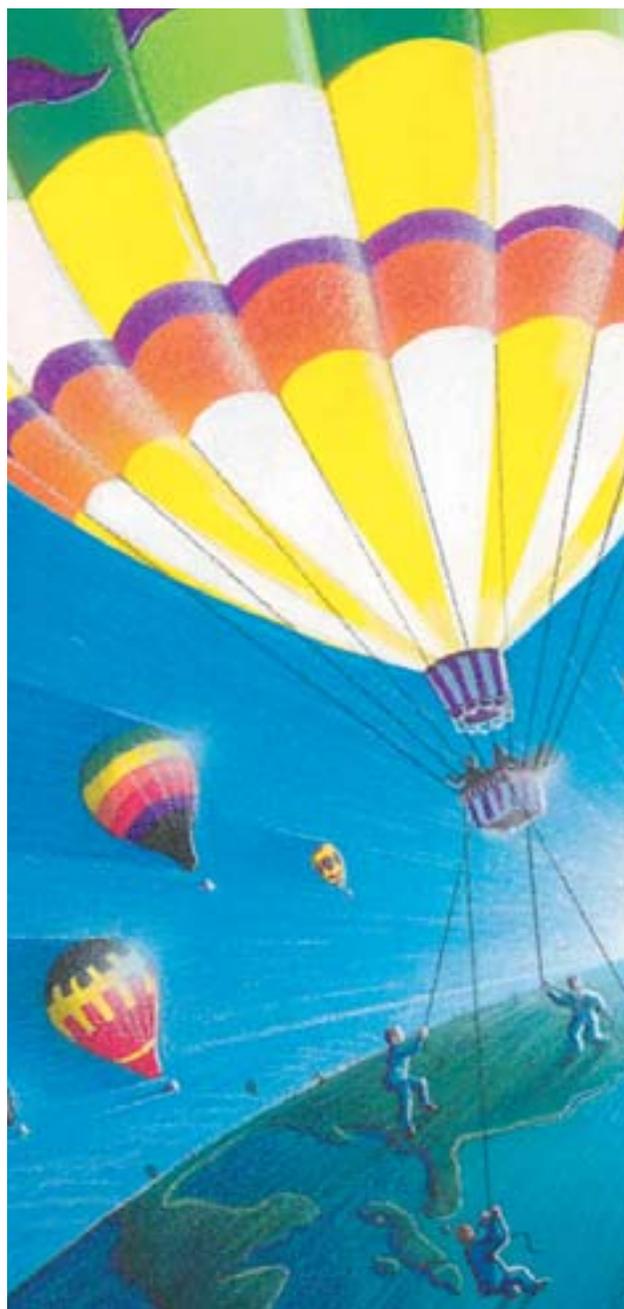


Vaincre l'inflation

Chance, situation de départ et institutions politiques

A. Javier Hamann et Alessandro Prati



LES PAYS en proie à une inflation élevée engagent en général plusieurs programmes de désinflation, parfois avec un succès seulement temporaire. Les cas les mieux connus de stabilisation ratée se situent peut-être en Amérique latine : la *tablita* dans le Cône Sud à la fin des années 70 et au début des années 80 (les autorités ont annoncé à l'avance le taux de dépréciation de la monnaie afin de guider les anticipations inflationnistes) et les programmes hétérodoxes du milieu des années 80 (les efforts de stabilisation étaient appuyés par des contrôles des prix et des salaires). Parallèlement, quelques pays latino-américains — comme la Bolivie au milieu des années 80, ou le Nicaragua et le Pérou au début des années 90 — ont connu une réussite spectaculaire. En dehors de l'Amérique latine, Israël a stabilisé son inflation au milieu des années 80 et l'Islande, qui n'avait pas réussi à dompter l'inflation au milieu des années 70, en a finalement triomphé au milieu des années 80.

À notre connaissance, seul Francisco José Veiga a jamais cherché à identifier empiriquement les raisons de l'échec de nombreux programmes de désinflation (dans son article «What Causes the Failure of Inflation Stabilization Plans?», publié en 1999 dans le *Journal of International Money and Finance*). Nous avons étudié 51 programmes de stabilisation (voir encadré et tableau). L'attention que nous avons accordée à la durabilité de la stabilisation et la portée de notre étude — du point de vue de la taille de l'échantillon et de l'éventail des questions couvertes — distinguent notre analyse des autres publications sur la désinflation. Nous avons conclu que la chance, la situation de départ et les institutions politiques ont été les plus importants facteurs du succès ou de l'échec de la désinflation. L'évolution de variables macroéconomiques (telles que le taux de change réel, la croissance du PIB et les réserves de change) et de variables liées à l'action des pouvoirs publics (telles que l'ajustement monétaire et budgétaire) a joué un rôle moindre, mais néanmoins important. Cette conclusion tient peut-être au fait que l'ajustement macroéconomique lui-même dépend de la situation de départ et de facteurs politiques, et il ne faut pas en déduire que la politique macroéconomique n'est pas importante.

