinement cohérents avec la réflexion théorique menée au sein du chapitre 1.

Lorsque le taux de change augmente de plus de 200 % en juillet 1982, le taux d'inflation mensuel dépasse 16 % (alors qu'il était de moins de 8 % le mois précédent) ; si l'indexation des prix sur le change n'est pas intégrale, les variations du change ont bien un effet direct sur l'évolution des prix domestiques. La dynamique profonde de l'inflation doit toujours être recherchée dans l'évolution des termes du conflit de répartition (on a relevé une augmentation du pouvoir de négociation des travailleurs alors que le pouvoir de marché reste très élevé), mais intégrer les phénomènes d'indexation nous permet de saisir pourquoi peuvent survenir des pics inflationnistes indépendamment de changements notables dans les paramètres du conflit de répartition. Soulignons enfin que l'évolution de la productivité ne permet pas d'affaiblir franchement le rythme inflationniste ; la productivité du travail progresse certes de 3,6 % en 1981 (Frenkel, 1984), mais elle recule de près de 4 % en 1982 (Coremberg *et al.*, 2007). Et si en 1983 on observe une nouvelle progression de 5 %, par la suite, la productivité recule chaque année jusqu'en 1989 (sauf en 1987 ; elle progresse alors de moins de 1 %). Ces variations sont de toutes façons sans commune mesure avec le rythme puis le renforcement du taux de croissance des prix.

2.4 Les conditions de l'hyperinflation révélées par les échecs des plans Austral et Primavera

La restauration de la démocratie et l'élection de Raul Alfonsin en 1983 ne permettent pas de lever les fortes contraintes pesant sur l'économie. Nous avons proposé que l'hyperinflation

se manifeste simultanément à une très forte dépréciation externe de la monnaie, celle-ci pouvant être provoquée par des comportements autoréalisateurs, au sein d'un régime de haute inflation. C'est l'existence d'une telle séquence que nous souhaitons maintenant mettre en évidence, et celle-ci se repère dans le double échec de plans de stabilisation, celui du plan Austral (1985) puis celui du plan Primavera (1988).

Suite aux élections de 1983, le gouvernement tente d'imposer une renégociation de la dette publique externe à ses créanciers (en 1984, selon les statistiques de balance des paiements, les exportations argentines représentent environ 4200 millions de dollars et les paiements versés au titre des obligations financières avec l'étranger 6000 millions de dollars). Cette position s'appuie sur la suspension de tous les versements au titre du principal et sur le retard systématique des versements au titre des intérêts sur la dette publique (Smith, 1991 ; Heredia, 2006). Cependant, le pays reprend intégralement ses paiements d'intérêts en septembre 1984 et signe un accord avec le FMI en décembre.

Concernant la gestion interne, le gouvernement permet une augmentation des salaires en décembre 1983. Des règles devant encadrer l'évolution future des prix industriels, des tarifs publics, du taux de change et des salaires sont instaurées alors qu'un taux d'intérêt régulé est établi à 11 % en janvier 1984. Ce taux correspond au taux d'inflation visé par le gouvernement. Heymann (1986, p. 145) mentionne que cette politique de règles était intenable : les prix relatifs (entre les biens dont les prix sont contrôlés et ceux qui ne le sont pas) pouvaient se voir désarticulés dans des proportions importantes à très court terme. Le gouvernement est dans le même temps confronté à l'opposition des entrepreneurs concernant les augmentations de salaires nominaux (qui se sont transformées en augmentations des salaires réels renforçant la tendance observée en 1983²⁸) et au rejet de toute réforme des impôts. Selon Smith (1991), une stratégie d'opposition systématique est aussi adoptée par la CGT, principale centrale syndicale, ainsi que par les partis d'opposition. Enfin, le *Campo*, le secteur agro-exportateur, rejette les taxes sur les exportations.

Le conflit de répartition apparaît toujours aussi vif. De plus, lors de l'année 1984, la croissance économique ralentit et le solde de la balance commerciale qui était nettement positif lors des deux premiers trimestres de l'année est à peine positif lors du dernier trimestre. Le FMI exige un nouvel ajustement du taux de change, c'est-à-dire la mise en place d'une dévaluation compétitive. Le gouvernement se conforme à cette recommandation à la fin de l'année (le taux de change nominal du dollar en pesos est multiplié par 2,7 entre septembre 1984 et février

²⁸ L'indice des salaires réels fourni par Damill et Frenkel (1990) qui était de 102,3 en 1983 atteint 124,4 en 1984 (base 100 = 1985).

1985). Favorisé par les mécanismes d'indexation, le taux d'inflation annuel atteint 688 % en 1984 et le rythme s'accélère encore en fin d'année. Lors du premier semestre 1985, les prix à la consommation augmentent de plus de 20 % chaque mois et le taux de chômage s'élève (3,5 % en octobre 1984, 5,7 % en mai 1985). Pour tenter de mettre fin à cette spirale, le plan Austral est adopté en juin.

Ce plan repose sur trois piliers (Heymann, 1987). D'abord un pilier fiscal. Le gouvernement escompte une amélioration du solde budgétaire par l'augmentation des droits sur les exportations, par celle des tarifs publics mais aussi grâce à un effet « Olivera-Tanzi » inversé (si l'inflation diminue, le rendement des impôts sera meilleur en termes réels) et par une réforme de la collecte des impôts directs. Deuxième pilier de la mesure, le plan introduit un gel des prix et des salaires. Seuls certains prix sont laissés libres, comme ceux des fruits et légumes, pour lesquels on estime que les producteurs sont preneurs de prix. Un taux de change officiel appliqué au commerce extérieur est établi selon le gouvernement à un niveau adéquat pour stimuler la promotion des exportations du pays et doit être figé à la valeur de 0,80 unité de monnaie domestique pour un dollar. Des taux d'intérêt régulés sont mis en place. Les taux nominaux pour les opérations à 30 jours sont annoncés à 3,5 % pour les taux créditeurs et 5 % pour les taux débiteurs alors que les taux en vigueur lors de la première quinzaine de juin étaient de l'ordre de 28 %, toujours pour un dépôt à 30 jours (BCRA, 1987, p. 45). Troisième et dernier pilier sur lequel repose le plan, celui du changement du signe monétaire : l'Austral remplace le Peso (avec une conversion de 1 Austral pour 1000 pesos). En créant un nouveau signe monétaire, on cherche à reconquérir à partir de la fonction d'unité de compte les autres fonctions cardinales de la monnaie. Cela peut s'interpréter comme une tentative de rupture des liens internes « parasites » entre la monnaie nationale et son concurrent, le dollar (Sgard, 2007, p. 471).

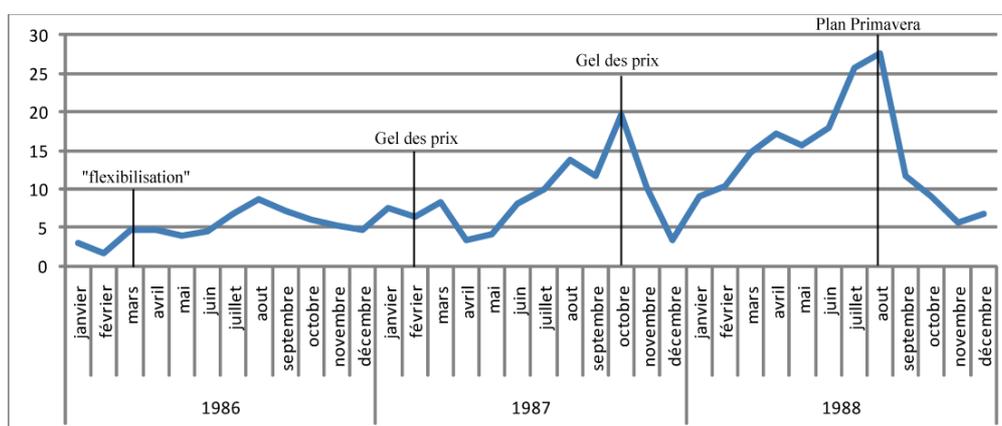
Ces réformes apparaissent comme une franche réussite à court terme²⁹. Les taux mensuels d'inflation observés lors du second semestre de 1985 sont tous inférieurs à 5 %. Le programme de désindexation (appuyé par une échelle de conversion des dettes qui intègre un taux mensuel d'actualisation d'environ 23 %³⁰) apparaît efficace. L'écart entre le taux de change officiel et

²⁹ La confiance joue un rôle primordial dans la réussite et les échecs des réformes monétaires. Marques-Pereira (2007) analyse conjointement l'évolution du conflit de répartition et du régime monétaire en Argentine sur une période plus longue (1950-2005) que celle retenue ici, en ayant notamment recours au cadre théorique basé sur le concept de confiance dans la monnaie développé par Aglietta et Orléan (2002). Dans le cas argentin, ces crises de confiance trouvent leurs origines dans l'absence d'un compromis stable sur la répartition, dans la succession des coalitions politiques et dans la répétition de réformes monétaires brutales et importantes.

³⁰ L'introduction d'une échelle de conversion démontre que les autorités estiment que toutes les relations contractuelles (loyers, salaires, factures, opérations financières...) intègrent un taux d'actualisation d'environ 23 % mensuel, qui permet aux contractants d'anticiper l'inflation. L'échelle impose un taux de conversion quotidien.

le taux de change libre se réduit, de même qu'entre les taux d'intérêt régulés et les taux d'intérêt non régulés (BCRA, 1986 et 1987). Le PIB progresse de 5,8 % en 1986, l'investissement progresse lui aussi malgré des taux d'intérêt réels positifs. Les anticipations des entrepreneurs évoluent favorablement, mais cela indique aussi que l'on demeure à un niveau élevé d'utilisation du capital et que les entreprises ont du mal à répondre à l'augmentation de la demande. D'ailleurs, dès 1986 on distingue une tendance au renforcement de l'inflation (graphique suivant).

Taux mensuel d'inflation, de janvier 1986 à décembre 1988



Source : Indice IPC, INDEC

Cette énième progression de l'inflation trouve ici son origine dans la levée des gels de prix en mars 1986 (notée flexibilisation sur le graphique 3). Le taux de change officiel évolue dorénavant de façon à maintenir constant le taux de change réel. Les prix doivent évoluer selon une règle négociée avec le gouvernement, ce dernier se portant garant du fait que les salaires réels restent constants. Canavese et Di Tella (1988) estiment que la flexibilisation des prix entraîne immédiatement une ré-indexation de l'économie. Heymann (1991) écrit quant à lui que celle-ci n'a en fait jamais disparu. Nous ajoutons que ce plan n'a pu offrir un compromis stable sur le partage de la valeur ajoutée.

Sur ces bases de stabilité fragile, un choc externe relance le processus inflationniste en 1987. Les termes de l'échange diminuent nettement ; d'une base 100 en 1985 on atteint 84,9 en 1987 (Coremberg *et al.*, 2007). Cet élément entraîne une chute du solde de la balance commerciale de 4,3 milliards de dollars en 1985 à 1,5 milliards en 1986. Les termes du conflit de répartition sont eux aussi à nouveau affectés : l'augmentation du prix des biens importés

Par exemple, si un agent argentin avait pris un engagement contractuel de 10.000 pesos avant la réforme monétaire et qui se trouvait échu au 1^{er} juillet, l'engagement ne sera pas de 10 Australs mais de 8,73 Australs, la valeur de conversion indiquée par l'échelle étant à cette date de 0,873009.

encourage les entreprises à augmenter leur cible de *mark-up*, comme les travailleurs leur cible de salaire réel. En janvier 1987 le taux d'inflation mensuelle est de 7,6 %, dépassant les objectifs du gouvernement (4 %). Celui-ci choisit de mettre en place un nouveau gel des prix et des salaires, reporté sur le graphique précédent. En juin, lorsqu'est supprimé ce gel, l'inflation se renforce immédiatement, atteignant 20 % en octobre 1987. Conjointement, le salaire réel diminue, amorçant une tendance ininterrompue jusqu'en 1989 (l'indicateur de salaire réel, repris de Damill et Frenkel, 1990, base 100 = 1985, passe de 102,1 en 1986 à 96 en 1987, puis 91,3 en 1988 et 82,8 en 1989). Nous avons ici l'indication que le pouvoir de marché des entreprises relativement au pouvoir de négociation des travailleurs s'est renforcé.

La stabilisation permise par l'Austral est révolue. Les problèmes structurels sont toujours présents : le niveau d'endettement externe oblige l'Argentine à maintenir un solde commercial nettement positif, la structure productive est affaiblie par les années de faiblesse de l'investissement et enfin, la richesse financière apparaît toujours « dollarisée ». Le gouvernement est pris dans un cercle vicieux, confronté à son incapacité à s'endetter en émettant des titres libellés dans la monnaie nationale³¹. À la racine, toujours le conflit de répartition.

L'hyperinflation se déclenche en mai 1989. Pour repérer le bouclage de la séquence hyperinflationniste post-keynésienne présentée dans le 1^{er} chapitre, il faut prendre en compte ce que révèle l'échec d'un nouveau plan de stabilisation, celui du plan Primavera, adopté en août 1988 après plusieurs mois lors desquels l'inflation s'est nettement renforcée (graphique précédent). Le programme est élaboré sur l'anticipation par les autorités que la nette tendance à la hausse des prix des denrées agricoles va se maintenir jusqu'à la fin de l'année. Les mauvaises récoltes estivales observées en Europe et aux États-Unis à la fin de l'été 1988 provoquent une hausse des cours, laissant espérer que les récoltes argentines du début de l'année 1989 encourageront de fortes entrées de devises, et amélioreront dans le même temps le solde budgétaire par l'intermédiaire des taxes aux exportations. Alors que les réserves de change sont faibles, cette perspective explique la principale mesure du plan, qui introduit une modification du régime de change. Un taux de change dit « libre » est institué : c'est un taux flottant, qui sera appliqué à toutes les importations et aux transactions financières. Un autre taux de change, situé à un niveau inférieur³² sera appliqué sur les exportations agricoles. Les autres exportations seront effectuées à un taux qui correspond à la moyenne entre ces deux taux

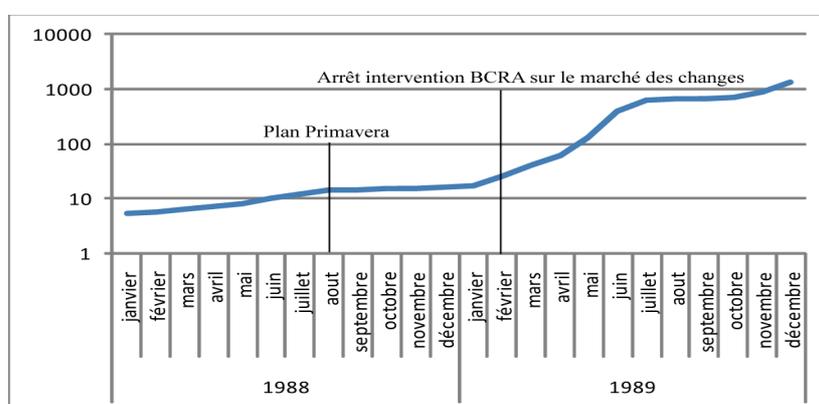
³¹ Ce problème n'est pas propre à l'Argentine, et est connu au sein de la littérature sous l'appellation générique « du péché originel » (Eichengreen et Hausmann, 1999).

³² On raisonne avec un taux de change de la monnaie domestique exprimé à l'incertain.

de change. Cette décision est en fait un moyen de taxer les exportations et de reconstituer un stock de réserves de devises détenues par la Banque centrale, ce qui doit lui permettre d'intervenir sur le marché libre des changes et de contrôler l'évolution du taux de change selon ses objectifs.

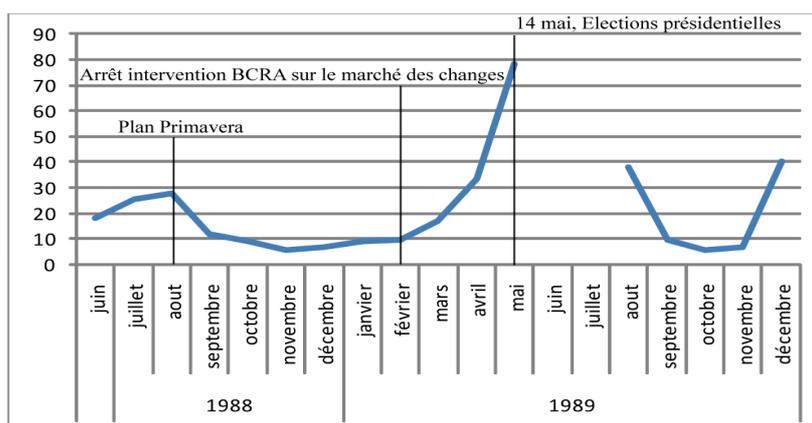
C'est dorénavant tout à fait clair : pour stabiliser l'inflation, il faut contrôler le taux de change. Initialement, grâce aux interventions de la Banque centrale, le taux de change « libre » est stabilisé, stabilisation qui se répercute sur le taux d'inflation. Les variations du change sont effectivement primordiales dans les fluctuations rapides et violentes de l'inflation, comme l'indiquent les graphiques 4 et 5.

Évolution du taux de change libre du dollar en Australs (taux de change nominal), janvier 1988 - décembre 1989



Source : BCRA

Taux mensuel d'inflation, de juin 1988 à décembre 1989



Source : Indice IPC, INDEC.

Note : Nous n'avons pas fait apparaître sur le graphique les taux d'inflation relevés pour les mois de juin et juillet 1989. La valeur de ceux-ci (respectivement 114,5 % et 196,6 %) était si élevée que les inscrire sur un même plan que les taux observés les autres mois rend la lecture plus difficile.

Les récoltes agricoles de la fin 1988 sont finalement très mauvaises. Selon Heymann (1991), confortant notre raisonnement concernant le déclenchement de l'hyperinflation, les anticipations sur le taux de change ont joué un rôle fondamental. Une masse de fonds prête à être changée s'est accumulée et un phénomène auto-réalisateur se produit au tout début de l'année 1989, dans un contexte pré-électoral propice à l'instabilité³³. La politique cherchant à contenir la progression du taux de change libre et à fournir un ancrage pour la valeur interne de la monnaie nationale est finalement sans issue. Les Argentins qui le peuvent transfèrent leurs actifs à l'étranger et se déclenche donc une course spéculative sur les réserves : la Banque centrale n'a plus la capacité d'intervenir sur le marché des changes à partir de février (graphique 4) alors qu'elle a vendu 900 millions de dollars la seconde quinzaine de janvier (Rapoport, 2007, p. 924). Dans ce contexte, l'inflation se renforce de manière incontrôlable, ouvrant la voie à l'hyperinflation.

Dorénavant, il s'agit d'obtenir le plus fort revenu en Australs avant d'effectuer les opérations de change, c'est-à-dire de se débarrasser le plus rapidement possible des Australs. Ce comportement engendre une course effrénée ; seul le très court terme compte. C'est une fuite devant la monnaie. À travers la dollarisation et les difficultés perpétuelles rencontrées dans la résolution du conflit de répartition, a pu naître insidieusement l'idée que ce n'est plus la négociation en termes de monnaie nationale qui compte (l'Austral n'est utilisé que pour être aussitôt changé en dollars). L'évolution du conflit de répartition depuis 1976 puis le développement de mécanismes d'indexation ont rendu possible l'hyperinflation. Les institutions capables de favoriser ou de provoquer l'obtention d'un compromis issu du conflit de répartition sont dorénavant trop affaiblies. On comprend qu'une crise hyperinflationniste s'accompagne d'une profonde crise politique.

Conclusion

Ce deuxième chapitre a proposé une interprétation compatible avec la typologie proposée de la dynamique inflationniste argentine des années 1970 jusqu'à l'hyperinflation de 1989. Celle-ci est donc provoquée par un violent conflit de répartition, par des mécanismes d'indexation et *in fine* par des modifications des anticipations et des comportements autoréalisateurs sur le taux de change. L'analyse de la trajectoire macroéconomique argentine

³³ On peut conseiller de se reporter à Rapoport (2007) pour obtenir une description détaillée de l'histoire économique et sociale de l'Argentine. L'ouvrage comprend notamment un développement de cet épisode.

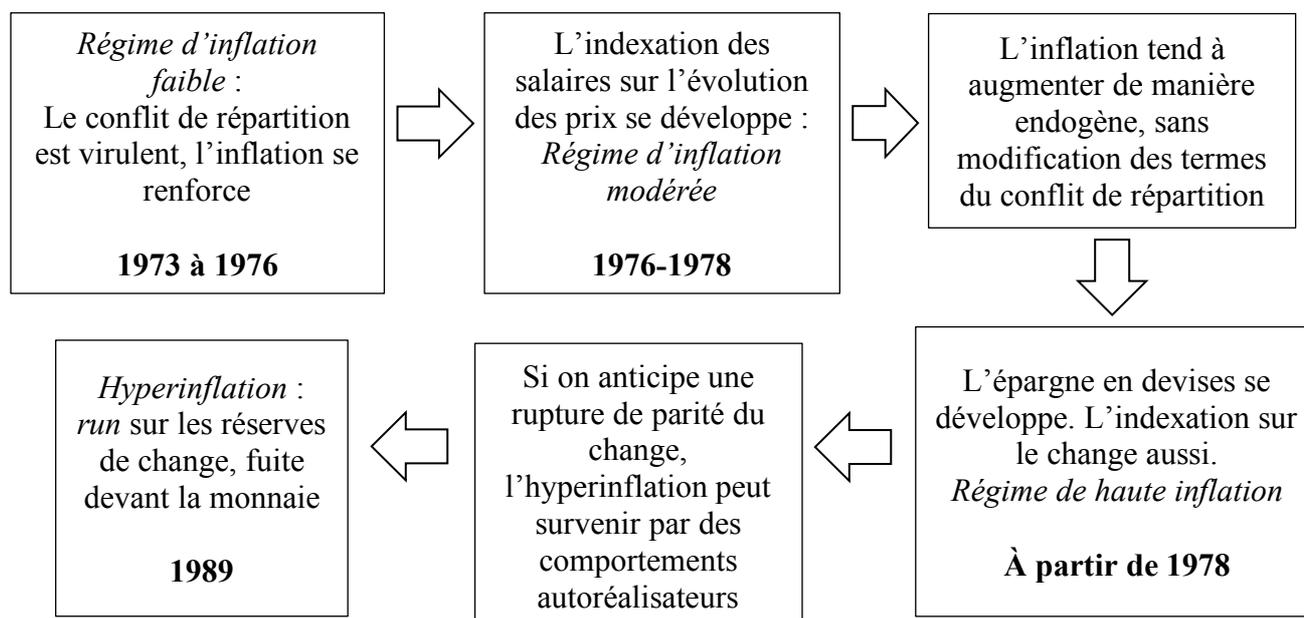
des années 1970 jusqu'en 1989 a révélé que le cadre théorique proposé apparaît pertinent. Nous avons identifié l'évolution d'un régime d'inflation basse à un régime d'inflation modérée puis à un régime de haute inflation (voir le schéma récapitulatif ci-après).

Dans ce contexte, anticipant la rupture du change, c'est bien la volonté des agents domestiques de substituer la monnaie domestique par une devise qui a finalement entraîné l'hyperinflation. La politique économique menée a pu encourager ces comportements pendant que les échecs de plans de stabilisation permettent de confirmer l'importance de la stabilité du change pour qu'un régime de haute inflation ne dégénère pas en hyperinflation.

Bien sûr, l'accent mis sur les explications internes à l'économie argentine ne doit pas nous faire oublier l'importance des facteurs externes sur cette trajectoire. L'endettement externe, qui s'est nettement accru à la fin des années 1970, a pu être constitué parce qu'on observait alors une abondante liquidité sur les marchés financiers internationaux. Inversement, les contraintes accrues dans le financement externe de l'Argentine des années 1980 sont intimement liées au resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et à la crise de la dette déclenchée en 1982 par l'annonce du défaut de paiement du Mexique. Enfin, la difficulté à stabiliser le taux de change de la monnaie domestique vis-à-vis du dollar est d'autant plus forte que le marché des changes est lui-même profondément instable depuis l'abandon du système de Bretton-Woods. Ainsi, c'est la conjonction de l'instabilité de l'économie mondiale et de l'instabilité d'origine interne qui a rendu possible l'hyperinflation de 1989. Celle-ci, repérée simultanément à la réalisation d'anticipations concernant une forte dépréciation de la monnaie domestique vis-à-vis du dollar, est donc bien le rejet de la monnaie domestique au profit de cette devise. En d'autres termes, pour comprendre la survenue de l'hyperinflation, il nous a semblé que l'analyse du conflit de répartition était nécessaire mais non suffisante. Il fallait dans le même temps comprendre pourquoi le dollar avait une place si importante dans l'économie. Pour saisir ce phénomène, il est indispensable d'analyser le processus macroéconomique de moyen terme.

L'analyse proposée permet finalement de saisir la raison pour laquelle l'Argentine fera le choix de se tourner vers un *Currency Board* en 1991, régime monétaire dont la monnaie de rattachement sera le dollar. L'échec de l'Austral a révélé l'incapacité de l'État à imposer durablement une nouvelle monnaie aux agents argentins, ceux-ci préférant l'utilisation du dollar.

