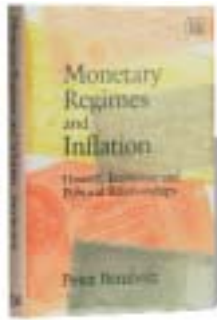


## Les horreurs de l'hyperinflation



Peter Bernholz

### Monetary Regimes and Inflation

History, Economic and Political Relationships  
Edward Elgar, Surrey, United Kingdom/Northampton, Massachusetts, 2003, 224 p., 55 £/85 \$ (toilé)

PETER BERNHOLZ, un des plus éminents économistes monétaires européens, entraîne le lecteur dans un voyage exploratoire à travers le temps et l'espace, en leur faisant partager l'expérience professionnelle de toute une vie. Ses pérégrinations nous emmènent de l'Égypte ancienne à la Bolivie contemporaine. Excellent guide, Bernholz fait revivre au lecteur les épisodes inflationnistes majeurs de l'histoire, dont 29 méritent le vocable d'hyperinflation (lorsque le niveau général des prix monte de 50 % ou davantage chaque mois). Il ne s'agit pas d'une visite du Louvre, mais plutôt de la Chambre des horreurs chez Madame Tussaud. Il ne dépeint ces horreurs que pour en tirer les enseignements. Seule une infime minorité des populations d'aujourd'hui a connu les ravages sociaux et politiques causés par les hyperinflations. Par exemple, si l'hyperinflation qu'a connue l'Allemagne sous la République de Weimar n'a été qu'une des catastrophes qui ont contribué à la victoire d'Hitler aux élections, la dévastation économique d'une grande partie de la classe moyenne urbaine allemande, qui a touché notamment les enseignants et autres fonctionnaires, a sans le moindre doute aidé le parti national-socialiste à l'emporter.

Les racines de l'inflation sont à trouver dans les choix politiques. Bernholz montre comment les politiciens au pouvoir sont bien trop facilement tentés de déchaîner les forces qui causent une inflation élevée, parce qu'ils pensent, souvent à juste titre, pouvoir ainsi se maintenir au pouvoir. Quiconque douterait que les choix politiques peuvent ruiner des millions de personnes n'a qu'à voir ce qui s'est passé en Argentine au cours des quinze dernières années. Les dictateurs ne sont pas non plus insensibles aux tentations inflationnistes. La question cruciale est : comment lier les mains des autorités? Cela fait penser à l'analogie classique d'Ulysse lié à son mât pour résister au chant ensorcelé des sirènes. Bernholz nous emmène dans sa quête des régimes monétaires pouvant lier les mains des gouvernants. Mais il n'y a bien sûr pas de solution permanente. Les gouvernants peuvent toujours décider de se défaire de leurs liens.

Bernholz examine tour à tour les régimes à monnaie métallique et à monnaie fiduciaire. Il fonde ses analyses et conclusions sur l'étude d'épisodes inflationnistes, en distinguant l'inflation modérée de l'hyperinflation. On comprend mieux la raison de cette distinction lorsqu'il for-

mule des recommandations pratiques. Les remèdes ne sont pas les mêmes pour une inflation modérée et pour l'hyperinflation. Dans le premier cas, il faut s'efforcer de réduire la masse monétaire, tandis que, dans le second, la demande de monnaie s'étant effondrée, la réforme doit viser à accroître la masse monétaire. Le FMI se fait tancer pour n'avoir pas toujours su faire cette distinction. Les cas extrêmes ont eu lieu pendant la Révolution française, la Guerre d'indépendance américaine et la Guerre de sécession, les hyperinflations allemande et hongroise, et il y a eu divers accès d'hyperinflation, dont certains très récents, dans les pays en développement et dans d'anciens pays communistes.

Quelques traits communs se dégagent clairement de ces épisodes. Immanquablement, la loi de Gresham est à l'œuvre : «le mauvais argent» (pièces ou monnaie de papier dépréciées) chasse «le bon argent» (en général, les devises étrangères). À un moment donné au cours du cycle inflationniste, l'inverse peut se produire. C'est ce que l'auteur appelle «la loi de Thiers», selon laquelle il y a substitution de monnaie parce que le public se méfie de la monnaie de papier à tel point que personne ne l'accepte plus en paiement, et ce malgré la menace de sanctions draconiennes (sous la Révolution française, quiconque se risquait à *demandar* en quelle monnaie payer était condamné à de longues années de bagne). Bernholz montre également comment le taux de change réel tend à se comporter pendant et à la suite d'une inflation, et le rôle important que jouent les épisodes successifs de sous-évaluation et de surévaluation dans l'alternance du soutien aux politiques inflationnistes et anti-inflationnistes. Les gouvernements qui ont mis fin aux épisodes de haute inflation ou d'hyperinflation ont souvent été portés au pouvoir par des coalitions d'exportateurs, de producteurs nationaux et leurs employés.

La conclusion de Bernholz est inconditionnellement libérale (au sens européen du XIX<sup>e</sup> siècle) : l'étalon or est le moyen le plus efficace de lier les mains des gouvernants. Dans un passage quelque peu succinct, il réfute les arguments selon lesquels les récessions étaient pires pendant la période de l'étalon or que sous d'autres régimes monétaires.