Séquence chronologique mobilisant la typologie des régimes d'inflation proposée dans ce mémoire et menant à l'hyperinflation argentine de 1989



Annexes statistiques au chapitre 2

Données macroéconomiques, 1975-1981

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
PIB ⁽¹⁾	-0,4	-0,5	7,8	-2,8	6,7	0,9	-7
Inflation ⁽²⁾	335,1	347,5	160,4	169,8	139,7	87,6	131,3
Indice des salaires réels ⁽³⁾	100	66,7	64,9	62,3	75,4	82,5	73,7
Part des salaires dans le PIB ⁽⁴⁾	48,22	30,96	29,74	32,87	35,81	41,26	38,73
Termes de l'échange ⁽⁵⁾	85,87	78,96	91,68	89,58	99,20	122,55	131,76
Prix des importations	98,13	94,17	87,63	91,13	108,05	105,60	101,87
Prix des exportations	84,21	74,39	80,35	81,75	107,60	129,47	134,27

⁽¹⁾ INDEC, taux de croissance

⁽²⁾ Série IPC, INDEC, de décembre à décembre

⁽³⁾ D'après Beccaria et Orsatti (1985)

⁽⁴⁾ Graña et Kennedy (2008)

⁽⁵⁾ D'après Coremberg et al. (2007), base 100 =1985

Données macroéconomiques, 1981-1989

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
PIB ⁽¹⁾	-7	-5,8	2,6	2,2	-4,6	5,8	1,8	-3	-7,2
Inflation ⁽²⁾	131,3	209,7	433,7	688	385	82	175	388	4924
Indice réels ⁽³⁾ salaires	87,2	77,6	102,3	124,4	100,0	102,1	96,0	91,3	82,8
Part des salaires ⁽⁴⁾	38,73	29,28	33,8	39,81	39,53	41,1	39,15	33,32	28,8
Termes de l'échange ⁽⁵⁾ de	131,76	105,71	106,4	116,2	100,0	86,3	84,9	90,8	88,6
Prix des importations	101,87	104,9	100,4	99,9	100,0	106,8	111,2	119,5	125,8
Prix des exportations	134,27	110,88	106,9	116,0	100,0	92,2	94,3	108,5	111,5

⁽¹⁾ INDEC, taux de croissance

⁽²⁾ Série IPC, INDEC, de décembre à décembre

⁽³⁾ Données BCRA, reprises de Damill et Frenkel (1990)

⁽⁴⁾ Graña et Kennedy (2008)

⁽⁵⁾ D'après Coremberg et al. (2007), base 100 =1985

Éléments de la balance des paiements, en millions de dollars courants, 1975-1981

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Solde courantes transactions	-1285	649,6	1289,9	1833,6	-550,1	-4768	-4714
Compte de capital et financier	488	751,4	1024,7	-33,5	4585,9	2413,5	1410,1
IDE	0	0	145,7	274,2	264,6	787,7	927,1
Crédits financiers	499,6	161,8	1156,1	1482,1	3643,7	1879,1	3947,2
Crédits commerciaux	-308,5	-494,5	-15,3	-422,4	818	-115,1	-3385
Gouvernement et BCRA*	296,9	1084,1	-261,8	-1367	-140,4	-142,2	-79,6
Erreurs et omissions	-1	-192,2	-97,4	32,3	201,9	-298,9	-208,8
Solde	-797,6	1208,8	2217,2	1832,4	4237,7	-2653	-3513

Source : CEPAL (1986, p. 342) sur données de la BCRA

*Note (traduction de la mention sous notre document de référence) : La ligne « gouvernement et BCRA » inclut les opérations d'endettement liées à des situations de déséquilibres de balance des paiements ou avec la politique des réserves. Ces opérations se réalisent à travers la Banque centrale (BCRA) et sont propres à la Banque ou au gouvernement. L'endettement net de la BCRA comprend les prêts du FMI ou des banques étrangères. Les transactions du gouvernement incluent la souscription et l'amortissement de bons du trésor externes et de certains prêts d'organismes étrangers.

Éléments de balance des paiements, en millions de dollars courants, 1982-1989

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Compte courant	-2.348	-2.461	-2.391	-953	-2.859	-4.238	-1.572	-1.292
Marchandises	2287	3331	3523	4582	2128	540	3810	5374
Exportations	7624	7836	8107	8396	6852	6360	9134	9573
Importations	-5337	-4505	-4584	-3814	-4724	-5820	-5324	-4199
Services réels	43	-400	-205	-231	-573	-285	-255	-252
Services financiers	-4709	-5408	-5712	-5304	-4416	-4485	-5127	-6422
Dividendes	-316	-425	-439	-425	-482	-558	-660	-664
Intérêts payés	-4926	-5423	-5537	-5132	-4291	-4145	-4678	-6023
Intérêts reçus	533	440	264	253	357	218	211	265
Transferts	31	16	3	-	2	-8	-	8
Compte de capital	-3.808	-111	647	397	784	138	191	-5.593
Dont :								
Investissement direct								
étranger	257	183	269	919	574	-19	1147	1028
Prêts et titres								
gouvernementaux	267	2136	2087	974	127	-195	-356	-686
Prêts FMI		1178		1007	547	1253	541	233
Autres (erreurs et omissions incluses)	-1032	-456	347	361	887	-89	247	-4153
Solde	-6.156	-2.572	-1.744	-556	-2.075	-4.100	-1.381	-6.885

Source : D'après données BCRA, en millions de dollars

Chapitre 3. Mobiliser la typologie pour comprendre comment Israël a pu éviter l'hyperinflation³⁴

Introduction

Ce chapitre vise à répondre à un double objectif. D'abord un objectif descriptif, puisqu'il consiste à étudier la trajectoire inflationniste qu'a empruntée Israël depuis sa naissance en 1948 jusqu'au milieu des années 1980, lorsque l'économie de ce pays était au bord de l'hyperinflation. Le second objectif découle du premier et est un objectif théorique : il s'agit de conforter et éventuellement de compléter ou amender le cadre analytique proposé dans ce mémoire.

L'évolution de l'économie israélienne ressemble par bien des aspects à celles d'économies en développement qui ont aussi connu des crises monétaires similaires lors des années 1980. Ainsi, de nombreuses similarités peuvent être mises en évidence en particulier entre la trajectoire macroéconomique d'Israël et celle de l'Argentine étudiée dans le chapitre précédent³⁵. Remarquons que si l'histoire inflationniste israélienne a été analysée à la fin des années 1980 par des auteurs adoptant un cadre théorique issu du Nouveau Consensus en macroéconomie, il n'y a pas à notre connaissance d'analyse de cette trajectoire se réclamant d'une approche post-keynésienne.

Pour exprimer autrement notre ambition, il s'agit ici d'étudier l'évolution de l'économie israélienne qui semblait être sur le fil du rasoir avant de devoir inévitablement plonger vers l'hyperinflation en 1985 (le taux d'inflation annuel mesuré par l'évolution des prix à la consommation en 1984 est estimé à 445% et l'inflation s'accélère encore au cours du premier semestre 1985). Pourtant, contrairement à l'Argentine, Israël a su échapper à ce type de crise monétaire particulier grâce à l'introduction d'un plan de réforme monétaire qui s'est finalement révélé efficace dans son objectif de lutte contre l'inflation à court comme à plus long terme. Comprendre comment cela fut rendu possible doit nous permettre d'affiner notre compréhension théorique des phénomènes hyperinflationnistes et nous éclairer sur la façon de les éviter.

³⁴ Ce chapitre est rédigé à partir de l'article : "How Israel avoided hyperinflation. The success of its 1985 stabilization plan in the light of post-Keynesian theory", article co-écrit avec Sébastien Charles, et publié en 2020 par la *Review of International Political Economy*, <https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1699146>

³⁵ Ces similitudes se repèrent par la configuration du conflit de répartition, la présence de mécanismes d'indexation (des salaires mais aussi de certains prix et actifs sur le change, cet élément soulignant l'importance prise par une devise dans les comportements domestiques) ou encore par les caractéristiques de la balance des paiements.

Ce troisième chapitre est organisé de la manière suivante : dans une première sous-section nous présentons les caractéristiques et l'évolution de l'économie israélienne des années 1950 jusqu'à la fin des années 1970, en repérant 3 étapes dans la tendance au renforcement de l'inflation. Cette sous période est marquée par la mutation du régime d'inflation qui paraît passer du régime d'inflation basse au régime de haute inflation. La deuxième sous-section se focalise sur la première moitié des années 1980, lorsque la dynamique inflationniste observée dans ce régime de haute inflation fait craindre la survenue d'une hyperinflation. La troisième sous-section présente le plan de stabilisation adopté en 1985 et s'interroge sur les raisons du succès de celui-ci.

3.1 De la création d'Israël jusqu'à la fin des années 1970 : de l'inflation modérée à l'indexation sur le change

3.1.1 De 1948 à la fin des années 1960 : un régime d'inflation modérée

Israël est un pays relativement petit ; en 1985 sa population est estimée à 4 millions d'habitants. L'économie israélienne présente plusieurs particularités : rareté des ressources naturelles (Israël ne dispose pas de ressources pétrolifères par exemple), petite superficie territoriale (sans les territoires occupés, la superficie d'Israël actuelle est d'environ 21000km², soit, à titre de comparaison, environ 30% de moins que l'Albanie), niveau de formation et d'éducation élevé de la main-d'œuvre tout en étant une économie d'immigration. En outre, l'histoire économique israélienne est par essence récente, l'État israélien ayant été créé le 14 mai 1948 (suivant une résolution des Nations Unies en faveur de la partition de la Palestine du 29 novembre 1947). Bien que pouvant s'appuyer sur les institutions établies pendant l'entre-deux guerres pendant le mandat de protectorat britannique sur la Palestine, l'économie israélienne et ses institutions étaient alors à développer ou établir. En premier lieu, le nouvel État devait mettre sur pieds des administrations fiscale et monétaire dans un contexte géopolitique particulier, puisque l'existence même du pays était remise en cause militairement par les pays arabes voisins ; la première guerre israélo-arabe débute dès la déclaration d'indépendance. Cette guerre comme la partition de la Palestine suite à l'indépendance provoquent une rupture dans l'organisation productive, économique et sociale.

Dès l'origine, et dans une certaine continuité avec la période de gouvernement britannique, l'interventionnisme économique est important et se matérialise par des contrôles de prix, un

encadrement strict des opérations de change ou encore par la mise en place de rationnement des biens de consommation. Il semble qu'une adhésion quasi-générale des élites israéliennes et des décideurs politiques à l'idée selon laquelle le développement économique requiert la planification et l'interventionnisme s'observe (voir Gross, 1990, p. 69 ou Klein, 2005, p.3). Cette adhésion s'explique par au moins deux facteurs : d'abord la mise en place d'une économie de guerre qui nécessite que les devises obtenues principalement par l'intermédiaire de transferts de la diaspora et par des aides octroyées par des gouvernements étrangers puissent être mobilisées pour importer l'équipement militaire dans un contexte global de pénurie de dollars caractéristique du système monétaire international de l'époque ; ensuite par la compatibilité des objectifs du mouvement sioniste avec l'exercice d'une pleine souveraineté dans le domaine économique de la part de l'État. On peut aussi ajouter que l'existence de l'organisation syndicale *Histadrout* créée à Haïfa dès les années 1920, particulièrement puissante chez les travailleurs israéliens, sous-tend la création d'un modèle économique social-démocrate compatible avec un interventionnisme économique relativement important dès la création du pays et qui le demeurera par la suite. Dès les années 1940 sont en vigueur des mécanismes d'indexation des salaires sur l'évolution du coût de la vie³⁶ ; ces mécanismes ne vont pas être démantelés avant la fin des années 1980. Si l'on se réfère à notre séquence générique, cet élément est de première importance ; un régime d'inflation modéré s'établit dès l'origine du pays.

A la suite des accords israélo-arabes de 1949, s'engage une modification structurelle de l'économie qui n'est plus uniquement tournée vers l'effort de guerre (les dépenses militaires étaient probablement de l'ordre de 40% du PIB en 1949). Selon les estimations présentées par Gross (1990, p. 72), si la production de 1948 était d'un niveau proche à celle observée l'année précédente, les taux de croissance sont très forts les années suivantes : 70 à 80% en 1949, puis entre 25 et 35% en 1950 et 1951. Ces taux de croissance sont tirés par des niveaux d'investissement extrêmement élevés et par une progression de la demande de consommation elle-même provoquée par l'immigration : la population passe de 579 000 habitants en 1949 à 1 494 000 en 1951. Néanmoins, la progression de la production est insuffisante pour éviter les

³⁶ "The earliest venue for indexation was the labour market, where a wide variety of COLA arrangements have been adopted starting as early as 1939. The details of these arrangements changed frequently and included various degrees of indexation, different types of floors and ceilings on all types of wage parameters, discretionary suspensions during attempted stabilisations and the like. Two features of these arrangements are worth noting: First, formal, broad-based COLA arrangements have never involved linkage to the foreign exchange even though denomination of wages in foreign currency is not uncommon and even prevalent in some occupations. Second, broad COLA arrangements generally did not provide full compensation for inflationary erosion of wages. It has been suggested that the labour unions avoided 100% wage indexation in order to enhance their *raison d'être*." Offenbacher et Stein (2003, p. 284).

situations de pénurie et l'élévation importante du coût de la vie. Celles-ci alimentent une boucle prix-salaires : afin de limiter l'inflation les contrôles de prix sont renforcés (certains prix sont mêmes réduits en 1949) et l'idée de promouvoir la compétitivité internationale israélienne devient un objectif des autorités. Il s'agit tout à la fois de développer et diversifier les exportations mais aussi de substituer aux importations une production domestique.

La contrainte externe est forte. En août 1948 la livre israélienne remplace la livre palestinienne comme monnaie domestique. Son taux de change est fixe vis-à-vis de la livre sterling, à 1£ sterling pour 3£ israéliennes. Ce taux de change initial est jugé incohérent par Gross (1990) et l'ancrage fixe va générer ou accroître une surappréciation réelle de la monnaie domestique. La balance commerciale est largement déficitaire : selon les estimations de Halevi et Klinov-Maluv (1968), les importations de l'année 1951 représentent 426 millions de dollars pour des exportations de seulement 67 millions de dollars. Les contraintes de balance des paiements sont logiquement incontournables pour les autorités israéliennes. Elles justifient la mise en place en 1951 d'un système de taux de change multiples et le maintien de contrôles restrictifs sur les changes qui visent à supplanter les rationnements quantitatifs. Cette politique provoque le développement d'un marché parallèle du change ; en février 1952 l'écart estimé entre le change officiel et celui observé sur ce marché parallèle est de 678% selon Ilzetzki *et al.* (2017, p. 61).

En août 1954, la *Bank of Israël* (B.O.I.) est créée et est chargée légalement par la loi de limiter l'inflation (voir Cukierman et Melnick, 2015). Dans les faits le gouvernement va s'appuyer sur cette banque pour asseoir sa stratégie d'industrialisation par substitution aux importations par la fourniture de crédits bonifiés aux secteurs jugés stratégiques ; cette stratégie de développement économique est similaire à celle adoptée par plusieurs pays latino-américains non producteurs de pétrole (voir par exemple He, 2018, p. 183). Offenbacher et Stein (2003) emploient eux l'expression « répression financière » pour caractériser le contrôle par la puissance publique de l'intermédiation financière domestique ainsi que les contraintes pesant sur les transactions financières internationales. Dans ce contexte, les résultats macroéconomiques sont indéniablement positifs :

Tableau 3.1 : Données macroéconomiques, période 1954-1972

Périodes	Taux de croissance du PIB	Taux de chômage	Taux d'inflation
1954-1959	11,8	6,8	5,4
1960-1972	9,2	4,7	6,9

D'après Klein (2005, p. 5). Le taux de croissance du PIB est le taux de croissance annuel moyen estimé pour la période considérée, le taux de chômage est le taux moyen observé sur la période et le taux d'inflation le taux d'inflation en rythme annuel moyen.

La période du « miracle économique israélien » (repéré ici tout à la fois par les taux de croissance élevés, le taux de chômage réduit et une inflation qui bien que se renforçant demeure modeste) s'achève au début des années 1970. Les chiffres indiqués dans le tableau ne doivent pas occulter certains aspects de cette économie. D'abord, le solde courant est systématiquement négatif, provoquant un endettement extérieur net croissant. Cet aspect structurel couplé au renforcement de l'inflation a justifié l'adoption en 1962 de mesures économiques : la livre israélienne est dévaluée vis-à-vis du dollar américain de 67% pendant que le gouvernement obtenait un accord avec l'*Histadrout* stipulant que les salaires réels seraient gelés pendant 2 ans³⁷. Cette mesure visait bien sûr à limiter les pressions inflationnistes et atteste de la nécessité de limiter par cet accord la capacité de négociation des travailleurs. La fin des années 1960 est aussi marquée par la guerre des 6 jours du 5 au 10 juin 1967 qui oppose Israël à l'Égypte. Cette guerre va de pair avec l'augmentation des dépenses militaires qui sont évaluées à environ 10% du PIB sur la période 1962-1966 pour atteindre 21% de 1968 à 1972.

3.1.2 La décennie 1970 : mise en place d'un régime de haute inflation

La décennie 1970 est caractérisée par la dégradation des performances macroéconomique, le développement de l'indexation sur le change et le net renforcement de l'inflation.

Le début des années 1970 est marqué par la modification brutale et radicale du système monétaire international. La fin des accords de Bretton Woods est déclenchée par l'annonce de la suspension de la convertibilité externe du dollar en or par le Président américain Nixon en août 1971. Depuis l'année précédente (voir Ilzetzki *et al.*, 2017) l'ancrage du change de la livre israélienne ne se faisait plus sur la livre sterling mais sur le dollar américain. Instantanément à l'annonce de la fin de la convertibilité du dollar, on observe une instabilité des changes inconnue depuis l'entre-deux guerres dans l'ensemble du système monétaire international. Ce rappel n'est pas anecdotique pour notre propos : on peut relever qu'aucun épisode d'hyperinflation ne fut observé pendant l'ère de Bretton Woods alors que plusieurs avaient été observés lors des années 1920, au cœur d'une autre époque historique d'instabilité globale des changes ; cela nous fournit l'indication selon laquelle l'hyperinflation ne peut se développer qu'à la faveur d'une crise de change.

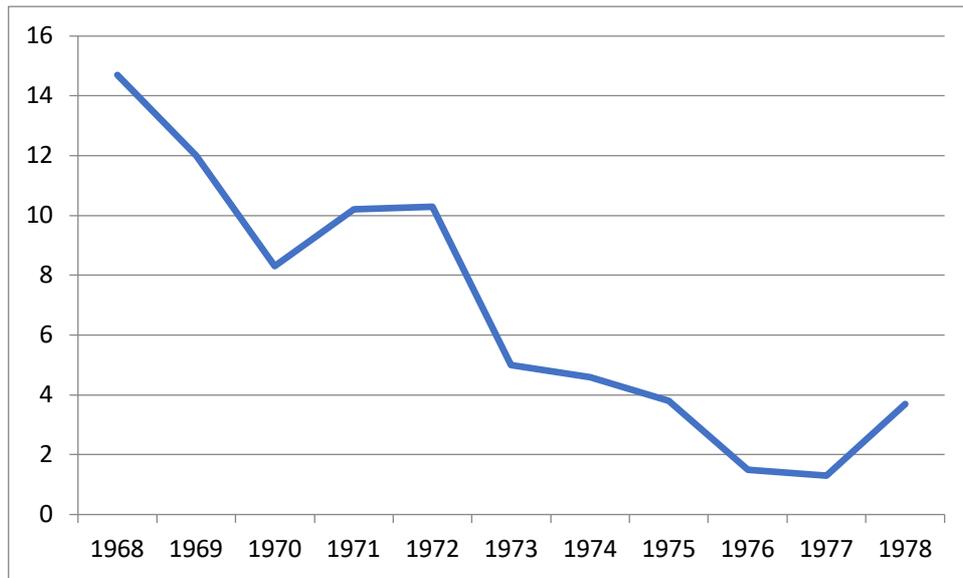
³⁷ Voir Schiffmann *et al.* (2017, p. 71).

Sur le plan domestique aussi un important événement intervient au début de cette période. Du 6 au 24 octobre 1973 se déroule la guerre du Kippour entre Israël et une coalition de pays arabes composée des armées égyptienne, syrienne et jordanienne³⁸. Les États-Unis ont apporté leur soutien logistique (par la livraison d'armes) et diplomatique à Israël lors de ce conflit ; en réaction à ce soutien, les pays arabes réunis au sein de l'OPEP vont coordonner une réduction de la production pétrolière et une hausse des prix lors d'une réunion de l'organisation les 16 et 17 octobre 1973. Cet événement permet de dater le 1^{er} choc pétrolier. Le cessez-le-feu interviendra suite à une résolution des Nations Unies du 22 octobre de cette même année. Au-delà des aspects géopolitiques, la guerre du Kippour aura des conséquences purement économiques importantes qui influencent la trajectoire que nous cherchons à comprendre dans ce chapitre. Israël étant un pays importateur de pétrole, la hausse des prix du baril va avoir des conséquences sur son solde extérieur. De plus, la guerre du Kippour va susciter une nouvelle progression des dépenses militaires qui sont évaluées à 29% du PIB israélien sur la période 1974-1977 (voir par exemple Fisher, 1985, p. 58). Si bien des pays ont connu suite au choc pétrolier de 1973 des situationnistes « stagflationnistes », l'accélération de l'inflation observée dans l'économie israélienne fut particulièrement forte et s'accompagne d'une très sévère dégradation des comptes extérieurs.

A la lecture des graphiques 3.1 et 3.3, nous remarquons que cette période est marquée par une nette tendance à la diminution des taux de croissance du PIB et par le renforcement concomitant des taux d'inflation. Le taux de chômage (graphique 3.2) demeure lui à des niveaux faibles.

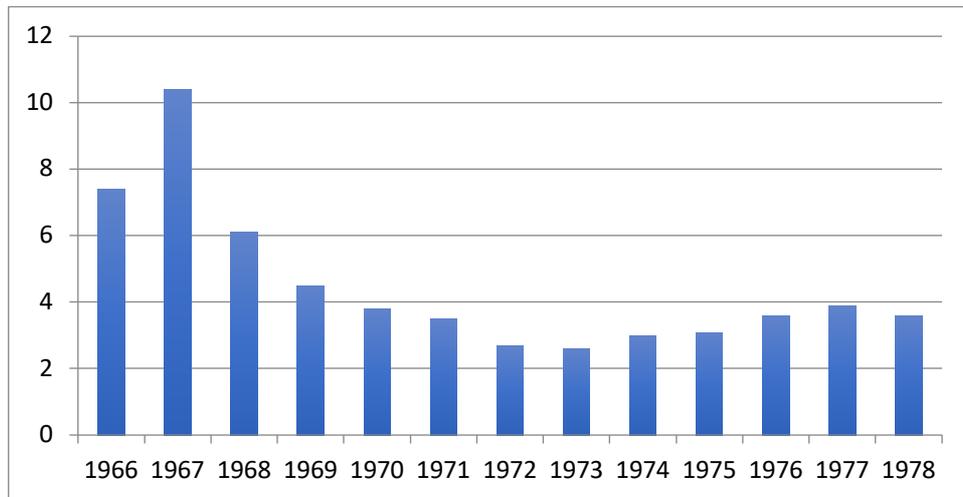
³⁸ L'Égypte et la Syrie coordonnent le 6 octobre 1973 deux attaques contre l'armée israélienne afin de reprendre le contrôle sur la péninsule du Sinaï (objectif de l'Égypte) et le plateau du Golan (objectif de la Syrie), deux territoires contrôlés par Israël depuis la guerre des 6 jours de 1967.

Graphique 3.1 : Taux de croissance du PIB, 1968-1978



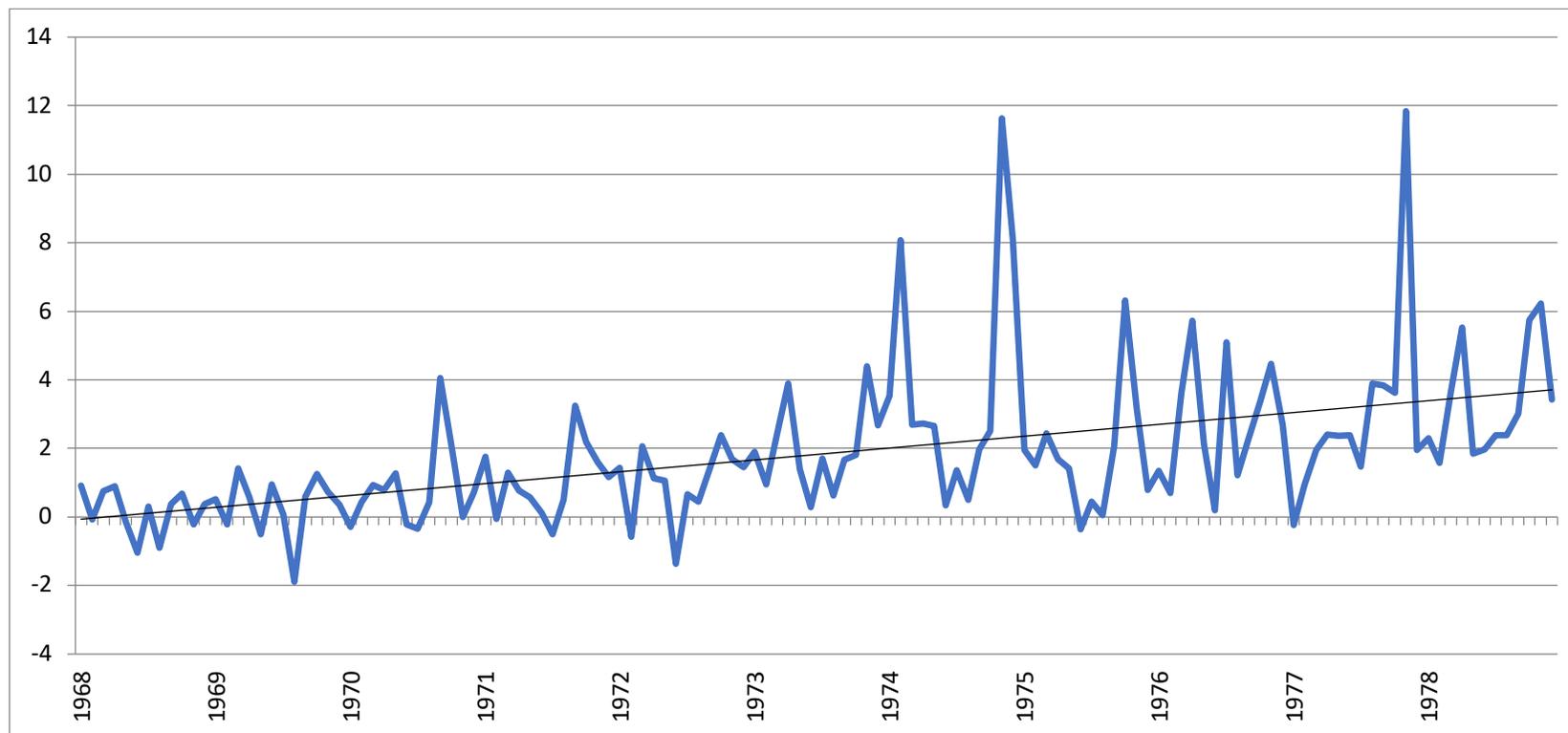
Sources : *Bank of Israel Annual Report*, diverses années (1972 pour la période 1968-1971, 1977 pour 1972-1976, 1982 pour 1977 à 1978)

Graphique 3.2 : Taux de chômage, 1966-1978



Sources : *Bank of Israel Annual Report* (1975) pour les données de 1966 à 1975 ; *Bank of Israel Annual Report* (1980) ensuite.

Graphique 3.3 : Taux d'inflation mensuels, 1968-1978



Source : *Central Bureau of Statistics (Israel)*, données extraites en septembre 2017. Série utilisée : Consumer Price Index, avec ajout d'une droite de tendance.

Note : La tendance au renforcement de l'inflation sur la période se repère aussi si on consulte les taux d'inflation annuels (même source) :

Années	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Taux d'inflation	1,91	3,89	10,15	13,33	12,40	26,42	56,17	23,52	38,02	42,55	48,14

La renforcement du rythme inflationniste avant 1973 s'explique par la modification des termes du conflit de répartition. Les pouvoirs de marché des entreprises, pouvoirs de négociation des travailleurs, cibles de revenu visées par les capitalistes d'une part et les travailleurs d'autre part évoluent. On relève à la lecture du tableau précédent que l'inflation annuelle dépasse les 10% dès 1970, avant les événements mentionnés précédemment. Cette accélération de l'inflation s'effectue alors que le taux de chômage diminue (voir graphique 3.3), jusqu'à ce qu'une situation de plein-emploi s'observe en 1971 dans un contexte de pénurie de main d'œuvre dans de nombreux secteurs (particulièrement pour les emplois les plus qualifiés) et de tensions en découlant (voir par exemple *B.O.I. Annual Report*, 1971, p.3 et p.177). Le développement de l'administration publique n'est pas sans lien avec cette baisse du taux de chômage : le taux de croissance de l'emploi total est de 18,44% sur la période 1966-1971 alors que celui dans les services publics est de 26,23% (en 1971, cette catégorie représente 23,57% de l'emploi total)³⁹.

Logiquement, selon l'explication de l'inflation par le conflit de répartition, une diminution du taux de chômage tend à encourager les travailleurs à demander puis obtenir des augmentations de salaires nominaux qui ensuite tendent à accélérer l'inflation par réaction des firmes (les prix étant établis par les capitalistes). On aurait pu s'attendre à ce que la situation décrite s'accompagne d'une augmentation des salaires réels et de celle de la part des salaires dans l'économie. Ce n'est pourtant pas ce qui a été observé. Comme indiqué dans le chapitre 10 du *B.O.I. Annual Report* (1971), si les taux de croissance des salaires nominaux s'élèvent, les salaires réels diminuent légèrement sous l'effet d'une accélération plus élevée de l'inflation, indiquant en outre que l'indexation des salaires sur les prix n'est pas complète. Ainsi, la part des salaires dans l'économie amorce une diminution jusqu'en 1975 (les salaires bruts représentent 38,5% du PIB en 1966 pour ne représenter que 32% en 1975 selon Nitzan et Bichler, 2000, p.292).

Ces renseignements sont l'indication que le pouvoir de marché des entreprises s'est lui aussi renforcé dès la fin des années 1960. Ce renforcement du pouvoir de marché des entreprises est pleinement cohérent avec l'analyse effectuée par Nitzan et Bichler (2000). Ils estiment que si l'économie israélienne des premières décennies était caractérisée par la prédominance de firmes relativement petites, cette caractéristique change à la fin des années 1960. Des firmes de grande taille se développent, firmes bénéficiant de marchés aux structures oligolistiques et non concurrentielles. Les auteurs insistent sur le rôle joué par le secteur de l'armement ; la

³⁹ Ces statistiques sont reprises de Bruno (1989).

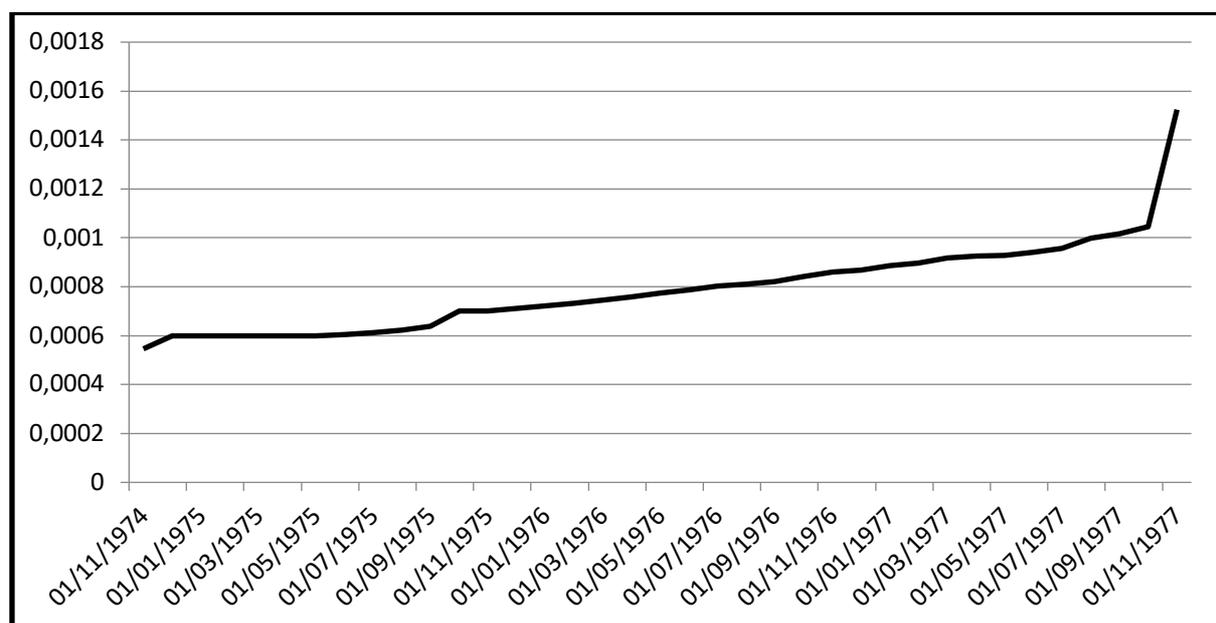
militarisation de l'économie israélienne jouant donc un rôle sur la dynamique des prix, et sur le secteur de la finance. Ces deux secteurs présentent des taux de croissance du taux de marge largement supérieurs au taux moyen.

En d'autres termes, l'accélération de l'inflation va de pair avec une augmentation du pouvoir de marché des plus grandes firmes qui parviennent à élever le profit réel/employé malgré une augmentation de la croissance nominale des salaires. Les gains de répartition provoqués se sont effectués au profit de ces grandes firmes et s'accompagnent d'une élévation de l'inflation. Les auteurs relèvent enfin des taux d'accumulation différents selon les types de firmes : les entreprises bénéficiant des situations les plus avantageuses étant celles qui ont les taux d'accumulation les plus importants.

L'année 1973 est une année charnière : l'inflation qui s'établit en 1973 à 26,4% s'élève à 56,2% en 1974 pendant que le déficit du compte courant est multiplié par 9 entre 1972 et 1975 (passant de 216 millions de dollars à 1975 millions de dollars ; ces statistiques sont reproduites en annexe). Cette progression est une conséquence de l'augmentation des cours du pétrole (Fisher, 1985, p.59, évalue l'impact de l'augmentation des prix du pétrole sur l'économie israélienne à 3% du PIB) et de l'augmentation des importations militaires. Les firmes répercutent la hausse des coûts de l'énergie sur les prix pendant que l'indexation des salaires entretient cette hausse. Si les conséquences de ce choc semblent s'amenuiser en 1975 (le taux d'inflation en rythme annuel décroît), les conséquences sur les comptes extérieurs sont importantes. L'aggravation du déficit courant nécessite une modification de la politique de change. Alors que le taux de change officiel de la livre sur le dollar n'avait pas varié depuis septembre 1971, une dévaluation de 30% est mise en place en novembre 1974⁴⁰. Par la suite, un *crawling peg* est établi en juin 1975 : il s'agit de maintenir régulière la dépréciation nominale de la livre face au dollar afin de faciliter le maintien de la compétitivité externe de l'économie (cf. graphique 3.4). Mais ces mesures ont un effet inflationniste, via l'effet *pass-through*. Le coût des biens importés s'élève ce qui alimente l'inflation.

⁴⁰ Une politique économique restrictive est adoptée à partir de la dévaluation de 1974 jusqu'en 1977. Cette politique apporte des résultats en termes de désinflation, mais au prix d'un ralentissement économique et d'une hausse du chômage (voir graphiques 3.1 et 3.2). Le gouvernement obtient aussi en 1974 que l'ajustement des salaires par les mécanismes d'indexation soit repoussé d'une année afin de limiter l'entretien de la spirale inflationniste.

Graphique 3.4 : Evolution du taux de change à l'incertain, janvier 1974-novembre 1977



Source : Données mensuelles, Bank of Israel, série MAT01.MA

Au-delà de la dégradation du compte courant, une autre conséquence, peut-être encore plus importante sur le long-terme, renvoie à la 4^{ème} étape de notre séquence générique menant à l'hyperinflation. Celle-ci met en évidence le rôle joué par la prise en compte dans les comportements domestiques de l'évolution du taux de change. Or, les comportements des israéliens évoluent :

« The principal [change observed in the year 1975] was a sharp decline in the second half of the year in total household saving through the institutions, along with an impressive increase in household investment in mutual funds, chiefly those placing a large percentage of their resources in assets pegged to foreign currency. These developments attest to the great importance the public attached this year to linking its savings to the foreign exchange rate (reflected in the steep price rise of securities linked to and/or traded in foreign currency), as well as the diminished attraction (especially in the second half of the year) of saving linked to the cost-of-living index. » (*Bank of Israel Annual Report, 1975*, pp. 393-4).

Dorénavant, lorsqu'ils font à la fois face à une élévation du rythme inflationniste, à la dépréciation de la monnaie domestique et à la dégradation des comptes extérieurs, les Israéliens cherchent, sinon à substituer aux actifs libellés en monnaie domestique des actifs en devise, tout du moins à indexer les actifs financiers détenus sur l'évolution du change. Cela révèle à la

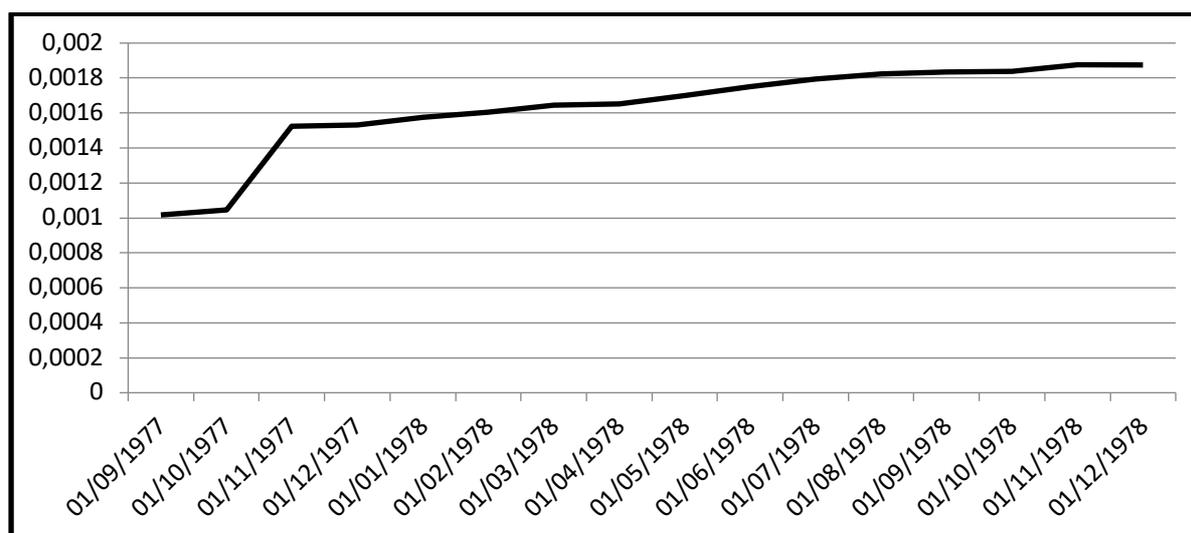
fois l'anticipation de nouvelles dépréciations de la livre israélienne et l'affaiblissement de la fonction réserve de valeur de la monnaie domestique au profit des devises. Cette interprétation est cohérente avec cet autre extrait du rapport annuel de la B.O.I. (1975, p. 346) :

« The very aggravation of the balance of payments problem – the most striking manifestation of which until the November 1974 devaluation was the rapid dwindling of the economy's foreign exchange reserves and the piling up of the short-term foreign currency debts – made the public increasingly aware of the problem and intensified its expectation of a large real devaluation. The existence of such expectations is borne out by the fact that, despite the policy of creeping devaluation carried out since June 1975 and the 10 percent evaluation in September, the gap between the free-market and [...] the official rate widened steadily in the second half of the year and the prices of securities linked to the exchange rate rose precipitously. »

L'importance croissante du change sur les comportements financiers prouve que la fonction réserve de valeur de la monnaie domestique est peu à peu grignotée par le dollar, comportement favorisé par la modification de la politique de change. L'année 1977 est marquée par une innovation institutionnelle qui va accentuer cette dynamique, véritable « *turnaround* » selon Bruno (1989, p.18). Après la défaite historique des travaillistes lors des élections législatives de mai⁴¹, la politique monétaire évolue franchement : le *crawling peg* est abandonné au profit d'une politique de change moins prévisible que la précédente (les taux de dévaluation appliqués étaient réguliers, cf. graphique 3.4), qualifiée par Ilzetski *et al.* (2017) de « *freely falling / managed floating* ». L'évolution du change est dorénavant plus heurtée (cf. graphique 3.5), et on observe une dévaluation de l'ordre de 46% en octobre 1977.

⁴¹ Depuis la création d'Israël, c'est la première fois que le parti travailliste ne dirige pas le gouvernement. C'est le Likud qui l'emporte lors des élections de 1977.

Graphique 3.5 : Évolution du taux de change à l'incertain, septembre 1977-décembre 1978



Source : Données mensuelles, Bank of Israel, série MAT01.MA, graphique des auteurs

Surtout, les restrictions sur les changes sont abolies et des dépôts en monnaie domestique pouvaient être protégés contre l'évolution du change⁴² au sein de comptes connus sous l'acronyme PATAM. La valeur nominale en livres israéliennes des dépôts était réévaluée suite aux évolutions du change. Les banques commerciales étaient tenues de détenir auprès de la banque centrale un montant de devises couvrant à 100% les dépôts effectués, de son côté la banque centrale s'engage à fournir les liquidités supplémentaires nécessaires en cas de dépréciation de la livre ; voir Patinkin (1993, p. 108). Cette innovation accéléra la substitution monétaire de la livre au profit du dollar américain :

« In November 1977, the government, seeking to limit demand for US dollars in the wake

⁴² L'importance de ces réformes apparaît aussi dans le rapport annuel de 1977 de la banque centrale (B.O.I., 1977, p.388) : « The reform of the exchange rate system at the end of October 1977 has many important implications concerning the targets and method of implementing both monetary policy and the government's capital market policy, as well as the structure and development of the money and capital markets.

With the lifting of most of the restrictions on the receipt of foreign currency credit from bank in Israel and abroad and elimination of the limitations on the purchase and holding of foreign currency, the economy is now more open than before to short-term capital movements in the private sector's balance of payments; in addition, there is an increased degree of substitution and greater possibilities for the public to shift between local currency assets and liabilities and those in foreign currency.

The floating of the exchange rate has greatly diminished the Bank of Israel's intervention in the foreign exchange market and altered the dimensions and character of such intervention. Today it is limited to moderating the impact on the exchange rate of short-term random factors affecting the demand and supply of foreign currency. Other changes in the market forces will be mainly reflected in the exchange rate rather than in the economy's foreign exchange reserves (and money base).

With the unification of exchange rates, which accompanied the floating of the Israeli lira (IL) and liberalization of foreign currency control, the exchange rate on financial transactions was adjusted downward by 47 percent. Besides, the consequent big one-time capital gain and its effect on the composition of the public's asset portfolio this adjustment eliminated the foreign exchange risk which confronted those borrowing foreign currency (mainly for long terms) because of uncertainty over the timing of the change. On the other hand, the floating of the IL has added a new element of risk, which did not exist under the previous exchange rate system ».

of the October 28 liberalization, made available to the wider public an asset known as PATAM. The PATAM was a dollar-denominated demand deposit (or short-term time deposit) in an Israeli bank, with a 100% required reserve ratio in foreign currency. According to Bufman and Leiderman (1993), PATAM accounts “provided partial hedging against inflation, and against devaluations, as did government indexed bonds.” The expansion of access to PATAM caused a massive currency substitution: Between 1975 and 1980, M1/GDP fell from 13% to 5% and M1/M4 fell from 28% to 12% (Liviatan and Piterman 1986; M4 includes PATAM and tradable foreign currency-indexed bonds). PATAM’s share in M2 increased from 40% in October 1977 to 71% in November 1979, while the share of foreign currency denominated deposits in total bank deposits increased from 70% to 84%. » (Schiffman *et al.*, 2017, pp. 110-1).

3.2 Après le deuxième choc pétrolier : inexorablement vers l’hyperinflation ?

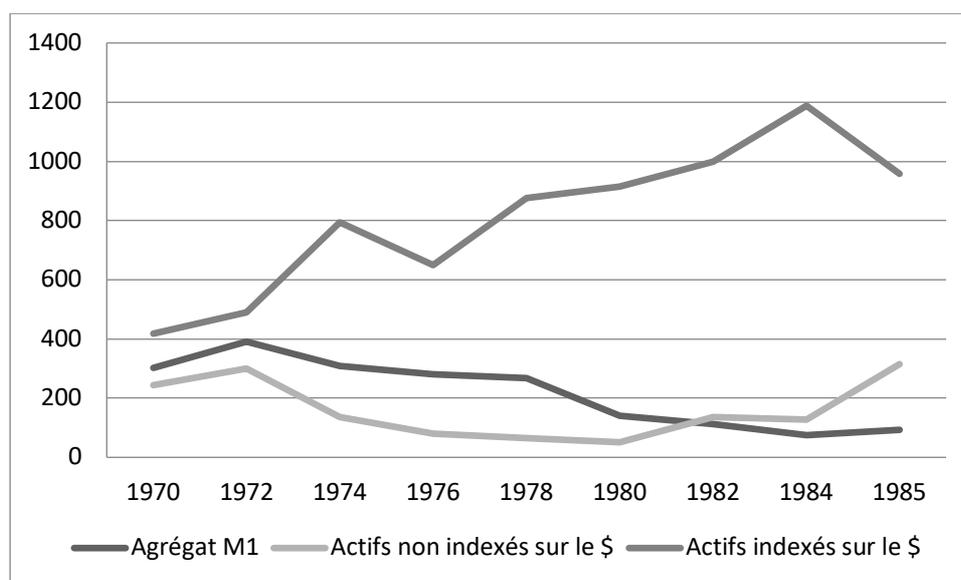
3.2.1 La dollarisation de l’économie s’accroît

À la fin de l’année 1978, alors que débute la révolution iranienne qui déclenche le second choc pétrolier, l’économie israélienne apparaît comme placée sur les rails de la séquence générique présentée dans le 1^{er} chapitre. Le conflit de répartition est historiquement virulent et c’est toujours le cas à la fin des années 1970 et au début des années 1980 : la tendance à la concentration du capital allant de pair avec une augmentation du pouvoir de marché des firmes se poursuit (voir Nitzan et Bichler, 2000) et le pouvoir de négociation des travailleurs demeure élevé (les taux de chômage sont modestes, le pouvoir syndical de l’*Histadrout* demeure fort, le syndicat revendiquant 1,6 million de membres en 1983, soit 85% des salariés du pays ou un tiers de l’ensemble de la population).

L’indexation est elle aussi particulièrement développée dans l’économie israélienne. L’existence d’indexation des salaires sur les prix n’est pas un phénomène récent, puisqu’elle précède même la naissance de l’État hébreu (voir la note de bas de page n°34). Fisher (1985) nous apprend cependant que les modalités de l’indexation des salaires sur les prix évoluent au début des années 1980 : les ajustements deviennent trimestriels à partir de 1980 et même

mensuels en 1983. L'indexation des salaires sur l'indice de coût de la vie de référence⁴³ demeure néanmoins toujours partielle bien qu'elle augmente de 70 à 80% en 1979. De manière indirecte, concernant les pratiques d'indexation, le phénomène nouveau est la part grandissante de placements financiers liquides indexés sur le taux de change ou effectués directement en devises. Si l'indexation d'actifs financiers n'est pas récente (depuis le début des années 1960 les titres de dette du gouvernement étaient indexés sur l'indice des prix à la consommation), cette pratique qui se développe marque une étape de dollarisation rampante de l'économie (voir par exemple Cukierman et Melnick, 2015, p.5 ; Offenbacher et Stein, 2003 ou encore Fisher, 1985, qui indique que la conservation de dollars sous forme de billets par les Israéliens tend à se généraliser et que le dollar devient l'unité de compte de nombreuses transactions bien qu'afficher les prix en dollars soit interdit). La monnaie domestique dans sa fonction réserve de valeur est donc largement concurrencée par le dollar américain, ce que confirme le graphique 6 suivant :

Graphique 3.6 : La dollarisation de l'économie israélienne, en millions de Shekels (prix constants base 1969)



Source : d'après Shiffer (1986) sur des données de la Bank of Israel

La lecture de ce graphique montre que la détention d'actifs indexés sur le dollar (tels que les PATAM) progresse jusque 1984 pendant que la masse monétaire réelle estimée par l'indicateur M1 tend elle à diminuer. L'année 1973 peut être considérée comme l'année lors de laquelle le régime inflationniste devient un régime de haute inflation.

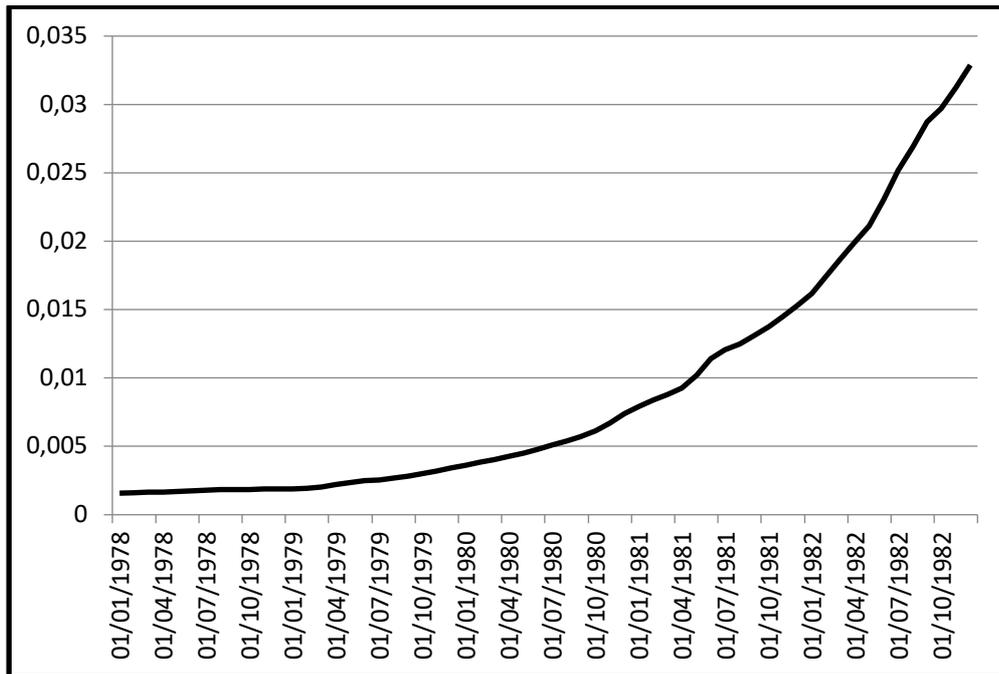
⁴³ L'indice de coût de la vie augmente moins vite que l'indice des prix à la consommation (voir Fisher, 1985, p.69). Si on ajoute à cela que l'indexation bien qu'importante ne soit que partielle, on comprend que les salaires réels puissent varier malgré ces dispositifs institutionnels.

Dernière observation importante, l'effet *pass-through* (la transmission d'une variation du change sur les prix domestiques) est désormais très forte, Cukierman et Melnick (2015) estimant économétriquement sa valeur à 1,01 à partir de 1980. Si on ajoute, que bien qu'ayant été largement réduit, le déficit courant est toujours présent (356 millions de dollars en 1977 avant de progresser à nouveau) la conjonction de l'ensemble des éléments que nous venons de pointer rend particulièrement sensible l'économie israélienne au moindre choc négatif qui affecterait la possibilité d'attirer des capitaux permettant de financer le déficit courant ou qui accroîtrait ce dernier.