J'aurais aimé trouver un chapitre supplémentaire sur l'impact de la mondialisation sur l'inflation. Il est notable que, depuis dix à quinze ans, la fréquence des épisodes d'inflation pathologique a diminué. Par exemple, en Amérique latine, qui a subi le fléau de l'inflation pendant l'essentiel de son histoire postcoloniale, l'inflation moyenne est maintenant à un bas niveau. Rares sont ceux qui l'auraient prédit. À mon avis, cette amélioration s'explique en grande partie par une «contagion vertueuse». D'abord, les pays de la zone euro ont fait de la maîtrise de l'inflation un de leurs objectifs de politique économique primordiaux et, grâce à un cadre institutionnel supranational, ils y sont parvenus. Ensuite, les États-Unis (historiquement bien moins allergiques à l'inflation que l'Allemagne) leur ont emboîté le pas,

tout comme un certain nombre d'autres pays, dont beaucoup ont renforcé l'autonomie de leur banque centrale et dont certains ont subordonné leur politique monétaire au ciblage de l'inflation. Il se peut que la libéralisation commerciale quasi générale provoque une concurrence bénéfique entre régimes. À terme, les pays en développement se sont rendu compte que, s'ils jugulaient l'inflation, cela rehausserait leur compétitivité. Effectivement, dans la plupart des pays en développement et en transition, il est devenu pratiquement impossible pour les partisans d'une inflation plus élevée de remporter les élections. À la bonne heure!

En bref, Bernholz invite ses lecteurs à un voyage enrichissant. Son livre s'adresse à des spécialistes aussi bien qu'au grand public, qui peut se permettre de sauter les passages les plus techniques sans perdre le fil. Dernière remarque, mais non des moindres : le livre offre des citations imagées «en temps réel» d'Ernest Hemingway, de Stefan Zweig et d'autres écrivains qui illustrent certaines des expériences personnelles surréelles et tragiques causées par l'hyperinflation.

**Guy Pfeffermann**

Directeur, Global Business School Network  
Société financière internationale, Washington

## Flotter ou ne pas flotter



**W. Max Corden**

### **Too Sensational**

*On the Choice of Exchange Rate Regimes*

MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2002, 288 p., 29,95 \$/19,95 £ (toilé)

LE LIVRE s'ouvre sur une citation d'Oscar Wilde dans laquelle l'auteur irlandais qualifie la dépréciation marquée que la roupie indienne a subie dans les années 1870 d'«un peu trop sensationnelle». Les fortes fluctuations des taux de change déchainent bien des passions chez les décideurs et dans l'opinion, suscitant souvent des solutions tout aussi sensationnelles. Plutôt que de céder à cette tentation, le professeur Corden propose un exposé raisonné des compromis qu'entraîne inévitablement le choix d'un régime de change.

Selon lui, il importe avant tout de décider de ce qu'on peut attendre du régime de change. Excellent point de départ : si l'on a trop d'espoirs, la déception est assurée. Corden propose trois pistes possibles. Un pays à forte inflation cherchant à crédibiliser sa politique de désinflation choisira d'ordinaire un point d'ancrage nomi-

nal. Un pays surtout préoccupé par l'emploi et la production, et non l'inflation, se fixera sur une variable réelle. Si les forces irrationnelles du marché chahutent le taux de change, c'est l'objectif de la stabilité monétaire qu'il faut privilégier.

Ayant tracé ces trois axes, Corden énumère trois catégories fondatrices : le flottage pur, la parité absolument fixe (dollarisation ou union monétaire), ou la parité fixe mais ajustable. Ce dernier régime a la particularité d'être vulnérable aux attaques spéculatives. Tous les régimes de change jamais mis en place se fondent sur une combinaison de ces régimes constitutifs.

Armé de ce modèle élémentaire, Corden entreprend un récit intelligent et parvient admirablement à ses fins. Il dit l'importance de la discipline budgétaire, évoque la dollarisation de la dette et propose une visite guidée des régimes de change que le monde a connus ces dernières décennies. D'un bout à l'autre, il adopte un ton posé et modéré. Il explique, par exemple, qu'on a sans doute tort d'accuser les régimes de parité fixe mais ajustable d'avoir causé la crise asiatique. Tous les pays qu'elle a touchés ont été forcés d'abandonner leurs régimes de change à la suite de la crise, mais peut-être n'en étaient-ils pas la cause. La morale, c'est que le choix d'un régime de change implique inévitablement des compromis.

Se gardant de toute polémique lorsqu'il passe en revue l'ensemble des grandes questions liées aux régimes de change, Corden parvient à présenter

un exposé bien argumenté, mais en termes simples, sur les questions clés de la politique en macroéconomie ouverte. C'est un ouvrage apaisant pour ceux que gêne le sensationnalisme excessif qui sévit dès qu'il est question de taux de change.