3.2.2 Politique économique inconstante et fragilités économiques

L'impact du second choc pétrolier est selon Fisher (1985, p.59) plus important encore que celui ressenti suite au choc de 1973. La valeur des importations de biens (comprenant donc les importations de pétrole et gaz) augmente de plus de 70% entre 1977 et 1980, passant sur cette période de 5483 millions de dollars à 9200 millions (d'après les statistiques annuelles de la balance des paiements fournies par la banque centrale ; la synthèse de ces statistiques pour les années de 1970 à 1985 est reproduite en annexe du chapitre). Afin de ne pas subir une dégradation trop importante du solde courant, la politique de change est accommodante et la banque centrale permet la dépréciation de plus en plus rapide de la livre, comme l'indique le graphique 7 suivant :

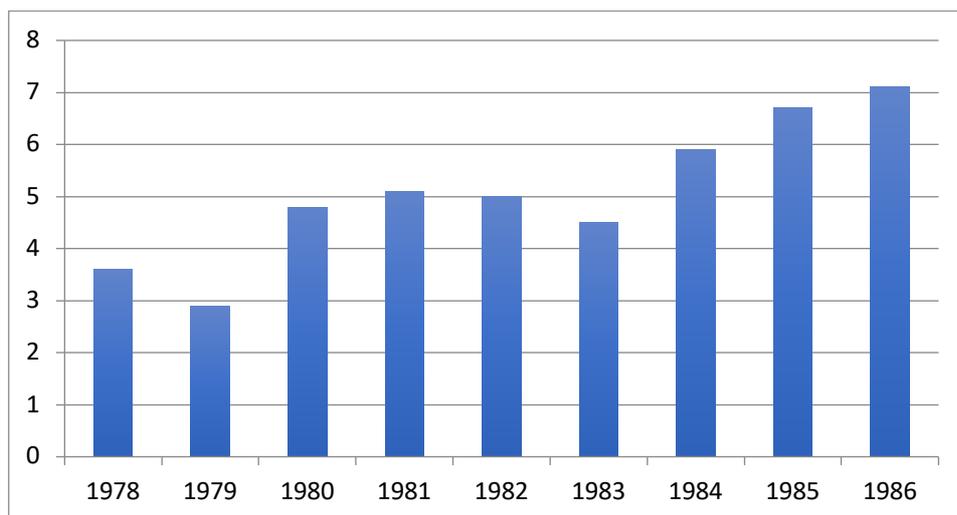
Graphique 3.7 : Évolution du taux de change à l'incertain, janvier 1978-décembre 1982



Source : Données mensuelles, Bank of Israel, série MAT01.MA, graphique des auteurs

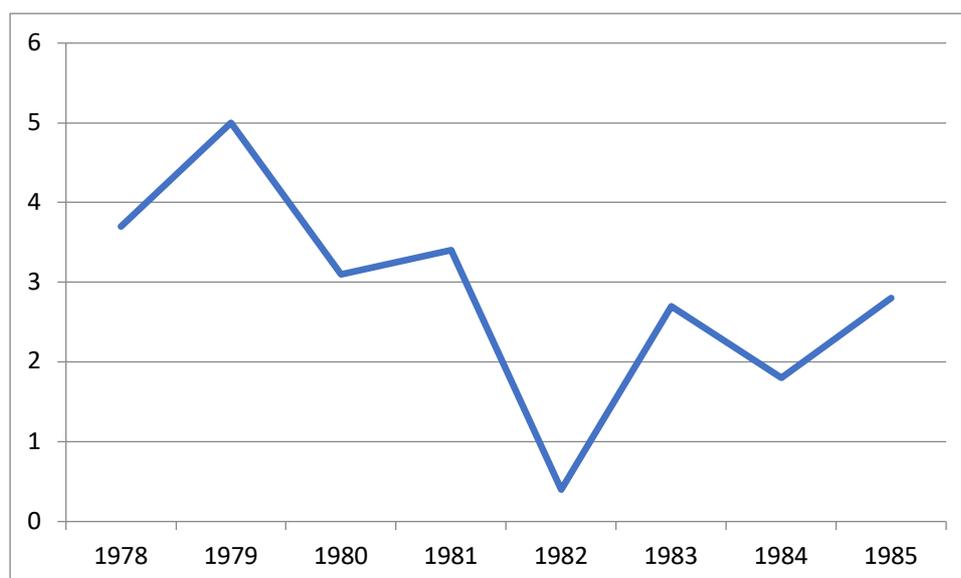
Simultanément, la politique budgétaire se veut restrictive (notamment via de nombreuses hausses d'impôts et taxes) et la banque centrale cherche à freiner l'expansion du crédit. Ces mesures provoquent une hausse du chômage (*cf.* graphique suivant) et un tassement de la croissance économique (*cf.* graphique 3.9).

Graphique 3.8 : Taux de chômage, 1978-1985



Source : *Bank of Israel Annual Report* (1980)

Graphique 3.9 : Taux de croissance du PIB, 1978-1985



Sources : Bank of Israel Annual Report, diverses années (1982 pour la période 1978-1981, 1986 pour 1982 à 1985)

La politique économique menée en 1979 et 1980 est impopulaire et n'est pas défendue par l'ensemble du gouvernement de coalition menée par le Likud (voir Reuveny, 1997) ; la politique budgétaire restrictive fut mise en œuvre à peine une année (voir Fisher, 1985). Si en février 1980 le shekel remplace la livre israélienne (au taux de 1 pour 10), c'est clairement la politique économique adoptée à la fin de 1982 qui va accélérer encore l'inflation. En septembre 1982, le Ministre de l'économie annonce un plan qui vise à guider les anticipations inflationnistes vers un rythme décroissant. Pour cela, le plan vise à limiter la progression de nombreux prix à 5% par mois, rythme qui doit aussi être celui de la variation du taux de change. Avec l'objectif d'obtenir un rythme annuel d'inflation de 80% (l'équivalent de 5% en rythme mensuel sur l'année) alors que l'inflation annuelle dépasse les 100% depuis 1979, cette politique provoque immédiatement une appréciation réelle du shekel qui accroît le déficit commercial et donc le déficit courant. L'inflation ne progresse pas, mais les comptes extérieurs se trouvent à nouveau dégradés, affectés aussi par la guerre menée par Israël contre le Liban à partir de 1982. En août 1983, le shekel se déprécie de 13,7% en août, de 9% en septembre puis de 25,7% en octobre (par la suite, les taux de dévaluation mensuels sont de l'ordre de 15% jusqu'en août 1984). Le Ministre de l'économie qui avait envisagé la désinflation par un guidage des anticipations et un contrôle des prix et du change doit renoncer. Le jour de sa démission, il propose même la dollarisation officielle de l'économie israélienne, alimentant l'incertitude et la défiance vis-à-vis du shekel.

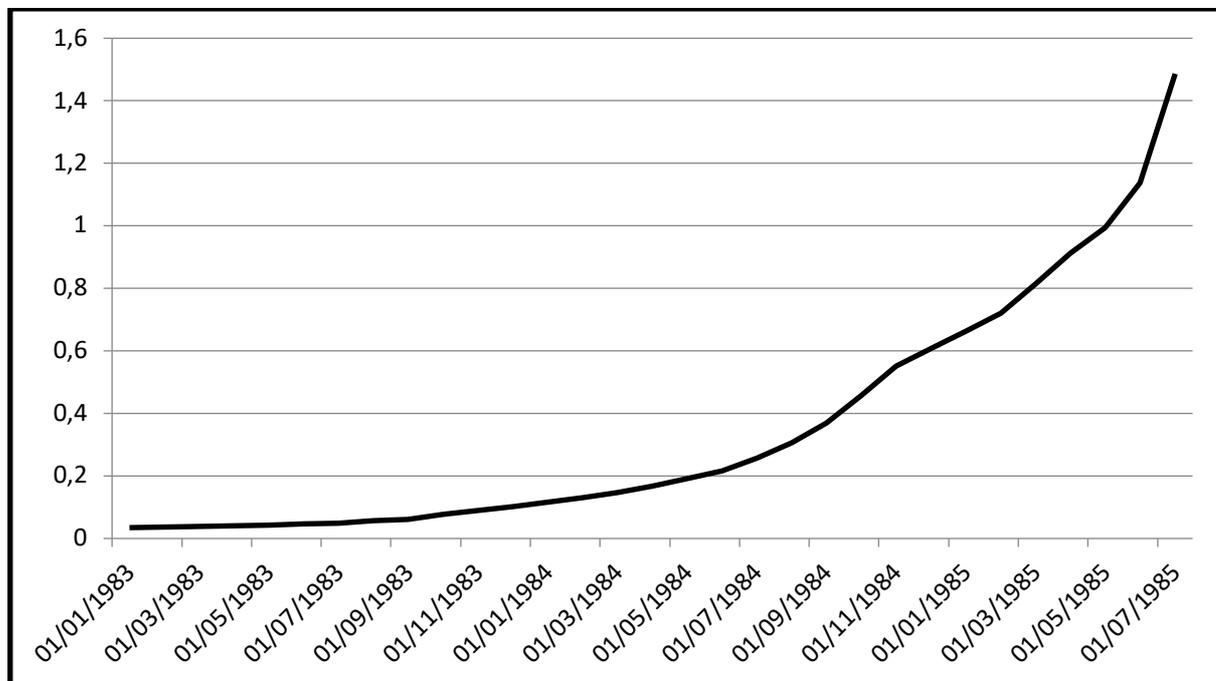
Ces évènements ne sont pas sans incidence ; les entrées de capitaux se restreignent, provoquant une situation inédite au cours de l'année 1983 : les réserves de change deviennent alors inférieures au volume de dette externe à court terme (Bruno, 1986). Cette situation s'aggrave en 1984 et au 1^{er} semestre 1985. Preuve supplémentaire de la fragilité de l'économie, le mois d'octobre 1983 est marqué par un effondrement rapide des cours sur le marché des actions de Tel Aviv (entraînant le 6 octobre la décision de fermer la bourse pendant 18 jours) et par une crise bancaire. Alors que les craintes d'une dépréciation incontrôlée du shekel se propagent, on observe un mouvement effectué par les investisseurs sur le marché financier domestique qui cherchent à céder les actifs libellés en shekel pour des actifs en dollars. Selon Blass et Grossman (1998), les actions des banques représentent alors 60% de la capitalisation de la bourse de Tel Aviv. Les banques israéliennes, basées sur un modèle de banque universelle (Prager, 1996) cherchent à enrayer l'effondrement des cours en achetant elles-mêmes leurs propres actions sans y parvenir. Ainsi, la chute des cours met en péril leur solvabilité, pendant que les achats d'actifs mettent en péril leur capacité à offrir la liquidité aux clients. Craignant un *run* sur les dépôts et une fuite concomitante vers le dollar, à la fin du mois d'octobre, le gouvernement et les 5 plus grandes banques du pays parviennent à un accord de sauvetage. Le gouvernement crée un fond spécifiquement abondé par ses soins qui permet l'achat des actions détenues par les agents non financiers israéliens pour un montant de 6 milliards de dollars, le fond ayant vocation à revendre par la suite les actions détenues.

La fébrilité économique n'est pas supprimée pour autant les années suivantes. Ainsi, bien que le solde commercial s'améliore à la faveur d'un ralentissement de la croissance économique en 1984 et d'une politique de change qui vise à la dépréciation réelle du shekel, les craintes d'une crise de change ne sont pas évaporées :

« By contrast, private capital imports fell steeply, and in spite of the improvement in the current account and the rise in public sector capital imports, foreign reserves declined by \$600 million [...] The contrast between the behavior of the import surplus and private capital movements reflects on the one hand the absence of the large capital inflows mediated by the banking system (mainly foreign residents' deposits) and the capital imports for bank-share support in 1983; and the other, the public's desire to increase the share of foreign currency in its portfolio, a tendency reinforced by the steady deterioration of the balance of payments in 1981-1983, by doubts regarding the government's willingness to deal with the problem by making budget cuts, and by the consequent concern about possible government measures to reduce the real value of financial assets. » (Bank of Israel Annual Report, 1985, pp. 86-89).

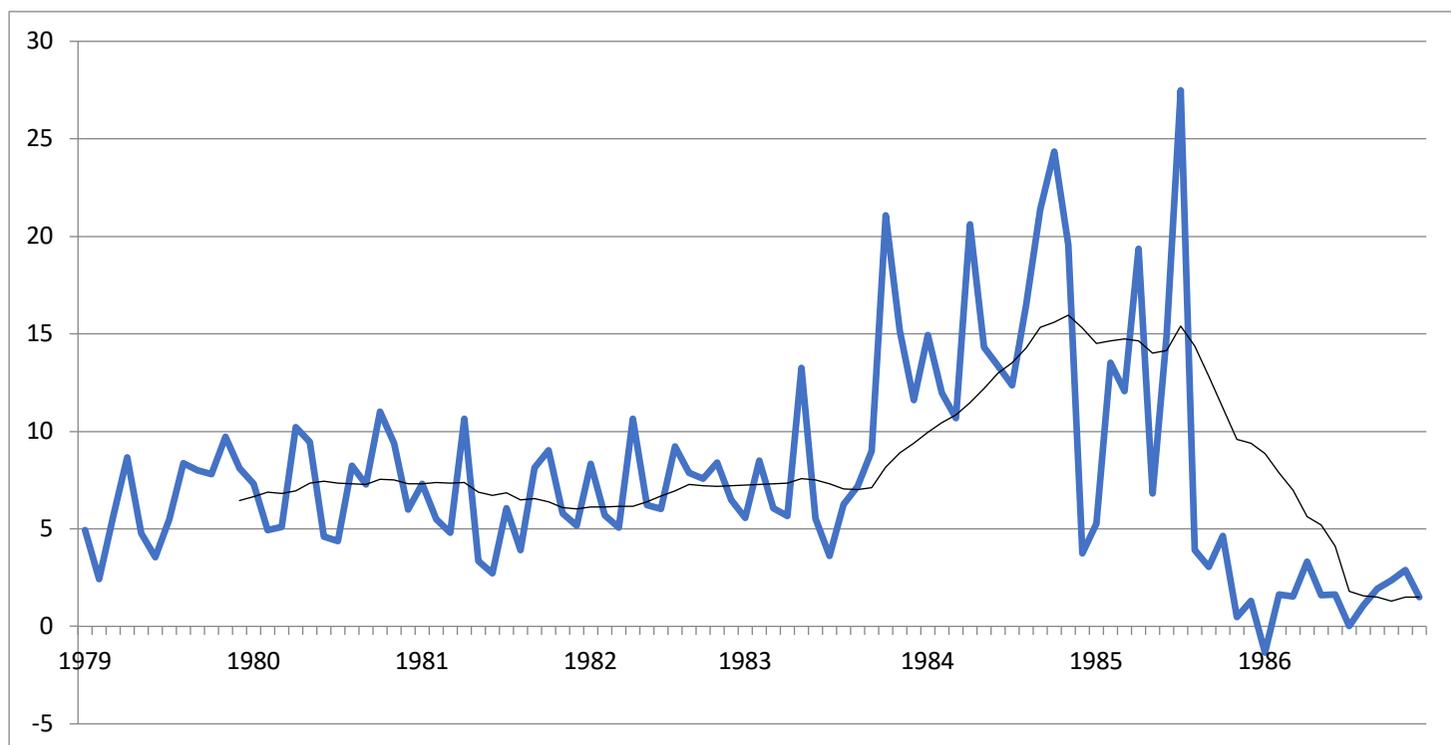
Face à ces difficultés, la dépréciation de la monnaie domestique s'accélère (voir graphique 3.10) tout comme le rythme inflationniste qui était resté relativement stable de 1979 à 1982.

Graphique 3.10 : Évolution du taux de change à l'incertain, janvier 1983-juillet 1985



Source : Données mensuelles, Bank of Israel, série MAT01.MA, graphique des auteurs

Graphique 3.11 : Taux d'inflation mensuels, 1979-1986



Source : *Central Bureau of Statistics* (Israel), données extraites en septembre 2017. Série utilisée : Consumer Price Index, avec ajout d'une courbe de tendance (moyenne mobile sur 12 périodes).

Note : La tendance au renforcement de l'inflation sur la période se repère aussi si on consulte les taux d'inflation annuels (même source) :

Années	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Taux d'inflation	111,38	132,95	101,49	131,50	190,69	444,88	185,17	19,64

Au cours de l'année 1984 les craintes que se produise un effondrement monétaire à la faveur d'un épisode hyperinflationniste sont vivaces. Lors des élections législatives de juillet 1984 la campagne électorale se focalise sur deux thèmes : les difficultés économiques ainsi que l'indispensable résolution de la crise au Liban. Le parti travailliste mené par S. Peres redevient le 1^{er} parti du pays mais il ne peut gouverner seul ; un gouvernement d'union nationale est organisé impliquant les deux principales organisations politiques historiques, le parti travailliste et le Likud, (qui s'accordent même sur une rotation bisannuelle du 1^{er} ministre ainsi que du ministre de l'économie) ainsi que 6 autres petites formations politiques ayant des élus à la Knesset. Si la politique économique ne marque pas de véritable rupture en 1984 bien que les taux d'intérêt directs deviennent positifs en terme réels (le cycle de dévaluations alimentant le renforcement de l'inflation se poursuivant)⁴⁴, un consensus politique émerge en faveur de la mise en place d'un ambitieux plan de stabilisation, plan qui sera mis en place au milieu de l'année 1985.

3.3 Comment expliquer la réussite du plan de stabilisation ?

3.3.1 Les grandes caractéristiques du plan de stabilisation

Le plan est original, notamment car il vise à résoudre simultanément la crise de balance des paiements et la crise inflationniste. Les plans précédents n'abordaient pas simultanément ces deux aspects. Le plan de stabilisation israélien devient effectif au 1^{er} juillet 1985. Comme d'autres plans de stabilisation visant à contrer une dynamique fortement inflationniste (le plan *Austral* adopté la même année en Argentine ou le plan *Real* brésilien de 1994), le plan israélien est parfois qualifié « d'hétérodoxe » dans la littérature (voir par exemple Bruno *et al.*, 1988). Ce qualificatif ne signifie pas qu'il est largement inspiré par des économistes qui

⁴⁴ En fait, le fait que l'inflation mensuelle dépasse les 20% en septembre et octobre 1984 a poussé le gouvernement nouvellement formé à mettre en place un premier plan de stabilisation : celui-ci a consisté à réduire l'ajustement automatique des salaires sur les prix, à geler les prix de nombreux biens et services et à imposer des contrôles de prix et enfin à geler le montant nominal des impôts et taxes. Ce plan fut impuissant à briser la spirale inflationniste du fait de la dépréciation du shekel et de l'augmentation des coûts qu'elle provoque. De plus, les accords tripartite (gouvernement, *Histadrout* et organisations patronales) n'étaient que partiellement appliqués (Cukierman, 1988) et n'étaient de toutes façons valables que de novembre 1984 à janvier 1985. La *Bank of Israel* reconnaît rétrospectivement dans son rapport annuel de 1985 que l'échec de ce plan est établi dès le début de 1985, provoqué par l'anticipation de nouvelles dévaluations : « [The economic deterioration], reflected in the running down of international reserves and a greater resort to short-term liabilities, was caused by speculative foreign currency purchases by the public from the Bank of Israel. The anticipation of a « corrective » economic plan, which would include a large devaluation and perhaps the impairment of financial assets, spurred the public to step up its purchases of foreign currency » (BOI, 1985, pp. 3-4).

n'appartiennent pas au *mainstream*. Ce qualificatif signifie simplement que s'il comprend des éléments traditionnels d'un plan d'austérité (la politique budgétaire comme la politique monétaire deviennent plus restrictives), le plan comporte aussi des éléments moins « orthodoxes » nécessitant une intervention sur les marchés. Ainsi, des prix sont gelés et des contrôles de prix sont effectués, le change est stabilisé et les mécanismes d'indexation institutionnalisés sont démantelés.

Dans le cas israélien, la politique budgétaire est effectivement restrictive : en 1985 et 1986 les dépenses publiques vont diminuer de l'équivalent de 5 points du PNB et les recettes fiscales augmenter de 4 points. D'un déficit public primaire structurel depuis une vingtaine d'années et qui avait atteint 16,8% du PNB en 1984, le gouvernement israélien dégage un surplus primaire dès 1985 estimé à 0,2% du PNB, surplus renforcé en 1986 à 5,8% du PNB (BOI *Annual Report*, 1986, p. 68)⁴⁵. Ces surplus permettent de réduire l'endettement public externe et limitent la progression de la demande globale, ce qui est compatible avec une amélioration de la balance commerciale. Le caractère restrictif de la politique budgétaire peut aussi s'appréhender en remarquant que l'ensemble des dépenses publiques dans le PNB est très franchement réduit entre 1984 et 1986, comme l'indique le tableau suivant :

Tableau 3.2 : Dépenses publiques en pourcentage du PIB

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Dépenses publiques totales	76.0	74.6	72.5	66.0	72.2	70.0	64.7

Source: Bank of Israel Annual Report, différentes années

La politique monétaire est elle aussi restrictive. Les taux d'intérêts directeurs demeurent élevés et positifs en termes réels. Ainsi, si le taux de la facilité de prêt marginal (*discount window loan*) était en termes réels positif de l'ordre de 3% au 1^{er} semestre 1984, le taux nominal s'élève à plus de 22% sur le second semestre, provoquant un taux réel estimé avec l'indice de l'inflation par les prix à la consommation de plus de 8%. Ce taux réel sera même d'environ

⁴⁵ Le plan est particulièrement ambitieux dans cette optique : les dépenses de consommation et d'investissement du gouvernement sont réduites de 25%, et si les réductions ne sont pas uniformes selon les ministères elles touchent tous les domaines, y compris la défense, l'éducation ou la santé), les subventions à la production sont diminuées de 40%, les transferts de 10% (les allocations familiales sont réduites et ne sont plus versées pour le 1^{er} enfant dans les familles jusqu'à 3 enfants) et les impôts et taxes sont augmentées en moyenne de 20%. Le plan introduit aussi des impôts exceptionnels sur les revenus du capital ou la propriété immobilière. Pour une présentation exhaustive, on peut proposer au lecteur de se reporter aux rapports annuels de la BOI des années 1985 et 1986 ; ces rapports comportent un chapitre consacré à la politique budgétaire et fiscal.

10% au moment de l'adoption du plan de stabilisation et sera maintenu à des taux élevés par la suite (voir annexes statistiques des rapports annuels de la BOI 1985 et 1986).

Conjointement à ces mesures traditionnelles, d'autres sont moins habituelles. Le gouvernement d'union nationale va s'appuyer sur la formidable représentativité des travailleurs israéliens au sein de l'*histadrout* pour négocier la suppression de l'indexation automatique des salaires et pour s'assurer d'un gel des salaires nominaux à partir de juillet 1985 d'un trimestre. Dans le même temps, après un ajustement possible limité à 18% (qui correspond au taux de dévaluation du shekel avant le lancement du programme), les prix de nombreux biens sont eux aussi gelés pour une période de 3 mois. Le respect du gel des prix est contrôlé par une commission indépendante, et le gouvernement s'assure ici de l'accord des représentants patronaux. L'accord repose donc sur une participation large et tripartite : gouvernement, *histadrout* et représentants des entreprises et semble bénéficier d'un large soutien de la population. Cet accord est décrit de la manière suivante par Reuveny (1997, p. 100) :

« After extensive consultation, the Histadrut and the business associations agreed to a package wage/price control suggested by the government. In the agreement, the Histadrut agreed to freeze wages for three months, prevent strikes, and accept a short term rise in unemployment which was expected to follow a sharp disinflation. Government and business undertook to minimize job losses and assist unemployed in finding jobs; while government undertook to compensate the poor. »

Dernière composante clé du plan, la stabilisation du change. La banque centrale organise une dévaluation du shekel vis-à-vis du dollar de l'ordre de 18% afin de restaurer la compétitivité-prix de l'économie israélienne avant de s'engager à stabiliser le change dans une bande de fluctuation de 2%, celle-ci ne devant plus varier, centrée sur la valeur d'un dollar pour 1,5 shekel. Du point de interne, tout nouveau dépôt sur les comptes bancaires libellés en monnaie nationales mais indexés sur le change sont dorénavant interdits (le maintien de ces comptes et tout retrait demeurant possible).

Le plan de stabilisation, afin d'éviter l'hyperinflation, s'attaque aux moteurs de l'inflation (gels des salaires et des prix, gel du change) et aux mécanismes de son entretien (indexation des salaires). La réussite passe par le fait que ces éléments ne soient pas réactivés afin que la substitution de la monnaie domestique par le dollar soit définitivement enrayée.

3.3.2 Le facteur décisif : l'amélioration du solde courant la balance des paiements

En suivant notre séquence causale, nous remarquons que pour que l'hyperinflation ne produise pas, il est nécessaire que n'intervienne pas de *run* sur les réserves qui soit la conséquence d'un rejet complet du shekel. Certains insistent donc sur la « crédibilité » du plan qui est un pré-requis indispensable à sa réussite et qui est ici provoquée par la large adhésion aux mesures adoptées.

De notre point de vue, pour que ce *run* ne se produise pas, il est indispensable que les anticipations d'un décrochage du change ne soient pas alimentées empêchant qu'un mécanisme auto-réalisateur ne se déclenche. Deux éléments clés, généralement minimisés, ont joué un rôle décisif. D'abord, le retrait de l'armée israélienne du sud Liban engagé en février 1985 alimente l'optimisme concernant une relative normalisation des relations d'Israël avec ses voisins. Cette normalisation envisagée rend alors crédible les mesures d'économie budgétaire concernant les dépenses militaires et par ricochet une moindre dépendance aux importations d'armes. Ensuite et surtout, le programme de stabilisation est largement soutenu par les États-Unis. Ce soutien se matérialise par l'octroi d'une aide financière exceptionnelle d'un montant de 1,5 milliards de dollars de la part du gouvernement américain et l'abandon de créances américaines sur le gouvernement israélien. Le versement en deux tranches de l'aide exceptionnelle est enregistré dans le compte courant au sein des statistiques de balance des paiements (cf. annexe) ; ces aides n'augmentent pas l'endettement externe, au contraire, elles encouragent une augmentation de l'ensemble des entrées de fonds enregistrées dans les revenus secondaires et par l'obtention d'un solde positif du compte courant en 1986 (cf. statistiques de balance des paiements) et permettent une amélioration de la position extérieure nette du pays qui éloigne le risque d'une crise de balance des paiements. Ces éléments sont précisés au sein du rapport annuel de la BOI (1985, p. 89) :

« Israel's balance of payment improved in 1985 : the import surplus and the current-account deficit continued to decline, the foreign debt was reduced, and there was no need to rely on short-term net borrowing to finance the deficit. The balance on current account (the difference between unilateral transfers from abroad and the import surplus) improved by \$2.5 billion, following \$0.7 in 1984, and for the first time in 30 years, Israel had a surplus on current account – of \$1.1 billion.

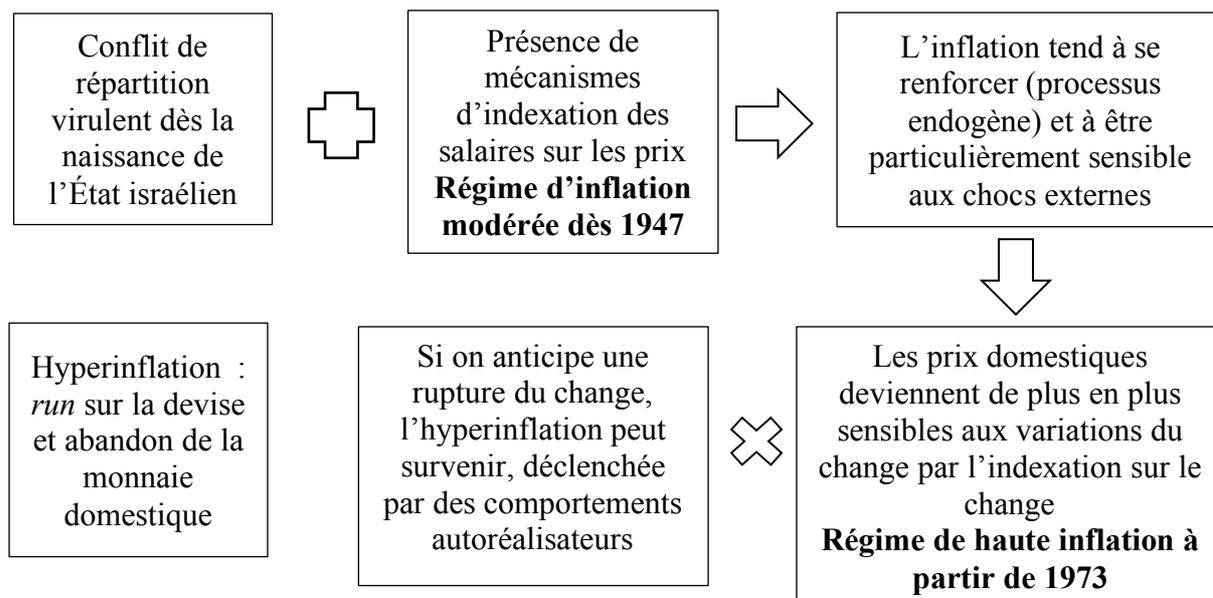
This improvement was due to two main factors: (a) an increase of \$1.6 billion, in U.S. grants, representing in part completion of the shift from loans into grants and in part the

special emergency aid of \$750 million (the forts installment of a total grant of \$1.5 billion). As well as improving the balance of payments directly, the increase in U.S. grants-in-aid also increased confidence in the government, thereby reducing demand for imports and foreign assets. (b) A restrictive macro-economic policy which reduced domestic demand relative to GNP and made it possible to reduce the import surplus, while GDP increased by 2.8 percent. This was reflected in the decline of the civilian import surplus (excluding capital services) from \$1.5 billion to \$0.3 billion (in 1984, the decline was \$1.1 billion). At the same time, the relative price of imports and exports rose by, respectively, 7 and 5 percent.

The big improvement in the current account on the one hand reduced the net foreign debt from \$19.7 billion to \$19.2 billion, and on the other, it eliminated the need to resort to net short-term financing. The country's foreign liquidity position improved: the net current debt, which stood at \$0.7 billion at the end of 1984, was liquidated in 1985, most of the improvement showing up in the foreign reserves, which rose from \$3.3 billion to \$3.8 billion. »

Après un pic inflationniste estimé à 27,5% en juillet 1985, l'inflation est très fortement ralentie (3,9% au mois d'août ; voir aussi graphique 3.11).

Alors, les deux dernières étapes de la séquence causale débouchant sur l'hyperinflation ne se réalisent pas et la crise monétaire est évitée :



N.B.: Le plus entre les deux premiers rectangles indique que le conflit de répartition est perçu comme virulent sur l'ensemble de la période analysée et qu'il se conjugue d'emblée à des mécanismes d'indexation des salaires sur les prix, nous permettant de repérer la mise en place d'un régime d'inflation modérée dès 1947. La croix indique que l'économie israélienne parvient

à éviter le développement massif d'une fuite devant la monnaie domestique au profit de la devise grâce à l'amélioration durable du solde courant de la balance des paiements qui ne met pas en péril l'anticipation que le taux de change entre le shekel et le dollar soit stable.

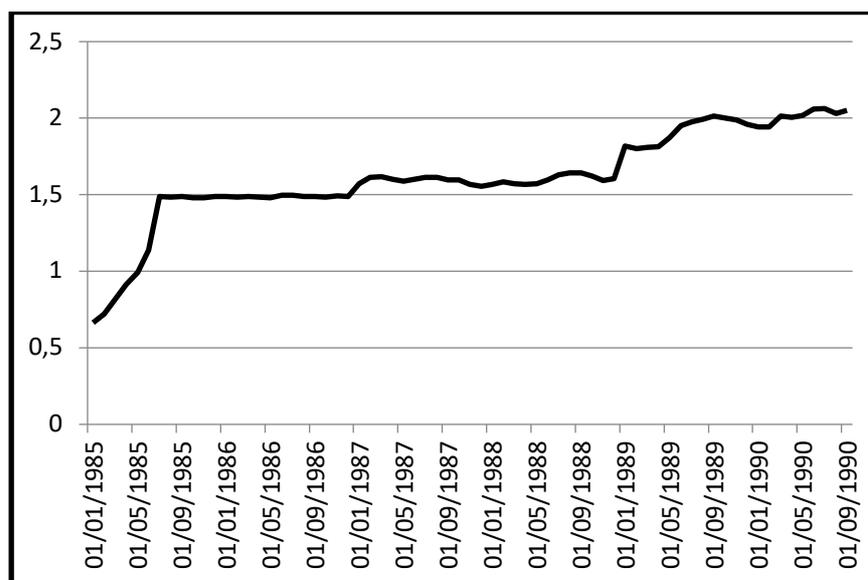
A long terme, il s'agit maintenant de revenir sur les étapes précédentes : atténuation de la virulence du conflit de répartition permettant un démantèlement progressif et durable des mécanismes de l'indexation.

3.3.3 À plus long terme : atténuation de la virulence du conflit de répartition mais l'indexation sur le change reste importante

La réduction de l'inflation se réalise simultanément à une augmentation du taux de chômage (graphique 3.8). Une hausse du chômage est perçue par les auteurs post-keynésiens comme la cause d'une baisse du pouvoir de négociation des travailleurs.

Simultanément, la stabilisation du taux de change à partir d'août 1985 (graphique 3.12) entraîne une appréciation réelle du shekel. Cette appréciation réelle est-elle la cause d'une diminution du pouvoir de marché des entreprises domestiques exposées à la concurrence internationale (les entreprises domestiques subissent ainsi une diminution de leur compétitivité-prix) ; la stabilisation du change réduit les possibilités pour les firmes domestiques d'élever leurs prix sans perdre des parts de marché.

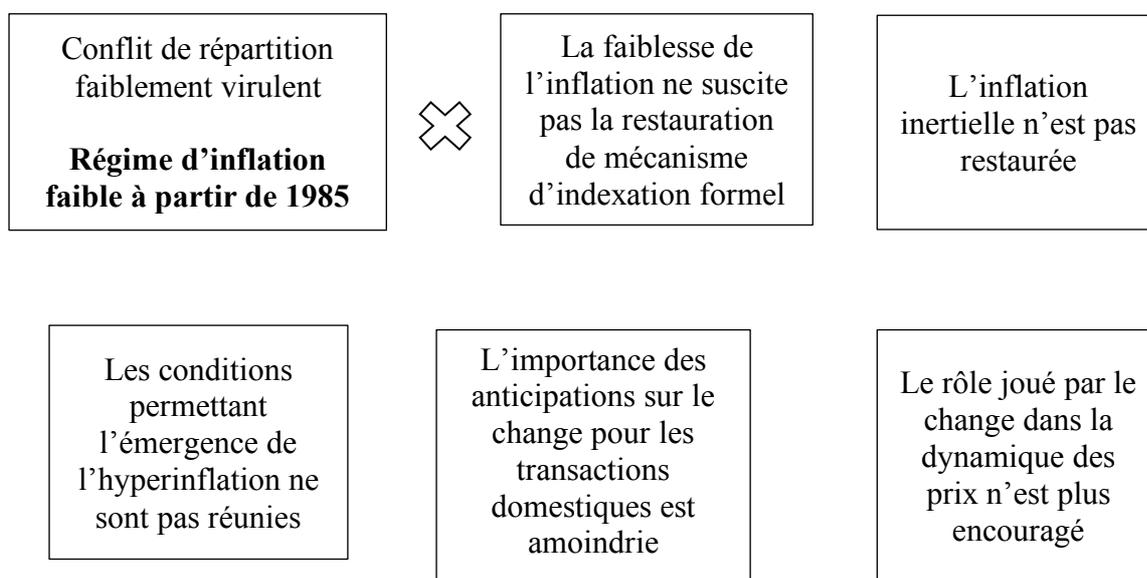
Graphique 3.12 : Taux de change du dollar en shekels de 1985 à 1990



Ces deux éléments signalent que les termes du conflit de répartition sont modifiés avec le plan de stabilisation de manière à ce que l'inflation provoquée par le conflit de répartition soit réduite. Selon Cukierman et Melnick (2015), l'effet des variations du change ultérieures reste

très important sur la dynamique domestique des prix. Leurs estimations économétriques révèlent que l'effet *pass-through* n'est pas significativement différent de 1 avant la fin des années 1990. Ce résultat confirme que la stabilisation du change est bien un élément clé de la réussite d'un plan de stabilisation monétaire qui cherche à éviter la survenue d'une hyperinflation.

A long terme, le risque hyperinflationniste est anéanti car la puissance du moteur de l'inflation est elle-même réduite. Cette configuration de la séquence causale n'est pas susceptible de mener à l'hyperinflation :



Conclusion

Nous avons décrit dans ce chapitre la trajectoire économique israélienne qui a généré un renforcement de l'inflation sur plusieurs décennies jusqu'à un affaiblissement de la monnaie domestique particulièrement saillant observé au milieu des années 1980. En cohérence avec le cadre théorique mobilisé, cette trajectoire semblait hautement susceptible de conduire à une hyperinflation, définie comme le rejet complet de la monnaie domestique au profit d'une devise dans un contexte de forte augmentation des prix.

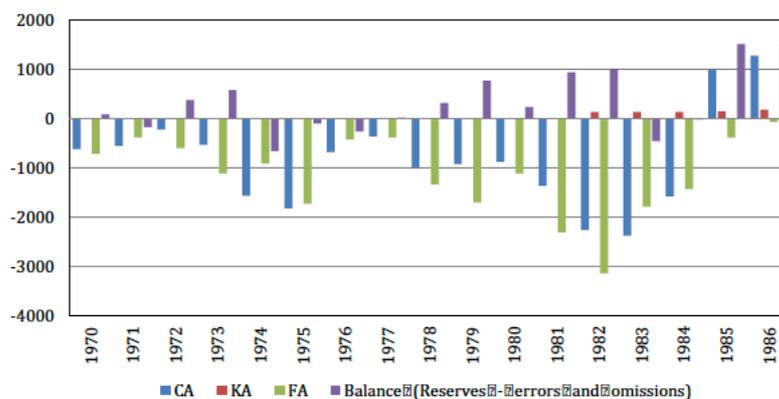
L'instabilité monétaire des années 1980 plonge ses racines dans les caractéristiques historiques et institutionnelles propres à l'économie israélienne : le pouvoir de négociation des travailleurs est historiquement élevé (en raison faible taux de chômage et d'un pouvoir syndical important), le développement économique fut rapide, l'économie est structurellement

dépendante des importations et vulnérable aux chocs externes. De plus, nous avons souligné l'importance de mécanismes d'indexation des salaires sur les prix (et ce avant même la création de l'État israélien lui-même) mais aussi des actifs financiers (y compris liquides) sur la variation du change de la monnaie domestique (phénomène particulièrement remarquable vis-à-vis du dollar à partir de l'année 1977). Ces caractéristiques ont été articulées avec la séquence typique d'un processus menant à l'hyperinflation développée par les auteurs post-keynésiens.

Si Israël a connu une trajectoire inflationniste cadrant avec la séquence générique proposée menant à l'hyperinflation, Israël a pu bénéficier d'une amélioration de sa balance courante au milieu des années 1980 au moment du lancement d'un ambitieux plan de stabilisation monétaire. Par l'amélioration du solde courant, en grande partie provoquée par l'intervention du gouvernement des États-Unis, on a pu éviter que ne se déclenche une fuite massive vers le dollar au détriment du shekel, évitant ainsi l'hyperinflation. A plus long terme, la politique de stabilisation du change s'est accompagnée d'une appréciation réelle de la monnaie domestique limitant la virulence du conflit de répartition, affaiblissant ainsi le moteur de l'inflation, et éloignant durablement la possible survenue d'un épisode hyperinflationniste. Peu à peu, ce régime plus faiblement inflationniste a permis le démantèlement des mécanismes d'indexation. L'analyse indique qu'un pays au bord de l'hyperinflation doit parvenir à améliorer sa position extérieure pour éviter la fuite devant la monnaie au profit d'une devise. Ce défi peut être insurmontable pour une économie qui ne bénéficie pas d'une assistance internationale suffisante et dans le cadre d'un système monétaire international marqué par l'instabilité des changes et la liberté des mouvements de capitaux au niveau global. Cette observation ajoute un argument en faveur de la refondation du système monétaire international afin qu'il soit moins générateur d'instabilité.

Annexe au chapitre 3

Soldes de la balance des paiements israélienne, 1970-1986,
en millions de dollars états-uniens :



Source: Data available on-line on the IMF website. *IMF Data Warehouse*, data extracted 13 September 2017

Read as: CA refers to the current account balance, KA to the capital account balance, and FA to the financial transactions account balance. For the current account, a positive balance means the current balance is in surplus. For the financial transactions account, a negative balance indicates the period is characterized by net lending, and a positive balance by net borrowing. Accordingly by definition any current account balance is equal to the financial transactions account balance plus the variation in foreign exchange reserves and errors and omissions. A positive 'balance' therefore indicates a rise in the international means of payment available to the domestic economy.

Chapitre 4. L'hyperinflation en transition et sans conflit de répartition virulent : la Bulgarie de 1997⁴⁶

Introduction

Au sein de ce chapitre, nous poursuivons deux objectifs. Le premier vise à étudier un épisode d'hyperinflation dans le contexte d'une économie en transition.

En février 1997, la Bulgarie connaît un épisode d'hyperinflation, simultané à une crise bancaire et budgétaire ; il s'agit pour nous de nous focaliser sur la compréhension et l'analyse de l'hyperinflation. Le second objectif est d'ordre théorique. Il s'agit de confronter l'hyperinflation bulgare au cadre d'analyse post-keynésien et structuraliste mobilisé dans ce mémoire d'HDR. Cette confrontation doit permettre de vérifier la robustesse de ce cadre d'analyse et éventuellement de suggérer des développements ou amendements.

Il nous semble logique de nous intéresser à cet épisode après avoir étudié l'hyperinflation argentine de 1989 : en effet, L'Argentine a, suite à l'hyperinflation de 1989, adopté en 1991 un régime de *Currency Board*⁴⁷ (CB), comme la Bulgarie l'a effectué en juin 1997. Dans les deux cas, une fois le nouveau régime monétaire adopté, les rythmes inflationnistes se sont largement réduits et les risques de survenue d'un nouvel épisode d'hyperinflation se sont évanouis.

Dans ce chapitre, nous conservons la définition de l'hyperinflation proposée précédemment. Toutefois, notre définition s'est construite à partir d'une séquence générique qui mène à l'hyperinflation et qui met en avant le rôle clé joué par le conflit de répartition, l'indexation et la fuite devant la monnaie domestique vers une devise à travers une succession de régimes inflationnistes. Nous verrons que cette séquence n'est pas exactement observée dans le cas bulgare et nous proposons une explication à cela.

Dans une première section, nous présentons la séquence chronologique observée en Bulgarie débutant avec la transition en 1989 et qui conduit à l'hyperinflation de 1997. À partir de faits stylisés nous montrons que la séquence théorique dévoilée précédemment ne cadre pas parfaitement avec le cas bulgare. La deuxième section propose une séquence théorique amendée permettant de comprendre l'émergence de l'hyperinflation dans une économie en transition.

⁴⁶ Ce chapitre est une adaptation de l'article « Bulgaria's hyperinflation in 1997: transition, banking fragility and foreign exchange » co-écrit avec S. Charles et publié par la revue *Post-Communist Economies* en 2017, <http://dx.doi.org/10.1080/14631377.2017.1339476>

⁴⁷ Le CB se définit par trois éléments que l'on doit observer simultanément : le taux de change est fixe, la libre convertibilité des unités de monnaie domestique en devise est possible à toute moment et, enfin, la couverture intégrale de la base monétaire par des réserves de change doit être constamment vérifiée. Si pour l'Argentine la devise de rattachement était le dollar états-unien à la parité de de 1 pour 1, pour la Bulgarie c'est le Deutsche Mark, là encore à la parité de 1 pour 1 et ce depuis le 1^{er} juillet 1999. Depuis, la devise de rattachement est devenu l'euro.

4.1 Transition post-socialiste et dynamique économique originale

4.1.1 Une fragilité économique préexistante à l'entame de la transition post-socialiste

La Bulgarie entame sa transition post-socialiste à la fin de 1989 ; le 17 novembre, le Président du Conseil d'État de la République populaire de Bulgarie, Todor Jivkov, est renversé par les communistes réformateurs. Le 15 janvier 1990 est révoqué le monopole du Parti Communiste Bulgare. En juin 1990 se tiennent les premières élections législatives libres et multipartites et en juillet 1991 le pays se dote d'une nouvelle constitution, marquant la sortie du pays du CAEM (Conseil d'Assistance Économique Mutuelle, ou COMECON) ; en octobre 1991, sont à nouveau organisées des élections législatives.

Le changement qu'aborde la Bulgarie est d'autant plus brutal que le pays était particulièrement proche de l'URSS. D'un point de vue politique d'abord : Jivkov, 35 ans à la tête de la Bulgarie, était connu pour l'alignement systématique de sa politique sur celle menée par Moscou (avant la *Perestroïka* tout du moins, car il rejetait encore ouvertement cette stratégie juste avant sa démission). Mais la Bulgarie était aussi particulièrement liée à l'URSS d'un point de vue économique : à la fin des années 1980, plus de 50% du commerce extérieur bulgare se faisait à destination de l'URSS, record parmi tous les pays du CAEM (Dobrinsky, 2000). Autre indication de ce type (BNB, 1990, p.73) : la part des exportations bulgares à destination des pays socialistes est passée de 61,9% à 68,9% entre 1980 et 1989 pendant que la part des importations depuis les pays « développés et industrialisés » est passée sur la même période de 23,3% à 32,2%. Cet indicateur traduit la fragilité de la structure productive bulgare à la veille de l'effondrement du bloc socialiste : la Bulgarie dépend plus des débouchés dans les pays socialistes et des importations des pays développés à la veille de l'effondrement du bloc de l'est. Autre élément, les débouchés commerciaux extérieurs de la Bulgarie sont réduits par les conflits armés en ex-Yougoslavie dès 1991. L'ONU établit en outre des mesures de blocus commercial de plus en plus fortes de 1991 à 1993 et ce blocus gêne l'accès de la Bulgarie aux marchés d'Europe de l'Ouest en coupant la voie d'accès la plus directe et rapide (BNB, 1993, p. 32).

Sur longue période, Dobrinsky (*op. cit.*) indique que la Bulgarie a subi une dégradation importante de ses termes de l'échange durant les décennies 1970 et 1980, provoquant plus qu'un triplement de la dette externe (de 2,9 milliards de dollars en 1984 à 10,7 en 1989). Dès mars 1990 le gouvernement bulgare adopte un moratoire sur le paiement de la dette extérieure ; cette

décision expliquerait, selon Poirot (2003), l'absence de soutien effectif de la part du FMI ou de la Banque Mondiale à destination de la Bulgarie. Le même auteur insiste aussi sur le ralentissement de la croissance économique lors des années 1980 et le déclin de l'investissement productif qui ont provoqué une insuffisance dans la capacité de production de biens de consommation. L'inadéquation de l'offre productive domestique avec le développement de la consommation apparaît très clairement dès l'année 1992 : alors que la consommation progresse de plus de 12% lors de cette année, les importations croissent de 25% (voir Tableau 4.1 ci-après).

4.1.2 De piètres performances macroéconomiques et l'influence de la politique monétaire

Les réformes de libéralisation économiques débutent en 1991 avec l'adoption d'un programme de « stabilisation ». Les prix sont libéralisés, la planification est abandonnée, la libre entrée sur le marché est recherchée, tout comme la libéralisation du commerce extérieur. Selon Dobrinsky (2000, p.583), la Bulgarie adopte une stratégie de flottement du change avec la volonté de contrôler l'expansion de la base monétaire ; pour cela la Banque centrale fixe des montants de crédits que peuvent distribuer les banques commerciales qui sont plafonnés *ex-ante*. Cette vision de la création monétaire repose sur une approche de la monnaie exogène, et cette stratégie apparaît compatible avec celles adoptées dans le cadre de plans d'ajustement structurel négociés avec le FMI par d'autres économies sur la même période (on est alors en pleine émergence du consensus de Washington), bien que le FMI n'intervienne pas en Bulgarie à ce moment. Exclue des marchés financiers internationaux, les autorités bulgares maintiennent des contrôles sur les changes.

Ces réformes ne permettent pas de placer l'économie bulgare sur un sentier de rattrapage qui serait attesté par les indicateurs macroéconomiques. Au contraire, les performances macroéconomiques sont particulièrement mauvaises. Poirot (2003) estime que le recul du PIB est de 16,7% en 1991. Cette récession se poursuit en 1992 et 1993 comme indiqué dans le Tableau 1. Autre élément notable, bien que le PIB recule fortement lors des années 1992 et 1993, les taux de croissance de la consommation sont très forts (plus de 12% en 1992, plus de 10% en 1993). Cette progression de la consommation est permise par un recul important de l'épargne brute des Bulgares (Tableau 4.3) qui est divisée (en termes réels) par plus de 3 entre 1991 et 1993. L'évolution de l'épargne brute explique celle de la consommation ; selon nos estimations, la consommation des ménages progresse de 47 millions de Leva de 2005 de 1991

à 1993 pendant que l'épargne brute est réduite de 46 millions de Leva dans ce contexte de diminution du PIB. Clairement, l'accroissement de la consommation n'apparaît pas soutenable.

A la lecture du Tableau 4.1, on remarque aussi le recul marqué de l'investissement de 1992 à 1994⁴⁸ ou encore le recul systématique et sur l'ensemble de la période des dépenses publiques. La baisse est très significative dès 1993, se poursuivant année après année. Cette baisse des dépenses publiques génère un effet récessif supérieur à 1,7% du PIB (*cf.* ligne G des contributions à la croissance)⁴⁹. L'année 1993 est spécifiquement marquée par le recul des exportations dans un contexte international difficile : blocus commercial sur l'ex-Yougoslavie évoqué précédemment mais aussi difficultés économiques provoquées par les désordres monétaires en Europe de l'ouest et appréciation réelle de la monnaie domestique bulgare (la variation du change est inférieure au taux d'inflation). Dorénavant, la banque centrale cherche à limiter les variations du change. Notons, enfin, que lors des années 1994 et 1995, des taux de croissance faiblement positifs sont observés : ils sont permis par une nette augmentation des exportations en 1994 et par la progression de l'investissement en 1995.

Tableau 4.1 : Taux de croissance du PIB, des composantes de la demande et contributeurs à la croissance

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Taux de croissance du PIB	-7,25	-1,48	1,82	2,86	-9,40	-5,58
Taux de croissance de :						
C	12,48	10,35	2,59	-1,82	-4,45	-7,53
I	-18,40	-24,30	-37,40	71,40	-53,00	14,90
G	-0,91	-8,66	-7,16	-8,65	-29,14	-0,75
X	0,56	-20,12	20,06	1,97	12,44	-0,76
M	25,31	-14,73	1,50	4,16	-2,03	1,33
Contributions à la croissance du PIB (%) :						
C	6,75	6,79	1,90	-1,35	-3,14	-5,61
I	-4,15	-4,83	-5,72	6,71	-8,30	1,21
G	-0,17	-1,76	-1,35	-1,49	-4,45	-0,09
X	0,24	-9,48	7,67	0,89	5,56	-0,42
IM	9,92	-7,80	0,69	1,90	-0,94	0,67
(X - IM)	-9,68	-1,68	6,98	-1,01	6,5	-1,09

Sources : D'après IMF et BNB. Les données réelles ont été estimées par l'utilisation du déflateur du PIB fourni par la BNB (2005=100).

⁴⁸ Même si pour l'année 1994, le recul de l'investissement est en fait provoqué par un effondrement des stocks.

⁴⁹ Cela permet de douter de la plausibilité d'un phénomène hyperinflationniste qui serait provoqué par des dépenses publiques particulièrement laxistes.

Note : La ligne I intègre la variation des stocks, ce qui peut provoquer des résultats surprenants : ainsi en 1994, l'investissement recule de 37,4% parce que les stocks fondent du fait de la croissance économique pendant que les achats de biens des entreprises au titre de l'investissement progressent de 8,2%. Inversement, en 1995, les stocks se reconstituent nettement, ce qui renforce comptablement la mesure de l'investissement total.

Tableau 4.2 : Taux de croissance nominaux

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
Salaire (secteur public)	184,6	54,0	59,7	59,2	41,5	285,3	502,5
IPC	429,3	83,1	59,1	125,1	31,1	489,0	334,9
Taux de change	727,1	7,4	42,0	83,5	10,8	1283,2	73,8

Sources : Calculs des auteurs d'après IMF et BNB

Notes : Tous les calculs sont effectués en utilisant les données au 1er janvier. Ainsi, le taux de croissance nominal des salaires publics pour 1991 est calculé en effectuant le calcul : (salaire au 1er janvier 1992 - salaire au 1er janvier 1991) / salaire au 1er janvier 1991 * 100. Le taux de croissance du taux de change est calculé d'après le taux de change à l'incertain en fin de mois. *Pour 1997 : calcul fait sur 11 mois, avec les données de Décembre 1997/Janvier 1997

Nous cherchons à analyser la dynamique des prix. Le tableau 4.2 révèle que l'inflation, estimée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC), est très forte dès 1991. Elle se réduit en 1992 et 1993 tout en restant élevée. Concernant l'année 1992, un pic inflationniste est observé en mai : alors que l'inflation mensuelle moyenne sur l'année est d'environ 5%, on observe un taux de 11,9% en mai. D'une part le nombre de biens de première nécessité dont les prix étaient contrôlés est alors baissé de 14 à 8, d'autre part le gouvernement a procédé à d'importantes augmentations de tarifs pour l'électricité, le charbon et le gaz (de 25% à 60%, voir BNB, 1993, pp. 37 et 39).

Concernant la variation du taux de change, si elle est supérieure à l'inflation en 1991, elle devient inférieure de 1992 à l'année 1995 comprise. Cela provoque une baisse de la compétitivité prix de la Bulgarie ou une appréciation réelle de la monnaie domestique. Les salaires mentionnés dans le tableau 4.2 sont les salaires du secteur public, seules données disponibles. L'évolution de ceux-ci révèle une dégradation des salaires réels, à l'exception de l'année 1997. Néanmoins, leur progression nominale est importante, très certainement favorisée par des mécanismes d'indexation des salaires sur l'inflation, mécanismes mis en place lors de l'année 1990 (BNB, 1990, p. 27 ou pour des explications plus détaillées, OECD, 1997, p. 49).