**Jaewoo Lee**

Économiste principal  
Département des études du FMI

## Comment faire repartir la machine économique américaine

**Jeff Madrick**

### **Why Economies Grow**

*The Forces That Shape Prosperity and How to Get Them Working Again*  
Basic Books (for the Century Foundation), New York, 2002, xiv + 242 p., 26 \$ (toilé)

DANS CE LIVRE bien écrit et extrêmement facile d'accès, Jeff Madrick, chroniqueur au *New York Times*, rappelle à chacun d'entre nous — grand public comme décideurs — qu'en dépit du tapage autour de l'avènement de la technologie de l'information *urbi et orbi*, il n'y avait pas grand-chose de vraiment *nouveau* dans la «nouvelle économie» américaine des années 90. Historiquement, la croissance américaine entre 1995 et 2001, bien qu'indéniablement forte, n'a pas surpassé celle de périodes antérieures d'expansion, comme le dernier quart du XIX<sup>e</sup> siècle ou le boom de l'après-guerre de 1945 à 1972. En outre, la

période 1995–2001 a fait suite à vingt-deux ans de baisse du revenu moyen et de croissance molle, voire de stagnation économique.

La phase d'expansion qui a débuté au milieu des années 90 a surpris tout le monde : les économistes, les décideurs et l'opinion publique. La nature humaine a horreur du changement, surtout lorsqu'il paraît soudain. Madrick a une thèse : le sentiment général que la chance de l'économie américaine avait tourné a créé un fort besoin d'explications plausibles. Les médias, puis Wall Street et le Congrès américain, voulaient trouver une raison simple et malgré tout convaincante. Et l'idée d'une «nouvelle économie», fondée sur la croissance des secteurs technologiques, fournissait une explication viable et immédiate, tout en jetant les bases de la politique de déterminisme technologique qui allait suivre. Cependant, comme Madrick le souligne à maintes reprises, ce genre de réactions sans nuances, qui ne sont souvent au départ qu'un confort intellectuel, préoccupent les théoriciens et peuvent être

dangereuses pour la politique gouvernementale, car, comme dans le cas de la «nouvelle économie», elles s'enracinent souvent dans la rhétorique et la doctrine politiciennes et en viennent à être acceptées passivement par tous comme une réalité.

La thèse de Madrick est certes sujette à controverse, mais c'est le lot de quiconque s'attaque aux croyances courantes, aussi inexactes ou aveuglantes soient-elles. Pour les Américains, il est facile de parer la technologie de toutes les vertus quand elle vient s'installer dans leur économie, mais Madrick veut que nous dépassions les explications simplistes et étroites afin de mieux comprendre comment fonctionne réellement l'économie américaine. La technologie — que ce soit son développement, son acceptation, son utilisation, ou ses progrès — n'est qu'une des forces motrices de la croissance économique parmi d'autres. L'ouverture des marchés, la primauté du droit, l'innovation et la gestion responsable sont des facteurs bien plus déterminants de la

vitalité économique soutenue, surtout lorsqu'elles se conjuguent.

L'intérêt majeur de ce nouveau livre — outre certains conseils pratiques pour le long terme et malgré le chapitre final exagérément pessimiste — est qu'il présente une analyse approfondie de l'envers du débat autour de la politique américaine de déterminisme technologique. Cet ouvrage s'adresse à ceux qui élaborent et déterminent la politique nationale, aussi bien qu'au grand public. Certains aspects de l'exposé peuvent sembler simplifiés à l'extrême à certains universitaires, mais le livre de Madrick contribue notablement à faire mieux comprendre la profondeur, la complexité et la capacité d'adaptation de l'économie américaine et, de façon plus générale, les théories et les réalités empiriques de la croissance économique.

**Sean M. Culhane**

Rédacteur

Département des relations  
extérieures du FMI

*Elisa Diehl est responsable de cette rubrique.*



Le Bulletin du FMI vous tient au courant de l'action du FMI dans le contexte de l'évolution économique et financière mondiale. Vous y trouverez des articles qui traitent des questions d'actualité touchant au système monétaire international, telles que les progrès de la mondialisation, le renforcement de la transparence et l'évolution des économies en transition, ainsi que des analyses des politiques macroéconomiques et des études de pays.

Le *Bulletin* paraît 22 fois par an en anglais, en espagnol et en français (numéros de 16 pages). L'abonnement comprend en outre un *Supplément annuel consacré au FMI*, des suppléments thématiques périodiques et un index annuel.

La version intégrale de l'édition française du *Bulletin* et du *Supplément consacré au FMI* est affichée sur le site Internet du FMI (<http://www.imf.org>).

Tarif de l'abonnement : 79 dollars par an (envoi par avion ou courrier rapide).

Le *Bulletin du FMI* est envoyé gratuitement aux bibliothèques et enseignants des universités et à l'adresse professionnelle des hauts fonctionnaires nationaux et internationaux et des journalistes et auteurs de publications financières.

ADRESSEZ VOTRE DEMANDE D'ABONNEMENT À :

International Monetary Fund • Publication Services • Box FD-303 • 700 19th Street, N.W. • Washington, DC 20431 •  
Téléphone : (202) 623-7430 • Fax : (202) 623-7201 • E-mail : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)