Tableau 4.3 : Epargne brute, en millions de Leva de 2005

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Épargne brute	65,60	41,58	19,27	23,19	37,44	32,89	39,28

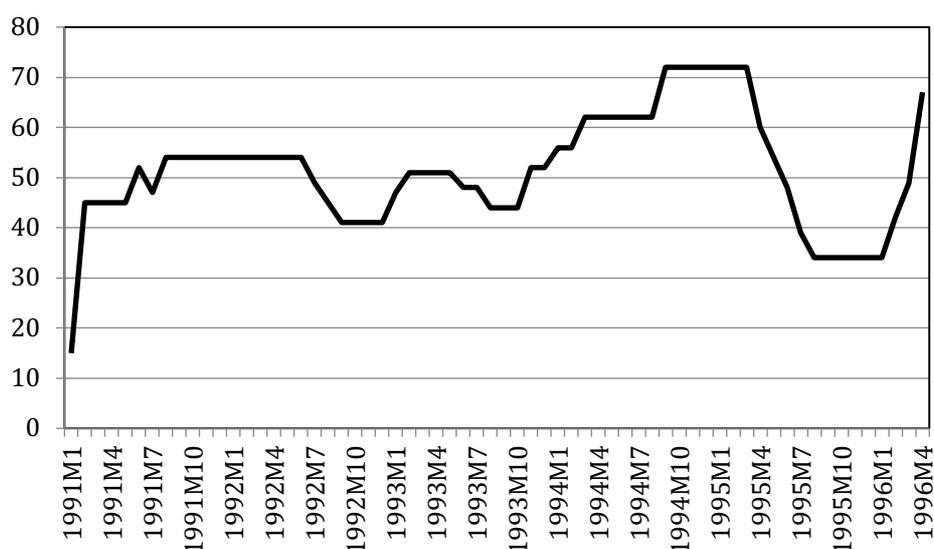
Sources : D'après des données du FMI et BNB, utilisant le déflateur de PIB (2005=100).

Un autre élément surprenant apparaît à la lecture du tableau 4.2. Comment peut-on expliquer et appréhender le rebond de l'inflation en 1994 par rapport à 1993 (le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation sont respectivement de 83,5% sur l'année 1994 et de 42 pour 1993) ? La progression de l'activité économique (taux de croissance du PIB de 1,82%) a certainement favorisé ce phénomène. On doit aussi souligner qu'un important pic inflationniste se produit lors du mois de février 1994 (l'inflation mensuelle est alors de 21,9% alors qu'elle est en moyenne légèrement inférieure à 7% lors de cette année). Ce pic est provoqué par l'annonce de l'instauration d'une TVA et l'augmentation des prix de l'énergie (voir BNB, 1994, pp. 30-31). Mais ces explications peuvent sembler insuffisantes : le taux de croissance du PIB est de 2,73% en 1995 alors que l'inflation est freinée. Il semble que l'évolution de l'inflation ne puisse être appréhendée sans prendre en compte l'évolution de la politique monétaire, ou plus précisément, l'évolution de la politique de taux menée par la Banque Nationale de Bulgarie (la banque centrale) sur la période. Sgard (1999) insiste, lui aussi, sur le rôle joué par cette politique de taux sur l'instabilité observée. Le graphique 1 retrace l'évolution du taux d'intérêt consenti par la banque centrale pour les opérations de refinancement des banques commerciales de janvier 1991 jusqu'en avril 1996. Les taux indiqués sont inférieurs aux taux d'inflation (c'est aussi le cas pour les taux d'intérêt débiteurs moyens, c'est-à-dire pour les taux d'intérêt appliqués par les banques sur les emprunteurs) : sur l'ensemble de la période, les taux d'intérêt réels sont généralement négatifs (à l'exception d'une grande partie de l'année 1995 et du premier semestre 1996 pour le taux principal de refinancement et le taux débiteur, voir Poirot, 2003, p. 47 pour plus de détails).

Plusieurs périodes peuvent être repérées : du deuxième semestre 1991 au début du deuxième semestre 1992, c'est une période de stabilité du taux d'intérêt. Puis se déclenche une période d'instabilité des taux : diminution au troisième trimestre 1992 (de 54% en juin, on atteint 41% en septembre), légère remontée au premier trimestre 1993 puis nouvelle baisse de mai à août de 1993. Ce mouvement va déclencher une baisse de la quantité des actifs en Leva détenus au profit d'actifs libellés en \$ (selon la théorie de la parité des taux d'intérêt) : les réserves de change diminuent (la banque centrale était *de facto* engagée dans la défense du change). Les premières dépréciations importantes sont observées dès le dernier trimestre de 1993 : 3,26% en octobre puis 8,67% en novembre (voir BNB, 1993, p. 65). Le change est véritablement lâché en mars (dépréciation de 27%) et avril 1994 (dépréciation de 17%)⁵⁰. Il est évident, dorénavant, que les variations du change alimentent la dynamique inflationniste.

⁵⁰ « As monthly inflation slowed in the first half of 1993 under an average effective basic annual interest rate of 60 per cent, the relative return on lev denominated assets began to grow. Authorities responded to lower inflation

Graphique 4.1 : Taux principal de refinancement (*Bank Rate*), fin de période, Janvier 1991-
Avril 1996



Source : FMI, sur données BNB

Suite à ces dévaluations, le FMI intervient en avril 1994 pour mettre fin à la crise de change, permettant au stock de réserves de passer d'environ 1500 millions de dollars américains en avril 1994 à près de 3000 le mois suivant (Dobrinsky, 2000, p. 594⁵¹). Cela marque le début d'une période lors de laquelle la politique monétaire apparaît plus restrictive :

« In contrast to the previous year, BNB interest rate policy in 1994 was consistently restrictive, which reflected a general upward trend in nominal lending and deposit rates. The basic interest rate was raised three times (20 percentage points) over 1994, reaching the highest-ever level of 72% simple annual rate. Consequently, deposit and lending interest rates reached record nominal highs as well, but the high inflation rate changed them significantly in real terms » (BNB, 1994, p. 66).

by decreasing the basic rate on two occasions between August and October, bringing it down to 52 per cent. At the same time, monthly inflation steadily picked up from 1 per cent in July to 4.2 per cent in October, due in part to seasonal factors. The implied reduction in the expected return to lev-denominated assets appears to have triggered a portfolio shift of the population and investors. This is illustrated [...] by the decline in foreign exchange reserves, which were used by monetary authorities to support the value of the lev. As this process continued, authorities eventually became alarmed and raised the basic rate, first to 63 per cent in November and then to 69 per cent in January 1994. They also allowed some limited depreciation of the currency. But, given the magnitude of the depletion of reserves and the knowledge that authorities could not prop up the value of the lev much longer, expectations had apparently already become too destabilised for the decline in money demand to be reversed. The BNB finally gave up defending the lev in March, leading to an immediate devaluation of the currency by almost 30 per cent in that month, and another devaluation of 17 per cent in April. This was followed by rapid inflation and continual instability until the latter months of the year » (OECD, 1997, pp.29-31).

⁵¹ «the pressure on the exchange rate resulted in a run on the currency which lasted until March 1994. The end of the crisis came in April with the signing of a standby agreement with the IMF providing financial assistance to Bulgaria, in view of the London Club deal. It was complemented by further assistance from the World Bank and the EU » (Dobrinsky, op. cit.).

Le niveau réhaussé des taux d'intérêt et l'intervention du FMI permettent même l'attraction de capitaux étrangers allant de pair avec la progression de l'investissement (Tableau 4.1). Le rythme des privatisations s'accélère comme celui des IDE (Poirot, 2003, p. 41). En 1995 et au début de 1996, la Bulgarie reprend le paiement du service de sa dette externe :

« In 1995, BNB interest rate policy played a key role in reviving the confidence in the national currency and suppressing inflationary expectations. In 1994, the BNB in its attempts to tighten monetary constraints raised the basic interest rate on several occasions to counterbalance the dramatic lev devaluation. In 1995 however, the basic interest rate was gradually decreased from 72% to 34%. The basic interest rate was gradually reduced on seven occasions between April and July. The BNB actions proved to be conservative, given the slower decrease in the basic interest rate relative to the inflation rate decline » (BNB, 1995, p. 62).

4.1.3 La fragilité du secteur bancaire

L'amélioration illusoire de la situation macroéconomique est contrecarrée par la fragilité du système bancaire et financier qui apparaît dès la fin 1995. Pour Sgard (1999, pp. 219-220), on fait face à un continuum de :

« signes d'affaiblissement financier [qui] se multipliaient au fil des ans : une recapitalisation bancaire coûteuse et mal gérée à la fin de 1993, une première crise de change en 1994, une série d'interventions de la banque centrale dans de petits établissements en 1994 et 1995, enfin la prise de contrôle d'une banque privée de premier rang en décembre 1995 ».

Cette fragilité financière est aussi au centre de l'analyse de Poirot (2003) : selon lui, cette fragilité est la conséquence de la persistance d'un mécanisme de « *soft budget constraints* » (ou contraintes budgétaires lâches) généralisé et particulièrement persistant au sein des entreprises détenues par l'État, auquel il ajoute une culture du « non-paiement » auprès du secteur bancaire facilitée par l'insuffisance dans le respect des contrats et l'inefficacité des rares mesures de supervision appliquées (Poirot, 2004, pp. 41-47). Le concept de « contrainte budgétaire lâche » (Kornai, 1979 ; 1986) s'oppose au principe de « contrainte budgétaire dure » qui prévaudrait habituellement dans les économies capitalistes. Dans un environnement parfois qualifié de socialiste, voire post-socialiste, la survie des entreprises d'État ne dépend pas de leurs performances économiques mais des relations avec la bureaucratie qui assure le maintien des

financements. Ainsi, en cas de mauvais résultats, les entreprises ne sont pas mises en faillite et continuent à percevoir des crédits du système bancaire, lui-même refinancé par la banque centrale. Vahabi (2005, p. 150) montre que les rapports entre l'État et les entreprises changent radicalement au cours de la transformation post-socialiste, les banques remplacent l'État dans le financement des entreprises mais la contrainte budgétaire lâche demeure un problème majeur dans différentes économies post-socialistes. Ainsi, le recours au concept de contrainte budgétaire lâche nous permet de comprendre le refinancement des banques insolubles par la Banque centrale, comme les prêts accordés par les banques à des entreprises insolubles.⁵² En outre, Berlemann et Nenovsky (2004) ajoutent que l'apparition de pyramides financières de type Ponzi ont été facilitées par la politique « libérale » de la BNB vis-à-vis de l'octroi de la licence bancaire : un grand nombre et une grande variété d'acteurs financiers sont apparus. Les auteurs (*op. cit.*, p. 256) indiquent que 35 des 44 banques bulgares « perdaient de l'argent » en juin 1994. A titre d'illustration, Dilova-Kirkowa (1999) montre que les banques, se sachant refinancées par la Banque centrale quoi qu'il arrive, n'éprouvent pas le besoin de respecter les ratios prudentiels ni même de vérifier la solvabilité des emprunteurs.

En accord avec les analyses contemporaines effectuées par le FMI, Poirot (*op. cit.*) insiste sur le fait que cette fragilité financière est un élément fondamental pour saisir la trajectoire économique de la Bulgarie. Mais il se défend d'y voir la conséquence d'un mécanisme de privatisations qui aurait été trop lent, préférant recourir au concept de *chaotic hysteresis* pour appréhender la manière dont une économie en transition peut se trouver sous l'influence exacerbée de l'incertitude et des asymétries d'information. Ces éléments ont rendu possible la mise en place d'un mécanisme dangereux : l'effondrement bancaire a été évité ou repoussé par des conditions de refinancement facilitées par la BNB, comportement qui avait pour conséquence d'affaiblir la confiance dans la monnaie domestique vis-à-vis des devises alors même que la banque centrale cherche à maintenir stable le change.

La brèche s'ouvre à la fin de 1995. La surévaluation manifeste du change va de pair avec un déficit du compte courant ; on anticipe une nouvelle dévaluation. La part des dépôts en devises s'accroît et se développent des pressions importantes sur le change (voir OECD, 1997, p. 32), ce qui ne pousse pourtant pas la BNB à changer de stratégie :

« De décembre 1995 à juin 1996, le refinancement total des banques commerciales à la banque centrale a augmenté de 145% alors que 90% de ces flux n'étaient pas collatéralisés. Face à des pressions croissantes sur le marché des changes, elle s'est

⁵² Claessens et Peters (1997) montrent que ce phénomène a été particulièrement important dans le cas des entreprises d'État en Bulgarie.

alors engagée dans une défense inutile et coûteuse de sa parité ; refusant en particulier pendant de longues semaines de remonter ses taux d'intérêt » (Sgard, 1999, p.220, voir aussi le graphique 4.3).

Ce mécanisme accroît les doutes des marchés financiers internationaux quant à la capacité du gouvernement de se procurer les devises nécessaires au paiement des intérêts dus sur la dette externe : la crise financière et bancaire est susceptible de dégénérer en une crise de la dette publique. Alors que les taux de dépréciation mensuels du Lev étaient inférieurs à 2% depuis novembre 1994 (à l'exception d'août 1994, mois lors duquel la monnaie se déprécie vis-à-vis du dollar de 2,66%), le Lev se déprécie de 4,49% en janvier 1996, de 2,96% en février, de 3,62% en mars et de 13,4% en avril. Ces dépréciations nourrissent le renforcement de l'inflation.

Ces observations, traduites selon les caractéristiques retenues pour proposer la typologie de régimes inflationnistes, nous indiquent qu'un régime de haute inflation est bien en place, au moins à partir de 1995 : la concurrence de la monnaie domestique par la devise est alors largement entamée dans les fonctions réserves de valeur et semble-t-il aussi unité de compte. Les anticipations sur le change nourrissent la dynamique des prix. Charles et Marie (2020) confirment économétriquement qu'il y a bien une causalité depuis les variations du change vers les prix domestiques pour la Bulgarie entre 1991 et 1997.

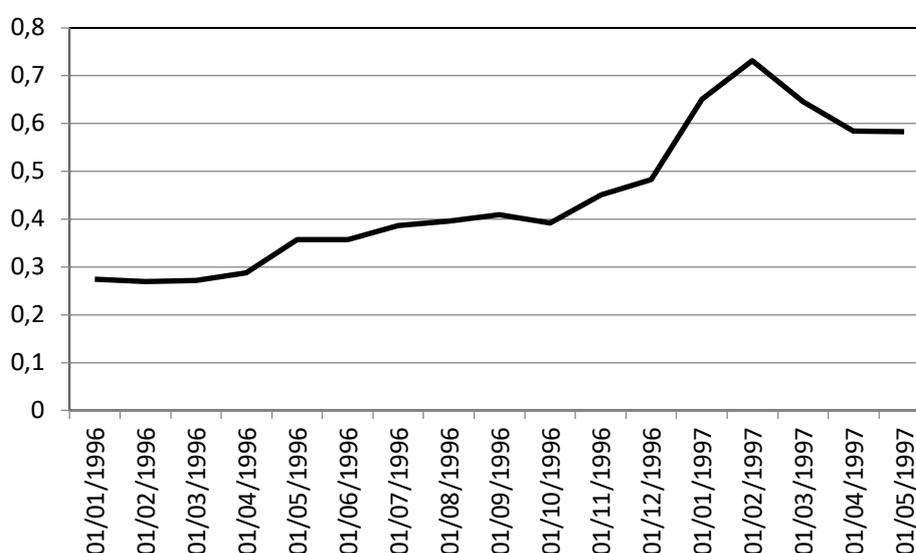
4.2 Dernières étapes vers l'hyperinflation

La dynamique inflationniste dégénérant finalement en hyperinflation se concrétise au début de l'année 1996. Celle-ci prend appui sur l'instabilité macroéconomique décrite précédemment. Retenons qu'elle est caractérisée par l'inflation élevée, devenue sensible aux variations du change. La véritable perte de confiance dans la monnaie bulgare est repérée au printemps 1996, provoquée par la perte de confiance des Bulgares envers le système bancaire. Pour Dobrinsky, les anticipations inflationnistes changent, en lien avec la crise bancaire et l'assèchement des réserves de change de la banque centrale :

« Up to a point, the central bank defended the domestic currency by interventions in the forex market, but the main outcome was the depletion of reserves. [...] the 1996 crisis was amplified substantially by the almost complete loss of public confidence in Bulgarian commercial banks. In the event, the run on the currency in 1996 was coupled with a simultaneous run on the banking system, resulting in massive capital flight and the failure of 15 commercial banks. » (Dobrinsky, 2000, p. 585).

Sgard (1999) repère lui la cristallisation de trois éléments au cours du premier semestre 1996 : les retraits des déposants, la baisse des réserves de change et les anticipations par les agents des difficultés du gouvernement à faire face à ses obligations financières externes établies par le plan Brady de 1994. Cette dynamique se repère dans le graphique 2 traduisant le fait que les Bulgares convertissent une part grandissante de leurs moyens de paiement en leva vers des devises. Ainsi, Sgard (1999, p. 221) précise que « pour l'ensemble de l'année 1996, 21% des dépôts en leva et 42% des dépôts en devises ont été retirés des banques, ce dernier montant représentant 70% des réserves de change en début d'année. »

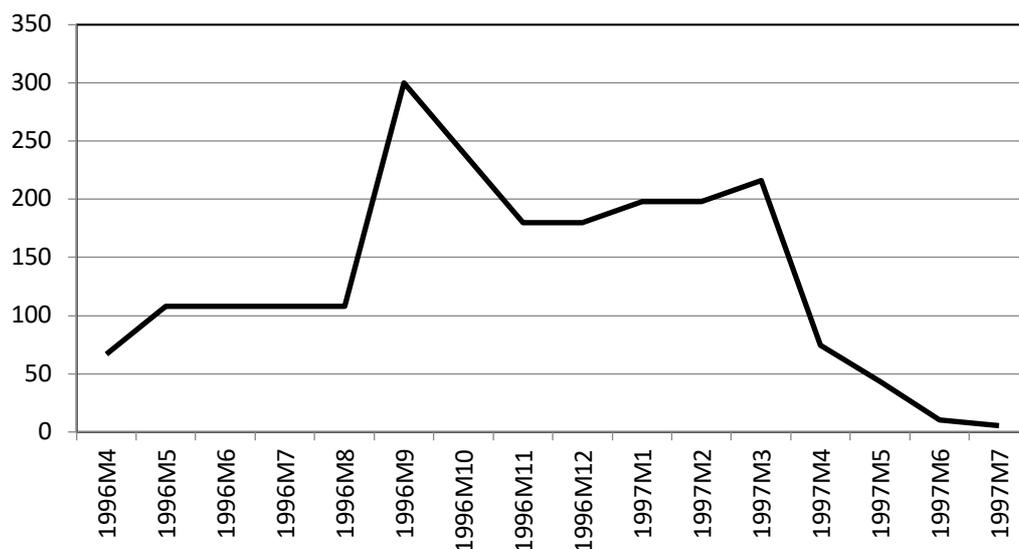
Graphique 2 : Part des devises dans M2, Janvier 1996-Juin 1997



Source : calcul des auteurs d'après FMI

L'hyperinflation, définie comme la fuite devant la monnaie domestique au profit des devises, parvient néanmoins à être repoussée jusqu'en 1997. En mai 1996, un accord *stand-by* avec le FMI est signé : il permet au gouvernement bulgare de tenir ses engagements vis-à-vis de ses créanciers internationaux sur les échéances de 1996. Simultanément, la Banque centrale relève ses taux d'intérêt (voir graphique 4.3), ouvrant une période lors de laquelle la politique monétaire est activement mobilisée.

Graphique 4.3 : Taux principal de refinancement (*Bank Rate*), Avril 1996-Juillet 1997



Source : FMI, sur données BNB en fin de période

Toutefois, les craintes quant à la solvabilité de l'État et à la capacité de l'économie bulgare d'obtenir les devises nécessaires aux paiements externes attendus par les créanciers ne sont pas atténuées durablement. Comme le révèlent les données présentées par Sgard (1999, p. 223), alors même que le solde budgétaire primaire passe d'un excédent de 2,1% du PIB au premier trimestre 1996 à un excédent de 11,7% au dernier trimestre, le déficit budgétaire est encore évalué à 11% du PIB à la fin 1996 en raison d'une explosion du poids des intérêts (évalués à 22,7% du PIB au dernier trimestre 1996 contre 15,2% au premier trimestre de la même année). En une année, la dette publique externe est passée de 73% du PIB à 243% à la fin 1996 : cette augmentation est provoquée par la forte dépréciation du Lev. Mais elle est aussi provoquée mécaniquement par la modification de la stratégie de politique monétaire repérée dans le Graphique 4.3 : les titres nouvellement émis le sont à un taux d'intérêt bien plus élevé que les titres échus. Le contexte international est un facteur aggravant ici : la crise mexicaine de 1994 a dégradé les conditions du financement externe de l'ensemble des économies vues comme émergentes.

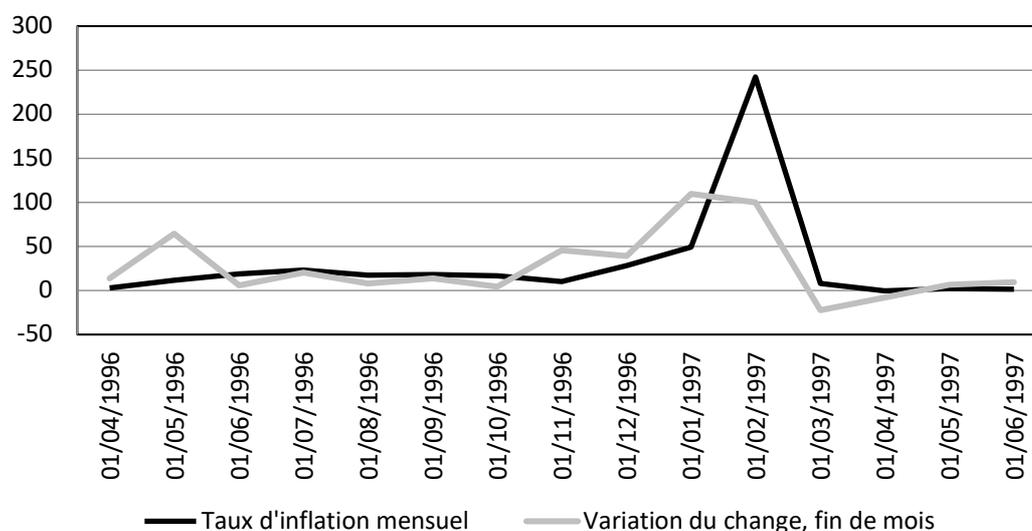
La modification de la politique monétaire domestique via la hausse des taux d'intérêt directs fragilise les débiteurs et entraîne de nouvelles défaillances bancaires alors même que les conditions de refinancement des banques commerciales sont toujours aussi peu « académiques » : Berlemann et Nenovsky (2004, p. 254) estiment ainsi que le refinancement non collatéralisé accordé en juin 1996 atteint 80% du refinancement accordé aux banques commerciales, que ce soit en monnaie domestique comme en devises. La tendance croissante des Bulgares à rechercher des devises (dollars américains et marks allemands) comme

instrument de réserve de valeur n'est pas inversée. Ainsi, les fuites de capitaux enregistrées dans les statistiques de balance des paiements sont importantes. En 1996, le solde de la balance des paiements est largement négatif (-738 millions de dollars) alors même que le solde courant est lui légèrement positif (15,7 millions de dollars ; données FMI). Ce phénomène est provoqué par les Bulgares eux-mêmes car le Lev ne bénéficiait alors que de la convertibilité interne (Poirot, 2003, p. 48) : la spéculation externe est donc impossible.

Enfermée dans ce cercle vicieux, une conjonction d'événements qui auraient été anodins dans un autre contexte va se révéler décisive dans la survenue de l'hyperinflation en janvier-février 1997. En novembre 1996, reconnaissant que la situation économique est explosive, et plutôt que de s'attaquer au problème de balance des paiements pour éviter l'embrasement, le FMI suspend les versements d'une tranche de crédit *stand-by* et propose l'adoption par le pays d'un *Currency Board* (CB). Deux avantages décisifs selon le FMI sont à attendre de cette mesure : l'arrêt de l'inflation grâce à la règle d'émission monétaire (chaque unité de monnaie domestique émise doit être couverte par un montant de devise d'une valeur équivalente ; ce mécanisme doit freiner l'expansion monétaire incontrôlée source de l'inflation pour le FMI) et la garantie de la valeur des actifs monétaires détenus en termes de devise. Cette proposition provoque en Bulgarie un « débat considérable » comme le reconnaît Gulde (1999), alors économiste sénior au FMI. Elle intervient en outre dans un contexte social et politique mouvementé : dans ce contexte de crise financière s'achève la campagne électorale visant à l'élection d'un nouveau chef d'État⁵³. L'acmé de cette crise est certainement l'attaque du parlement le 10 janvier 1997 alors que des rumeurs font état d'un possible gel des dépôts et d'un défaut sur la dette publique interne. L'hyperinflation se déclenche alors, suivant l'explosion du change (voir graphique 4.4) ; des élections législatives anticipées sont convoquées pour le mois d'avril. Lors de ce mois d'avril, la majorité présidentielle parvient à ratifier un nouvel accord avec le FMI et établit un CB, ce régime monétaire est effectif à partir du mois de juillet 1997 et demeure en vigueur en 2016.

⁵³ Les élections présidentielles de novembre 1996 sont gagnées par le candidat du mouvement conservateur, provoquant une alternance présidentielle, contre le mouvement de centre-gauche qui conserve alors la majorité parlementaire.

Graphique 4.4 : Taux d'inflation mensuel et taux de variation du change, Avril 1996-Juillet 1997



Source : FMI, sur données BNB

L'hyperinflation de janvier 1997 est bien l'expression du rejet de la monnaie domestique. C'est la conséquence de la crise de confiance envers la monnaie domestique exprimée par ses utilisateurs qui s'explique par l'ensemble de la séquence que nous avons présentée. Suivant la proposition d'Orléan (2007, p. 195), nous retenons que l'évolution du ratio M/P (Moyens de paiements à disposition des agents non financiers / Prix) est un indicateur qui permet d'appréhender la crise de confiance monétaire. Le Graphique 4.5 confirme bien que la confiance des Bulgares envers leur monnaie s'est dégradée sur l'ensemble de la période analysée ici, mais que cette dégradation s'est effectuée à des rythmes différents. La chute entamée d'emblée paraît être enrayée de l'été 1994 au printemps 1996. Puis, la défiance est brutale, logiquement marquée lors de l'hyperinflation elle-même. A partir du printemps 1997, le ratio peut remonter à la faveur de l'adoption du CB.

Graphique 4.5 : Valeur réelle de la masse monétaire (M2), en millions de leva



Source : Données nominales de M2 en millions de leva, déflatées par l'IPC (base 1 en mars 1994). Données BNB

4.3 Une séquence post-keynésienne amendée

L'analyse menée précédemment cadre imparfaitement avec la dynamique typique générant une hyperinflation que nous proposons. Rappelons que cette séquence établit que l'hyperinflation est générée par la conjonction de 3 éléments. D'abord, la présence d'un conflit de répartition important provoquant une inflation élevée. Puis, cette inflation élevée déclenche le développement de mécanismes d'indexation des prix et des salaires qui eux-mêmes alimentent la dynamique inflationniste. Enfin, les anticipations d'inflation comme les mécanismes d'indexation peuvent évoluer encore. La dynamique de change influence de plus en plus celle des prix, et c'est le régime de haute inflation. Ici, l'hyperinflation survient lorsque se produit un *run* sur le change, les trois fonctions cardinales de la monnaie étant alors anéanties.

Pour la Bulgarie des années 1990, il est difficile de trouver des éléments qui attestent d'un conflit de répartition particulièrement virulent. D'une part, le taux de chômage est élevé sur l'ensemble de la période et progresse nettement lors des années 1992 et 1993 avant de se réduire lors des années suivantes (graphique 4.6). Dès lors, le pouvoir de négociation des travailleurs ne peut pas, semble-t-il, avoir joué un rôle moteur dans l'inflation élevée observée dès le début des années 1990. De la même façon, si la baisse du taux de chômage des années 1994 à 1996 peut attester d'un certain renforcement du pouvoir de négociation des travailleurs, il est difficile d'en conclure que c'est la cause du renforcement de l'inflation. D'ailleurs, la part des salaires

dans le PIB diminue, passant de 50,7% du PIB en 1995 à 48,3% en 1996 à 42,8%⁵⁴ en 1997, ce qui apparaît en contradiction avec un renforcement du pouvoir de négociation des travailleurs.

Graphique 4.6 : Taux de chômage en Bulgarie

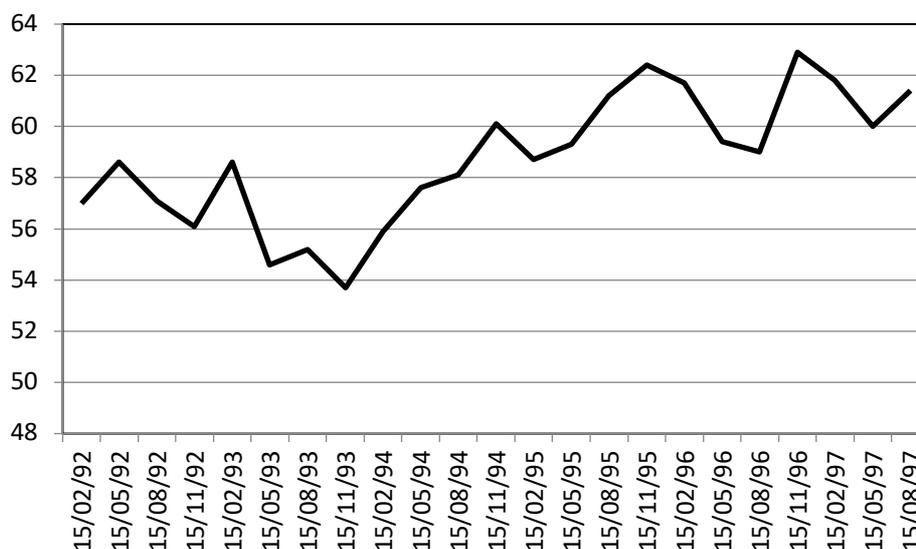


Source : Ministry of Labour and Social Policy of the Republic of Bulgaria. Datastream : extraction des données le 9 juin 2016

D'autre part, il est difficile d'estimer que le pouvoir de marché des entreprises puisse être particulièrement fort. L'économie bulgare connaît un processus d'ouverture au commerce international et les producteurs locaux ont donc à affronter l'émergence de cette nouvelle concurrence, ce qui affecte négativement leur pouvoir de marché. Autre élément pouvant témoigner d'un pouvoir de marché restreint : il reste des capacités de production inutilisées (le taux d'utilisation des capacités de production est très faible, entre 54 et 63%, bien que se renforçant sur les mêmes années que celles de la baisse du chômage décrite précédemment, comme l'indique le graphique 4.7). Placées dans de telles situations de sous-utilisation des capacités de production, on admet généralement que les entrepreneurs cherchent à conquérir des parts de marché plutôt qu'augmenter les prix.

⁵⁴ Série *Adjusted Wage Share ALCD0*, AMECO, consultée en ligne le 16 septembre 2016. Il n'y a pas d'estimation de la part des salaires dans le PIB en Bulgarie avant l'année 1995.

Graphique 4.7 : Taux d'utilisation des capacités de production



Source : DG ECFIN - Directorate General for Economic and Financial Affairs, Datastream : extraction des données le 9 juin 2016

Ces éléments nous poussent à envisager d'autres causes que le conflit de répartition pour comprendre les niveaux d'inflation élevés dès 1991 (voir Tableau 4.2). La littérature spécialisée sur l'analyse des économies en transition nous apporte des éléments convaincants afin d'expliquer que les processus de transition soient généralement accompagnés par des épisodes de fortes inflations.

Premièrement, on peut évoquer le temps d'adaptation nécessaire aux agents face à un environnement qui a brutalement changé. Sapir (1995, p. 145) explique ainsi que « la libéralisation de l'économie déclenche un gigantesque processus d'apprentissage où les agents, à travers leur expérience personnelle, font évoluer simultanément la structure des prix ». De plus, toujours selon le même auteur (Sapir, 1995, p.126), « la combinaison d'une libéralisation quasi-totale des prix avec le passage à la convertibilité, dans une situation où les marchés sont peu développés, conduit à l'émergence de 'bruits' dans le système d'information. Les prix relatifs deviennent instables ». Ces phénomènes particuliers observés dès la transition enclenchée expliquent, au moins en partie, l'inflation violente observée en 1992 en Bulgarie.

Deuxièmement, un concept théorique peut être avancé : il s'agit du phénomène de *shortage inflation* ou *shortageflation*, l'inflation réprimée. Ce mécanisme, étudié, entre autres, par Kolodko et McMahon (1987), désigne l'inflation sous-jacente dans une économie administrée. Les prix étant contrôlés et rigides, l'inflation ne peut se réaliser ; les ajustements s'effectuent par répression de la demande et toutes les quantités demandées au prix affiché ne peuvent être

obtenues. Il y a alors pénurie d'offre. Les conditions de la rencontre de l'offre et de la demande sur les marchés des biens changent dès que les prix sont libéralisés, dès que la transition s'amorce : l'inflation survient, réduisant les pénuries, provoquant une baisse de la demande et éventuellement une hausse de l'incitation à investir qui permettrait d'accroître l'offre. Ces éléments sont cohérents avec la dynamique macroéconomique décrite dans la section précédente ou avec l'analyse proposée par L. Taylor (1994, p.69) :

« When constraints in all markets were suddenly lifted in a global shock incorporating near-total price liberalization, demand surged [...] (exceeding) potential supply, some new limiting mechanisms had to appear. Prices jumps were the only possible outcome ».

D'autres éléments affectant l'offre productive ont pu être observés en Bulgarie suscitant l'inflation pendant la transition. Les économies en transition ont habituellement des caractéristiques concernant les échanges inter-industriels particulières : faible divisibilité et faibles substituabilité des produits (Sapir, 1993). Lorsque les relations commerciales sont modifiées par la transition, des pénuries dans les approvisionnements peuvent paralyser l'activité et nourrir la hausse des prix. De manière générale, les coûts de transaction sont nettement accrus au cours de la transition, phénomène provoqué par l'incertitude sur les fournisseurs et les débouchés, par la nécessité de modifier le processus de production ou encore par la rupture dans les relations commerciales préexistantes. Spécifiquement sur le cas bulgare et en complément à l'obsolescence de l'appareil productif évoqué dans la section précédente, Borensztein *et al.* (1993, pp. 6-8) indiquent que l'offre productive doit faire face à divers types de chocs subis lors des premiers stades de la transition. Ces chocs génèrent des pénuries. En effet, les producteurs bulgares affrontent des ruptures dans l'approvisionnement des matières premières importées (provoquées par la dislocation de l'URSS, ancien principal fournisseur) comme dans celui des produits semi-finis. On observe aussi des ruptures régulières dans la production d'électricité nucléaire. Tous ces facteurs accroissent les difficultés productives et sont susceptibles de renforcer la dynamique inflationniste. Dorénavant, nous comprenons l'apparition d'une inflation importante en l'absence d'un conflit de répartition virulent en Bulgarie. En définitive, le conflit de répartition comme cause initiale et principale de l'inflation est remplacé par le choc de la transition.

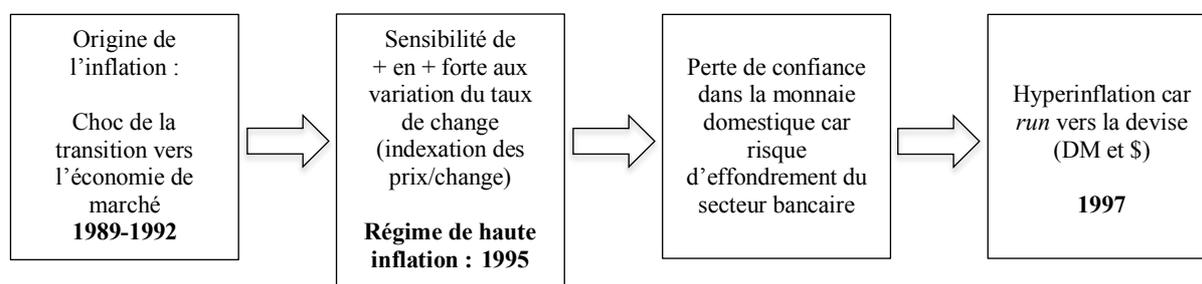
Sur ces bases se sont ensuite développés des mécanismes d'indexation⁵⁵ des salaires sur les prix alors que la dynamique du change va progressivement devenir de plus en plus

⁵⁵ Andreff (1994) indique que dans les économies planifiées centralisées (comme la Bulgarie avant la transition), il existe un conflit de répartition particulier qui oppose les ménages (percevant les salaires et consommant) aux planificateurs centraux (percevant les fonds d'investissement et accumulant le capital). Andreff (1994, p. 827)

importante dans la dynamique des prix, cette dynamique du change étant elle-même affectée par la politique monétaire menée.

Nous retrouvons dorénavant des éléments présents dans la séquence générique post-keynésienne. Toutefois, le bouclage de la séquence observée en Bulgarie diffère aussi de cette séquence générique : ce n'est pas tant la crainte d'une crise de balance des paiements qui déclenche l'anticipation auto-réalisatrice d'une rupture du change que la défiance envers un secteur bancaire domestique vérolé qui a anéanti la confiance dans la monnaie domestique et pousse à rechercher les devises faisant ainsi exploser le taux de change.

Cette analyse nous amène à proposer la séquence causale amendée suivante :



Ici, c'est bien la panique bancaire qui est décisive. La réalisation que l'ensemble du système bancaire risque de s'effondrer provoque la défiance envers la monnaie nationale qui est à l'origine du *run* vers les devises et l'apparition de l'hyperinflation.

Conclusion : une séquence amendée... qui ne remet pas en cause la réflexion générique

Nous avons cherché à caractériser la trajectoire menant à l'hyperinflation observée en Bulgarie au début de l'année 1997 à partir du déclenchement de la transition post-socialiste. Le choc inflationniste provoqué par la transition joue le rôle du terreau sur lequel la dynamique va

révèle que l'investissement et les salaires réels sont étroitement corrélés avant l'entame de la transition en Bulgarie. L'auteur y repère la preuve que des mécanismes d'indexation sont en place dans l'économie bulgare, avant même la transition. Il explique que lorsque celle-ci s'enclenche, une poussée inflationniste est mécaniquement suivie par une progression des salaires qui alimente à nouveau l'inflation : c'est un mécanisme d'inflation inertielle particulièrement fort en Bulgarie comparativement à d'autres économies en transition. Cette composante « inertielle » et indexatoire de l'inflation mise en évidence par Andreff sur le cas bulgare est décrite ainsi par Taylor (1994, p. 67) : « The post-socialist experience is depressingly similar, even to the extent to which inflationary processes are becoming institutionalized or inertial as economic actors learn to use whatever market power they possess to raise their prices in self-protection against generalized price increases. As argued below, an enhanced inertial component in the price spiral is one fundamental reason why it will be very difficult to reduce post-socialist inflations ».

pouvoir se développer pendant que la fragilité du secteur bancaire et la politique monétaire menée vont favoriser puis attiser la perte de confiance des Bulgares envers la monnaie et les pousser à chercher des substituts, en l'occurrence des devises. Lorsque la perte de confiance se cristallise, l'hyperinflation survient.

Cette étude permet d'enrichir le cadre théorique post-keynésien explicatif de l'hyperinflation : le conflit de répartition peut être substitué par le choc de la transition afin d'expliquer les hauts niveaux d'inflation observés dès le début de la séquence. Cette haute inflation justifie la mise en place de mécanismes d'indexation des prix et des salaires et des changements dans les anticipations. La dynamique du change est décisive dans le processus hyperinflationniste. Cela confirme que l'hyperinflation doit être appréhendée comme le rejet de la monnaie domestique au profit d'une devise, justifiant, pour être intelligible, une analyse d'économie politique historique. Un critère quantitatif ne saurait être suffisant pour définir ou repérer l'hyperinflation.

L'hyperinflation bulgare se déclenche alors que le pays est dans une situation d'incertitude manifeste, plongée dans une crise économique et politique d'ampleur. La crise monétaire est indissociable de la crise politique. La crise monétaire dans sa dimension inflationniste s'achève avec la mise en place d'un *Currency Board*. Ce régime monétaire officialise le recours aux devises (en l'occurrence le Mark allemand) afin d'asseoir la nécessaire confiance dans l'unité monétaire.

Conclusion générale

La conclusion d'un mémoire d'HDR basé sur une synthèse de travaux n'est peut-être pas l'endroit opportun pour exprimer explicitement une autocritique de ses propres réalisations. Néanmoins, effectuer cette synthèse m'a permis de confirmer qu'au moins deux axes de recherche devaient être suivis à l'avenir pour renforcer les conclusions.

Au-delà de l'exploration de trajectoires non encore étudiées, il apparaît important d'étoffer la réflexion en intégrant d'autres éléments dans l'analyse. Par exemple, nous devrions bien mieux tenir compte des conflits autour de la rémunération du travail qui peuvent apparaître entre travailleurs eux-mêmes comme des évolutions différenciées des salaires réels entre différentes catégories de travailleurs pour en saisir les causes comme les conséquences sur l'inflation. Ce type d'analyse est d'autant plus justifié que les travailleurs peuvent avoir des statuts très différents vis-à-vis de leurs employeurs. Nous devrions aussi relier ces éléments à une meilleure intégration de l'influence de la productivité sur les dynamiques inflationnistes comme sur les revendications, suivant l'invitation de Lavoie (2014, p. 564). D'ailleurs, Keynes (1936) lui-même identifie dans le chapitre 2 de la *Théorie générale* l'importance des luttes entre travailleurs dans la répartition du salaire réel agrégé.

Dans la même veine, nous identifions aussi la nécessité d'articuler nos réflexions portant sur la répartition primaire avec des éléments concernant la répartition après prélèvements fiscaux et redistribution ; l'État influence aussi par ce type de politique le conflit de répartition et nous devrions prendre soin d'analyser ces liens. Le contexte français actuel en offre l'éclatante démonstration : les mesures gouvernementales adoptées au cours de l'année 2022 pour « défendre » le pouvoir d'achat des français devraient s'analyser comme des mesures ayant pour objectif de limiter le risque que les revendications salariales ne progressent trop, ce qui aurait des effets en terme de répartition en défaveur des revenus du capital dans le contexte de renforcement de l'inflation. On pourra à ce titre relever que proposer que le revenu réel des ménages soit protégé par des mesures budgétaires transitoires pour éviter que les salaires des travailleurs ne progressent est explicitement au cœur des propositions de Blanchard et Pisani-Ferry (2022).

Le contexte actuel justifie facilement des recherches sur l'inflation. Mais ce travail souligne que l'importance de l'analyse de ce phénomène ne doit pas être dictée par des considérations de mode ou d'actualité brûlante. Alors que je préparais ce document, Marc Lavoie me rappelait

une anecdote. Il y a quelques années, alors que je présentais un des articles mobilisés ici en colloque, un des participants avait demandé dans quelle mesure il pouvait encore être intéressant et utile de travailler sur l'inflation alors que l'agenda scientifique semblait dicté par la nécessité de répondre aux enjeux de réduction du chômage ou de mise en place de la transition ou bifurcation écologique.

La situation actuelle, marquée par le retour de l'inflation à des niveaux inédits depuis le début des années 1980, apporterait un nouvel élément de réponse ; l'inflation n'est pas un phénomène du passé. D'ailleurs, convaincu que l'inflation est partout et toujours l'expression de rapports sociaux, l'inflation faible voire les risques de déflation sont eux aussi des phénomènes révélateurs du fonctionnement ou du dysfonctionnement des économies et méritent donc d'être analysés.

Mais on demeure convaincu que maintenir une recherche active sur les questions inflationnistes est important aussi pour continuer de lutter contre de nombreuses idées reçues, trop souvent encore présentes, y compris dans la sphère académique (on peut penser au fait que l'inflation trouverait son origine dans une politique monétaire expansionniste et/ou qu'elle est la conséquence mécanique d'une mauvaise politique économique ou encore que la répartition primaire du revenu s'effectuerait « naturellement » à tel ou tel niveau). Il est nécessaire de contrer ces idées reçues par une analyse différente ; c'est aussi une ambition de ce travail.

Enfin et surtout, analyser les processus inflationnistes dans une optique institutionnaliste et post-keynésienne n'implique pas que l'on se désintéresse d'autres questions. Au contraire, ces recherches s'intègrent dans un cadre théorique macroéconomique global et cohérent. S'intéresser à l'inflation ne signifie pas qu'on nie l'importance du sous-emploi ou qu'on refuse de voir l'impérieuse nécessité de déclencher une transformation de nos modes de production et de consommation pour réduire l'impact environnemental des activités économiques.

Ainsi, il nous semble qu'analyser et comprendre la dynamique inflationniste actuelle, ce qui figure à notre agenda de recherche, offre des arguments pour justifier des politiques économiques alternatives au durcissement de la politique monétaire et à l'adoption de politiques budgétaires restrictives afin de lutter contre l'inflation.

L'inflation actuelle, en particulier pour l'économie française, est largement suscitée par les chocs externes, provoquant une augmentation des prix des inputs importés, alors même que la part de la production domestique liée aux importations a progressé ces dernières décennies. Cette observation est conforme avec celles de Taylor et Barbosa-Filho (2021) sur l'économie états-unienne. Sur la même période, depuis les années 1980, les économies ont généralement

connu de profondes modifications des marchés de l'emploi et de leurs institutions, traduisant ou provoquant un affaiblissement du pouvoir de négociation des travailleurs et bien souvent le démantèlement des mécanismes d'indexation des salaires sur les prix qui pouvaient exister jusqu'aux années 1980. En outre, le choc inflationniste qui survient aujourd'hui ne frappe pas les économies dans les mêmes conditions que les chocs pétroliers des années 1970 : la part des salaires dans le PIB s'est réduite depuis lors.

Ces observations nous font craindre que les recettes traditionnelles de lutte contre l'inflation soient délétères, celles-ci étant immédiatement sources de stagnation et de chômage. En outre, le recours à de telles politiques rendrait la mise en place de la transition écologique encore plus illusoire car cette transition, si elle doit s'accompagner de la décroissance de certains secteurs d'activité, requiert inmanquablement des investissements dans la production énergétique, les transports publics, la rénovation du bâti, l'agriculture comme l'industrie⁵⁶. La mise en œuvre de ces investissements nécessite une politique monétaire accommodante et un environnement macroéconomique moins incertain. Une bonne politique économique à mener aujourd'hui semble devoir être une politique qui se fixe comme objectif de concilier impératifs écologiques et réduction de la dépendance externe. Ce faisant, on réduirait les risques de choc inflationniste lié aux chocs d'offre comme ceux affrontés ces derniers mois. La situation actuelle ouvre une piste de recherche qui viserait à affiner la réflexion concernant les mesures qui devraient être adoptées dans le contexte actuel. Il apparaît que les réflexions de Galbraith (1952) pourraient être mobilisées pour justifier la nécessité d'organiser le contrôle de certains prix pour limiter l'inflation sur le court terme. Nous pourrions défendre aussi la nécessité de favoriser la restauration de mécanismes d'indexation des salaires sur les prix afin de limiter les effets sur la répartition fonctionnelle et *in fine* sur les inégalités personnelles liées à l'inflation actuellement observée. Il s'agirait en quelque sorte de s'accommoder au mieux d'une inflation importée en répartissant la charge de celle-ci. Enfin, ce contexte offre des arguments en faveur de politiques visant à réduire la vulnérabilité des économies aux chocs externes.

Dans la même veine, la définition de l'hyperinflation proposée dans le mémoire permet de mettre l'accent sur le rôle joué par le système monétaire international dans la survenue de l'hyperinflation. Un système monétaire international qui serait caractérisé par une plus grande

⁵⁶ Ces politiques doivent aussi aller de pair avec une réduction des inégalités, puisqu'il est maintenu clairement établi que les individus bénéficiant des plus hauts revenus adoptent des modes de vie aux impacts environnementaux bien plus délétères que les individus aux revenus moins importants (voir par exemple Chancel, 2021). Des politiques focalisées sur l'absence de progression des salaires apparaissent incompatibles avec un tel objectif de modification de la répartition des revenus.

stabilité des taux de change, qui serait bien moins marqué par la hiérarchie monétaire et qui favoriserait une réduction de la mobilité des capitaux internationaux serait un système bien moins favorable aux crises monétaires hyperinflationnistes. Cela offre un énième argument rappelant combien le système monétaire international actuel est inefficace.

Du point de vue des débats internes au courant post-keynésien, les observations concernant l'hyperinflation, définie par le rejet de la monnaie par ses utilisateurs, offrent des arguments permettant de discuter de la portée universelle des propositions de la Théorie Monétaire Moderne. Le fait que l'élection de la monnaie par ses utilisateurs ne repose pas uniquement sur l'imposition par la loi réduit la portée des préconisations de la MMT ; en ce sens nous rejoignons notamment A. Orléan qui insiste régulièrement dans ses travaux sur l'importance qu'une monnaie pour inspirer confiance soit à la fois la monnaie du souverain mais aussi celle des marchands. Pour l'exprimer autrement, l'analyse proposée nous semble indiquer qu'on ne peut supposer que la fonction d'unité de compte de la monnaie est de fait obtenue pour toujours. On ne peut alors mieux exprimer ce constat que Blanc (2014, p. 409) : « en matière de décisions souveraines, rien n'est irréversible ». Retenons donc que les conflits autour de l'unité de compte et de la question de l'indexation doivent être intégrés dans l'analyse et ce dans la mesure du possible systématiquement en lien avec la contrainte externe (voir aussi Vernengo et Pérez Caldentey, 2020).

Les recherches présentées dans ce mémoire s'inscrivent dans un programme que nous souhaitons dynamique et ouvert. Puisque l'inflation est issue de tensions et conflits sociaux, son analyse requiert de prendre le temps d'effectuer des monographies. Les régularités rencontrées ont permis d'effectuer des enseignements génériques, mais qui pourraient être amendés ou revus au gré de nouveaux travaux.

Il nous semble indispensable de poursuivre de telles réflexions dans différents contextes visant toujours la description des conflits socio-économiques en lien avec les contraintes macroéconomiques et les politiques économiques menées. C'est en quelque sorte une invitation à mener de nouvelles études d'économie politique historique qui pourraient s'effectuer autour d'analyses de cas comme le Venezuela, Cuba, la Turquie ou encore le Liban. En effet, ces économies connaissent ou paraissent susceptibles de connaître des phénomènes d'hyperinflation ou de désagrégation monétaire. De telles recherches s'articulent en outre avec les réflexions menées au sein de l'institutionnalisme monétaire autour de la pluralité monétaire.

Références bibliographiques

- Alary, P., Blanc, J., Desmedt, L. et Théret, B. (2016) *Théories françaises de la monnaie*, Paris : PUF.
- Allain, O. (2014) « Note de lecture sur le chapitre 8 de *Post-Keynesian Economics: New Foundations (Marc Lavoie)* », *Revue de la régulation*, vol.16, doi: 10.4000/regulation.10919.
- Aglietta, M. et Orléan, A. (1982) *La violence de la monnaie*, Paris : PUF.
- Aglietta, M. et Orléan, A. (2002) *La monnaie, entre violence et confiance*, Paris : Odile Jacob.
- Andrade, R. and Prates, D. (2013) “Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.35, pp.399-416.
- Andreff, W. (1994) « Quand la stabilisation dure... L’hypothèse d’une inflation inertielle en Europe centrale et orientale », *Revue Économique*, vol.45, pp. 819–832.
- Aquanno, S. and Brennan, J. (2016) “Some Inflationary Aspects of Distributive Conflict: Reassessing Canadian Inflation, Part I”, *Journal of Economic Issues*, vol.50, pp.217-244.
- Armony, V. (2004) *L’énigme argentine : Images d’une société en crise*, Montréal : Athéna Éditions.
- Atesoglu, S. (1997) “A Post Keynesian explanation of U.S. inflation”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.19, pp.639-649.
- Ayres, R.L. (1976) “The social pact as anti-inflationary policy: the Argentine since 1973”, *World Politics*, vol.28, pp. 473–501.
- Bacha, E. (1980) “Notas sobre inflação e crescimento”, *Revista Brasileira de Economia*, vol.34, pp. 541-555.
- Bacha, E. and Lopes, F. L. (1983) “Inflation, growth and wage policy: in search of a brazilian paradigm”, *Journal of Development Economics*, vol.13, pp.1-20.
- Bastian, E., Charles, S. and Marie, J. (2021) “Inflation Regimes and Hyperinflation. A Post-Keynesian/Structuralist typology”, *Discussion Paper, Instituto de economia-UFRJ*, n°32.
- Bastian, E. and Setterfield, M. (2015) “A simple analytical model of the adverse real effects of inflation”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.38, pp.637-665.
- Bastian, E. and Setterfield, M. (2020) “Nominal exchange rate shocks and inflation in an open economy: towards a structuralist inflation targeting agenda”, *Cambridge Journal of Economics*, vol.44, pp.1271-99, doi:10.1093/cje/beaa008.
- Bastos, C. P. (2002) *Price stabilization in Brazil: a classical interpretation for an indexed nominal interest rate economy*, PhD Thesis, New School for Social Research.

Basualdo, E. (2006), *Estudios de historia económica argentina*, Buenos Aires : Flacso-Siglo Veinte Uno.

Bhaduri, A. and Marglin, S. (1990) “Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies”, *Cambridge Journal of Economics*, vol.14, pp.375-393, doi: 10.1093/oxfordjournals.cje.a035141.

BCRA (1981-1987) *Memoria Anual*, Buenos Aires : Banco Central de la República Argentina.

Blanc, J. (2014) « “Argentina o dolarización”, ou quand la monnaie revient à la souveraineté », in : J.-P. Potier (dir.), *Les marmites de l’histoire. Mélanges en l’honneur de Pierre Dockès*, Paris : Classiques Garnier, pp. 409-442.

Blanchard, O. et Pisani-Ferry, J. (2022) « Une politique économique de guerre », *Le Grand Continent*, 28 avril, <https://legrandcontinent.eu/fr/2022/04/28/une-politique-economique-de-guerre/>

Blass, A. and Grossman, R. (1998) “Who needs Glass-Steagall? Evidence from Israel’s bank shares crisis and the great depression”, *Contemporary Economic Policy*, vol.16, pp.185–196, doi:10.1111/j.1465-7287.1998.tb00511.x.

Bloch, H. and Sapsword, D. (1991) “Postwar movements in prices of primary products and manufactured goods”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.14, pp.249-266.

Bloch, H., Dockery, M., Morgan, C. and Sapsword, D. (2007) “Growth, commodity prices, inflation and the distribution of income”, *Metroeconomica*, vol.58, pp.3-44.

Bloch, H., Dockery, M., and Sapsword, D. (2004) “Commodity prices, wages, and U.S. inflation in the twentieth century”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.26, pp.523-45.

BNB (1990–1997) *Annual report*, Sofia: Bank National of Bulgaria.

BOI (1972-1987) *Bank of Israel Annual Report*, Jerusalem: Bank of Israel.

Borensztein, E., Demekas, D. G., & Ostry, J. (1993) “An empirical analysis of the output declines in three eastern European countries”, *IMF Staff Papers*, vol.40, pp.1–31.

Bortz, P. (2017) “The road they share: the social conflict element in Marx, Keynes and Kalecki”, *Review of Keynesian Economics*, vol.5, pp.563-575.

Boyer, R. (1979) “Wage formation in historical perspective: the French experience”, *Cambridge Journal of Economics*, vol.3, pp. 99-118.

Boyer, R. (2000), “Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis”, *Economy and Society*, vol. 29, pp. 111-145.

Boyer, R. (2004) *Théorie de la régulation, 1. Les fondamentaux*. Paris : La découverte.

Bresser Pereira, L. C. e Nakano, Y (1984) « Política administrativa de controle da inflação », *Revista de Economia Política*, vol.4, pp.76-101.

Bruno, M. (1989) "Israel's crisis and economic reform: A historical perspective", *NBER Working Paper*, n°3075.

Bruno, M., Di Tella, G., Rudiger, D. and Fischer, S. (Eds.) (1988) *Inflation stabilization: The experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, Cambridge (MA): MIT Press.

Bufman, G. and Leiderman, L. (1993) "Currency substitution under nonexpected utility: Some empirical evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.25, pp.320–335, doi:10.2307/2077765.

Cagan, P. (1956) "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" In M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press, pp.25–117.

Cagan, P. (1987) "Hyperinflation", In J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (eds.), *The New Palgrave: Money*, New York: W.W. Norton, pp. 179-184.

Calvo, G.A. (1986) "Fractured Liberalism: Argentina under Martinez de Hoz", *Economic Development and Cultural Change*, vol.34, pp. 511-553.

Câmara, A. and Vernengo, M. (2001) "The German balance of payment School and the Latin American neo-Structuralists", in L.-P. Rochon and M. Vernengo (eds.), *Credit, interest rates and the open economy*, Northampton (MA): Edward Elgar, pp. 143-159.

Canavese, A. and Di Tella, G. (1988) "Inflation Stabilization or Hyperinflation Avoidance? The Case of the Austral Plan in Argentine 1985-1987", In M. Bruno M., G. Di Tella, R. Dornbusch and S. Fischer (eds.), *Inflation Stabilization. The Experience of Israel, Argentina Brazil, Bolivia and Mexico*, Cambridge (MA): MIT Press, pp. 153-190.

Canitrot, A. (1975) "La experiencia populista de redistribución de ingresos", *Desarrollo Económico*, vol.59, pp. 331–351.

Canitrot, A. (1980) "La disciplina como objetivo de la política económica. Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino", *Desarrollo Económico*, vol.19, pp. 453-475.

Carvalho, F. (1992) "Inflation, High Inflation and Hyperinflation", In: F. Carvalho (ed.), *Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*, Aldershot: Edward Elgar.

Carvalho, F. (1993) "Strato-inflation and high inflation: the Brazilian experience", *Cambridge Journal of Economics*, vol.17, pp.63-78.

CEPAL (1986) "Estadísticas económicas de corto plazo de la Argentina : sector externo y condiciones económicas internacionales. Volumen I.", *Documento de trabajo*, n° 20.

Chancel, L. (2021), *Insoutenables inégalités*, Paris : Les Petits Matins et Institut Veblen.

Charles, S. and Marie, J. (2016) "Hyperinflation in a small open economy with a fixed exchange rate: A post Keynesian view", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.39, pp.361–386. doi:10.1080/01603477.2016.1200950.

Charles, S. and Marie, J. (2017) “Bulgaria’s hyperinflation in 1997: Transition, banking fragility and foreign exchange”, *Post-Communist Economies*, vol.29, pp.313–335, doi:10.1080/14631377.2017.1339476.

Charles, S. and Marie, J. (2020) “A note of the competing causes of high inflation in Bulgaria during the 1990s: money supply or exchange rate?”, *Review of Political Economy*, vol.32/3, pp.433–43, doi: 10.1080/09538259.2020.1787002.

Charles, S. and Marie, J. (2021) “How Israel avoided hyperinflation. The success of its 1985 stabilization plan in the light of post-Keynesian theory”, *Review of International Political Economy*, vol.28/3, pp.528–558, doi: 10.1080/09692290.2019.1699146

Charles, S. et Marie, J. (2018) « L’inflation comme rapport social », dans É. Berr, V. Monvoisin et J.-F. Ponsot (dir.), *L’économie post-keynésienne*, Paris : Seuil, pp.183-200.

Claessens, S. and Peters, R. K. (1997) “State enterprise performance and soft budget constraints: The case of Bulgaria”, *Economics of Transition*, vol.5, pp.305–322.

Coremberg, A., Goldszier, P., Heymann, D. y Ramos, A. (2007) “Patrones de la inversión y el ahorro en Argentina”, *Serie Macroeconomía del desarrollo*, CEPAL, n°63.

Cukierman, A. (1988). “The end of the high Israeli inflation: An experiment in heterodox stabilization”, In M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch, & S. Fischer (eds), *Inflation stabilization: The experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, pp. 48–94, Cambridge (MA): MIT Press.

Cukierman, A. and Melnick, R. (2015) “The conquest of Israeli inflation and current policy dilemmas”, *CEPR Discussion Paper*, n°10955.

Damill, M. y Frenkel, R. (1990), “Malos tiempos. La economía argentina en la década de los ochentas”, *Documentos CEDES*, n°46.

Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005), “La deuda argentina : historia, default y reestructuración”, *Desarrollo Económico*, vol.45, pp.187-233.

Davidson, P. (1992) *International Money and the Real World* (2nd edition), New York: Macmillan [Originally published in 1982].

Deleplace, G. (2018) *Histoire de la pensée économique. Du « royaume agricole » de Quesnay au « monde à la Arrow-Debreu »*, (3^{ème} édition), Paris : Dunod.

Desmedt, L. (2021) « De l’hyperinflation au ‘miracle monétaire’ : l’expérience hongroise de 1945-1946 », *Revue Économique*, vol.72, pp.259-287.

Dilova-Kirkowa, S. (1999) “Corporate governance in Bulgarian state-owned banks (1992–1997)”, *Post-Communist Economies*, vol.11, pp.253–265.

Dobrinsky, R. (2000) “The transition crisis in Bulgaria”, *Cambridge Journal of Economics*, vol.24, pp.581–602.

Dow, S. (1999) "International Liquidity Preference and Endogenous Credit." In J. Deprez and J.T. Harvey (eds.), *Foundations of International Economics: Post-Keynesian Perspectives*. London: Routledge, pp.153–170.

Drabo, D. (2018) « De la réforme agraire à l'hyperinflation : l'expérience zimbabwéenne (1997-2008) », *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, n°24, doi: 10.4000/regulation.13846.

Drabo, D. (2019) *Pratique monétaires et dynamiques hyperinflationnistes : étude historique et théorique*, Thèse de doctorat : Université de Bourgogne.

Dutt, A. K. (1987) "Alternative closures again: a comment on growth, distribution and Inflation", *Cambridge Journal of Economics*, vol.11, pp.75-82.

Eatwell, J. and Milgate, M. (2011) *The Fall and Rise of Keynesian Economics*, Oxford (NY): Oxford University Press.

Eichengreen, B. and Hausmann, R. (1999) "Exchange rates and financial fragility", *Proceedings of Federal Reserve Bank of Kansas City*, pp.329-368.

Eichner, A. and Kregel, J. (1975) "An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics", *Journal of Economic Literature*, vol.13, pp.1293-1314.

Fanelli, J. M. y Chisari, O. (1989), "Restricciones al crecimiento y distribución del ingreso : el caso argentino", *Documentos Cedes*, n°27.

Fischer, S. (1985) "Inflation and indexation: Israel", in J. Williamson (ed.), *Inflation and indexation*, Cambridge, MA: Institute for International Economics/MIT Press, pp.57–85.

Franco, G. H. B. (1986) "*Aspects of the Economics of Hyperinflation: Theoretical Issues and Historical Studies of Four European Hyperinflations*", Unpublished Ph.D. dissertation. Harvard University.

Franco, G. H. B (1990) "Hiperinflação – teoria e prática". In : Rego, José Márcio (org.) *Inflação e Hiperinflação : interpretações e retórica*, São Paulo : Editora Bernal.

Freedman, C., Harcourt, G. C. and Kriesler, P. (2004) "Has the long-run Phillips curve turned horizontal?", in G. Argyrous, M. Forstater and G. Mongiovi (eds), *Growth, Distribution and Effective Demand: Alternatives to Economic Orthodoxy*, NY: M.E. Sharpe, pp.144-162.

Frenkel, R. (1979) "Decisiones de Precio en Alta Inflacion", *Desarrollo Económico*, vol.19, pp.291–330, doi:10.2307/3466689.

Frenkel, R. (1980), "El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina", *Desarrollo Económico*, vol.20, pp.215-248.

Frenkel, R. (1983) "La dinámica de los precios industriales en la Argentina 1966–1982, un estudio econométrico", *Estudios CEDES*, n°2.

Frenkel, R. (1984) “Salarios industriales e inflación. El periodo 1976-1982”, *Desarrollo Económico*, vol.24, pp.387-414.

Galbraith, J. K. (1952) *A Theory of Price Control*, Cambridge (MA): Harvard University Press.

Graña, J. M. y Kennedy, D. (2008) “Salario real, costo laboral y productividad”, *Documento de trabajo IIE-CEPED*, n° 12.

Gross, N. T. (1990) “Israeli economic policies, 1948–1951: Problems of evaluation”, *The Journal of Economic History*, vol.50, pp.67–83. doi:10.1017/S0022050700035725.

Gulde, A. M. (1999) “The role of the currency board in Bulgaria’s stabilization”, *Finance and Development*, vol.36, pp.1–8.

Halevi, N. and Klinov-Malul, R. (1968) *The economic development of Israel*, New York: Praeger.

Hanke, S. H. and Krus, N. (2012) “World Hyperinflations”, *Cato Working Paper*, no. 8.

He, L. (2018) *Hyperinflation: A world history*, New York: Routledge.

Helfferich, K. (1927) *Money*, New York: The Adelphi Company.

Heredia, M. (2006) “La demarcación de la frontera entre economía y política en democracia. Actores y controversias en torno de la política económica de Alfonsín”, In A. Pucciarrelli (coord.), *Los años de Alfonsín: ¿El poder de la democracia o la democracia del poder?*, Buenos Aires: Siglo XXI, pp.153-199.

Heymann D. (1986) “Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización”, *Documento de trabajo de la CEPAL*, n°18.

Heymann D. (1987) “The Austral Plan”, *American Economic Review*, vol.77, pp.284-287.

Heymann D. (1991) “From sharp disinflation to hyperinflation, twice: the Argentine experience, 1985-1989”, In: Bruno M., Helpman E., Liviatan N., Fischer S. (eds.), *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*, Cambridge (MA): MIT Press, pp.103-130.

Hodgson G. (2000) “What Is the Essence of Institutional Economics?”, *Journal of Economic Issues*, vol.34, pp.317-329.

Ilzetzki, E., Reinhart, C. and Rogoff, K. (2017) “The country chronologies to exchange rate arrangements into the 21st century: Will the anchor currency hold?”, *NBER Working Paper*, n°23135.

Jadresic, E. (2002) “Wage indexation and output stability revisited”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol.34, pp.178-196.

Jany-Catrice, F. (2020) *A Political Economy of the Measurement of Inflation. The Case of France*, New York: Springer.

- Kaldor, N. (1982) *The scourge of monetarism*, Oxford: Oxford University Press.
- Kalecki, M. (1962) “A model of hyperinflation”, *The Manchester School*, vol.30, pp.275–281, doi:10.1111/j.1467-9957.1962.tb00332.x.
- Kalecki, M. (1971) “Class struggle and the distribution of national income”, *Kyklos*, vol.24, pp.1-9.
- Keynes, J.M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Macmillan.
- Keynes, J.M. (1981) “Finance and Investment 1922-1923”, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol.19-Part1.
- Klein, M. (2005) “Studying texts: A Gemara of the Israeli economy”, *NBER Working Paper*, n°11352.
- Kornai, J. (1979) “Resource-constrained vs demand-constrained systems”, *Econometrica*, vol.47, pp.801–819.
- Kornai, J. (1986) “The soft budget constraint”, *Kyklos*, vol.39, pp.3–30.
- Kulesza, M. (2017) “Inflation and hyperinflation in Venezuela (1970s-2016). A Post-Keynesian interpretation”, *IPE Working Papers*, n°93.
- Lang, D. (2009) *Hysteresis in Unemployment: Time, Unemployment and Economic Dynamics*, Sarrebruck: VDM Verlag.
- Lavoie, M. (1992) *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Cheltenham (UK): Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2014) *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Cheltenham (UK): Edward Elgar.
- Lavoie, M. (2022) “Is There a Phillips Curve? Unemployment and Inflation”, *unpublished manuscript*.
- Lerner, A. (1951) *Economics of Employment*, New York: McGraw Hill.
- Liviatan, N., and Piterman, S. (1986) “Accelerating inflation and balance of payments crises, 1973–1984”, in Y. Ben-Porath (ed.), *The Israeli economy*, Cambridge (MA): Harvard University Press, pp.320–346.
- López Gallardo, J., and Mansilla R. (2007) “The Latin American theory of inflation and beyond”, in E. Pérez Caldentey E., and M. Vernengo M., *Ideas, Policies and Economic Development in the Americas*, New York: Routledge, pp.81-97.
- Luzzi, M. e Wilkis, A. (2019) *El dólar. Historia de una moneda argentina (1930-2019)*, Buenos Aires : Crítica.

Ma, A. M. (2021) “Rethinking trade union density: A new index for measuring union strength”, *Industrial Relations Journal*, vol.52, pp. 528-49, doi: 10.1111/irj.12347.

Machinea J.L. and Fanelli J.M. (1988), “Stopping Hyperinflation: The Case of the Austral plan in Argentina, 1985-1987”, in: M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch and S. Fischer (eds.), *Inflation Stabilization, The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, Cambridge (MA): MIT Press, pp.111-152.

Marie, J. (2010) “Inflation in Argentina during the Second Peronist Period (1973-76): A Post-Keynesian Interpretation”, *Review of Political Economy*, vol.22, pp.281-299, doi: 10.1080/09538251003665677.

Marie, J. (2014) “Hyperinflation argentine de 1989: une interprétation post-keynésienne”. *Revue de la Régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, vol.15, doi: 10.4000/regulation.10794.

Marques-Pereira, J. (2007) “Crecimiento, conflicto distributivo y soberanía monetaria en Argentina”, In: R. Boyer y Neffa J.C. (coords.), *Salida de crisis y estrategias alternativas de desarrollo, la experiencia argentina*, Buenos Aires: Miño y Dávila, pp.177-207.

Martinez R. (2003), *Estudios macroeconómicas vol. 3, información estadística macroeconómica parte I*, Buenos Aires: CEPAL.

Miotti, L. (1995), « Argentine : de la crise de la régulation à la régulation de la crise », in : F. Nicolas et L. Krieger Mytelka (dir.), *L'innovation, clef du développement. Trajectoires de pays émergents*, Paris : Masson, pp.193-246.

Montes-Rojas G. and Toledo F. (2021) “External Shocks and Inflationary Pressures in Argentina: A Post-Keynesian-Structuralist Empirical Approach”, *Review of Political Economy*, Online First, doi: 10.1080/09538259.2021.1993001

Mügge, D. (2020) “Economic statistics as political artefacts”, *Review of International Political Economy*, vol.29, pp.1-22, doi: 10.1080/09692290.2020.1828141.

Nevile, J. W. and Kriesler, P. (2008) “Expectations and unemployment”, in L.R. Wray and M. Forstater, *Keynes and Macroeconomics after 70 Years. Critical Assessments of The General Theory*, Cheltenham (UK): Edward Elgar, pp. 309-320.

Nitzan, J. and Bichler, S. (2000) “Inflation and accumulation: The case of Israel”, *Science & Society*, vol.64, pp.274–309.

O'Donnell, G. (1977) “Estado y alianzas en la Argentina, 1956-1976”, *Desarrollo Económico*, vol.16, pp.523-54.

OECD (1997) *OECD Economic Surveys: Bulgaria 1997. Special features, financial stability, the banking sector restructuring*, Paris: OECD Publishing, doi:10.1787/eco_surveys-bgr-1997-en.

Offenbacher, A. and Stein, R. (2003) “Dollarisation and indexation in Israel’s inflation and disinflation: ‘There’s more than one way to skin a cat’”, *Comparative Economic Studies*, vol.45, pp.278–305, doi:10.1057/palgrave.ces.8100024.

Orléan, A. (1979) « Une nouvelle interprétation de l’hyperinflation allemande », *Revue économique*, vol.30, pp. 518-539.

Orléan, A. (2007) « Crise de souveraineté et crise monétaire : l’hyperinflation allemande des années 1920 », in Bruno Théret (éds.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 2, Paris : Éditions de l’EHESS, pp. 185-219.

Orléan, A. (2022) « ‘Non aes sed fides’ Réflexions sur le pouvoir de la monnaie », *Revue Française d’Histoire Économique*, à paraître.

Patinkin, D. (1993) “Israel’s stabilization program of 1985, or simple truths of monetary theory”, *Journal of Economic Perspectives*, vol.7, pp. 103–128. doi:10.1257/jep.7.2.103.

Pazos, F. (1963) “Notas para un estudio de la espiral inflacionaria”, *El Trimestre Económico*, vol.30, pp.601–619.

Pazos, F. (1972) *Chronic Inflation in Latin America*. New York: Praeger Publishers.

Pérez Caldentey, E., Perry, N. and Vernengo M. (2020) “The return of Keynes and the Phillips curve in Latin America: evidence from four countries”, *Review of Keynesian Economics*, vol.8, pp.84-101.

Perry, N. and Cline, N. (2013) “Wages, Exchange Rates, and the Great Inflation Moderation: A Post-Keynesian View”, *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n°759

Phipps, A.J. (1981) “The impact of wage indexation on wage inflation in Australia: 1975(2)-1980(2)”, *Australian Economic Papers*, vol.20, pp.333-350.

Podkaminer, L. (1995) “Household Behavior under ‘Austerity’ Stabilization of Hyperinflation: The Roots of Fragility”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.17, pp. 593-605.

Poirot, C. (2003) “Did the currency board resolve Bulgaria’s financial crisis of 1996-97?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.26, pp. 27–55.

Ponsot, J.-F. (2002) *Le Currency Board ou la négation de la Banque Centrale. Une perspective historique du régime de caisse d’émission*, Thèse de Doctorat : Université de Bourgogne – Dijon.

Ponsot, J.-F. (2019) « Économie politique de la dollarisation », *Mondes en développement*, vol.188, pp. 51-68, <https://doi-org.inshs.bib.cnrs.fr/10.3917/med.188.0051>.

Prager, J. (1986) “Wage indexation and the Israeli labor market: The institutional imperative”, *International Journal of Middle East Studies*, vol.18, pp.259–273.

Prager, J. (1996) “Banking privatization in Israel, 1983–1994: A case study in political economy”, *BNL Quarterly Review*, vol.197, pp.209–240.

Rapoport M. (2004) *Historia económica, política y social de la Argentina 1880-2000*, Buenos Aires: Macchi.

Reinhart, C. and Savastano, M. (2003) “The Realities of Modern Hyperinflation”, *Finance and Development*, vol.40/2, pp. 20-23.

Reuveny, R. (1997) “Democracy, credibility, and sound economics: The Israeli hyperinflation”, *Policy Sciences*, vol.30, pp.91–111.

Robinson, J. (1951) “The economics of hyperinflation”, In J. Robinson (Ed.), *Collected economic papers* (Vol.1, pp. 69–77). Oxford: Basil Blackwell.

Robinson, J. (1964) "Full Employment and Inflation", In J. Robinson (Ed.), *Collected economic papers*, vol.2, pp.271-279, Oxford: Basil Blackwell.

Ros, J. (1989) “On inertia, social conflict, and the structuralist analysis of inflation”, *Kellogg Institute Working Paper*, n°128.

Rowthorn, R.E. (1977) “Conflict, Inflation and Money” *Cambridge Journal of Economics*, vol.1, pp.215–229.

Saboin-Garcia, J.-L. (2018) “The Modern Hyperinflation Cycle: Some New Empirical Regularities”, *IMF Working Paper*, n°18/266.

Salama, P. et Valier, J. (1990) *L'économie gangrenée*, Paris: La Découverte.

Sapir, J. (1993) « Formes et Nature de l'Inflation », *Économie Internationale*, vol.34, pp.25–65.

Sapir, J. (1995) « L'inflation en Russie : Inadaptation des politiques de stabilisation et spécificités du processus inflationniste », *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, vol.2, pp.113–159.

Schiffer, Z. F. (1986) “Adjusting to high inflation: The Israeli experience”, *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, May.

Schiffman, D., Young, W. and Zelekha, Y. (2017) *The role of economic advisers in Israel's economic policy. Crises, reform and stabilization*, New York: Springer.

Serrano, F. (2010) “O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial”, *Revista da Economia Contemporânea*, vol.14, pp.395-421.

Setterfield, M. (2006) “Is inflation targeting compatible with Post Keynesian economics?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.28, pp.653-671.

Setterfield, M. (2007) “The rise, decline and rise of incomes policies in the US during the post-war era: an institutional-analytical explanation of inflation and the functional distribution of income”, *Journal of Institutional Economics*, vol.3, pp.127-146.

Setterfield, M. and Cornwall, J. (2002) “A neo-Kaldorian perspective on the rise and decline of the Golden Age”, in M. Setterfield (ed.), *The Economics of Demand-Led Growth: Challenging the Supply Side Vision of the Long Run*, Cheltenham (UK): Edward Elgar.

Sgard, J. (1999) « Crise financière, inflation et *Currency Board* en Bulgarie (1991–1998) : les leçons d’une transition indisciplinée », *Revue d’études comparatives Est-Ouest*, vol.30, pp.215–235.

Sgard, J. (2007), “Hyperinflation et reconstruction de la monnaie nationale : une comparaison de l’Argentine et du Brésil (1990-2002) », in B. Théret (éd.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol. 2, Paris : Éditions de l’EHESS, pp.461-487.

Smith, W. (1991) “Conflicto distributivo y política macroeconómica en Argentina”, *Revista Mexicana de sociología*, vol.53, pp.71-106.

Stirati, A. and Paternesi Meloni, W. (2018) “A short story of the Phillips curve: from Phillips to Friedman... and back?”, *Review of Keynesian Economics*, vol.6, pp.493-516.

Sturzenegger, F.A. (1991) “Description of a populist experience: Argentina 1973–1976”, in: R. Dornbusch and S. Edwards (eds.), *The Macroeconomic of Populism in Latin America*, Chicago: University of Chicago Press.

Taylor, L. (1994) “The market met its match: Lessons for the future from the transition’s initial years”, *Journal of Comparative Economics*, vol.19, pp.64–87.

Taylor, L. (2004) *Reconstructing Macroeconomics: Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, Harvard: Harvard University Press.

Taylor, L. and Barbosa-Filho N. (2021) “Inflation? It’s Import Prices and the Labor Share!”, *INET Working Papers Series*, n°145.

Théret, B. (2007) *La monnaie dévoilée par ses crises*, Paris : Éditions de l’EHESS.

Vahabi, M. (2005) « La contrainte budgétaire lâche et la théorie économique », *Revue d’études comparatives Est-Ouest*, vol.36, pp.143–176.

Vera, L. (2013) “A note on the Pazos-Simonsen mechanism and Kaldor’s early research on Latin American inflation”, *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 33, pp.260-280.

Vera, L. (2017) “The Distribution of Power and the Inflation-Unemployment Relationship in the United States: A Post-Keynesian Approach”, *Review of Radical Political Economics*, vol.49, pp.265-285, doi: 10.1177/0486613415621743.

Vernengo, M., Pérez Caldentey, E. (2020) “Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries”, *Challenge*, vol.63, pp. 332-348, doi: 10.1080/05775132.2020.1747729.

Warren, N. A. (1980) “Wage Indexation in Australia and the Role of a Gross Earning Deflator”, *Fiscal Studies*, vol.1/3, pp.60-64.

Weintraub, S. (1958) *An Approach to the Theory of Income Distribution*, Boston (MA): Chilton Company.

Weintraub, S. (1978) “The missing theory of missing wages”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.1/2, pp.59-78.

Williams, C. G. (1981) “Joan Robinson and Unions, Distribution and Inflation”, *Relations industrielles / Industrial Relations*, vol.36/3, pp.576-588.

Wray, L. R. (2012) *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, New York: Palgrave Macmillan.