Chance

Si un pays cherchant à stabiliser les prix et les salaires a la malchance d'être exposé à de graves chocs externes (par exemple une baisse de la demande de ses exportations) pendant son programme de désinflation, la probabilité d'échec augmente. Un

choc tel qu'une hausse des taux d'intérêt américains rend l'échec plus probable pour un pays où les mouvements de capitaux sont libres. Ces variables restent statistiquement significatives après neutralisation des effets des variables *macroéconomiques* et des variables *liées à l'action des pouvoirs publics*, ce qui semble indiquer que les chocs extérieurs ont des effets allant au-delà de ceux qui apparaissent dans les variables macroéconomiques nationales. La chance est donc un facteur d'explication important du succès ou de l'échec d'un programme de stabilisation.

Situation de départ

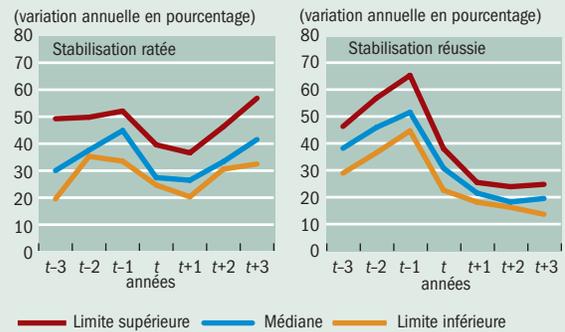
Le rôle essentiel de la situation qui prévaut avant la stabilisation confirme plusieurs prédictions des ouvrages théoriques sur la stabilisation de l'inflation, dont certaines, à première vue, semblent peut-être paradoxales.

Des échecs antérieurs réduisent les chances de succès. Le risque d'échec est plus grand pour les pays ayant de plus longs antécédents d'inflation élevée au début d'un programme de stabilisation, ce qui semble appuyer la théorie selon laquelle une inflation persistante favorise la mise en place d'institutions et de pratiques, telles que l'indexation, qui compliquent la stabilisation. Les stabilisations réussies (ratées) dans un premier temps ont plus de chances, toutes choses étant égales par ailleurs, de réussir (d'échouer) l'année suivante, d'où l'importance de la crédibilité des pouvoirs publics. Donc, le succès d'une stratégie de désinflation dépend des antécédents d'un pays en matière d'inflation, ainsi que de l'action initiale et de la réputation des pouvoirs publics en place.

Une mauvaise situation de départ est parfois utile. Nos observations confirment résolument l'«hypothèse de crise» — c'est-à-dire qu'une détérioration soudaine de la situation est nécessaire pour dégager un consensus politique favorable à la

Graphique 1
Évolution de l'inflation¹

Dans les pays dont le programme de stabilisation n'a pas satisfait au critère 1 et a donc été considéré comme un échec (voir encadré et tableau), l'inflation a rebondi après un an. (médiane de l'échantillon et intervalles de confiance de 95 %)



Sources : FMI, *International Financial Statistics* (diverses années); sources nationales; estimations des auteurs.

Note : t est l'année de stabilisation. L'axe des x indique les trois années avant et après la stabilisation.

¹Pour limiter l'effet des observations aberrantes, les taux d'inflation (x) ont été remis à l'échelle à l'aide de la formule $x/(100+x)$.

stabilisation. Donc, paradoxalement, une inflation plus élevée avant un programme de stabilisation va généralement de pair avec une plus grande probabilité de succès.

Certaines conditions initiales favorables peuvent faciliter le succès d'un programme de stabilisation. Par exemple un niveau relativement élevé de réserves de change au début du programme constitue pour les autorités une protection contre une évolution initiale défavorable et réduit les risques d'échec.

Dans la mesure où les autorités ont pu choisir quand engager leur plan de stabilisation, ces résultats indiquent que le moment

Comment nous avons sélectionné les programmes et mesuré leur succès ou échec

Nous avons sélectionné les 51 programmes de stabilisation de notre étude à l'aide d'une règle numérique : l'inflation annuelle doit avoir atteint au moins 40 % dans les deux années précédant la stabilisation, avoir chuté d'un quart au moins pendant l'année de la stabilisation et être restée au-dessous de son niveau d'avant la stabilisation pendant l'année suivante. La logique de ces seuils est examinée dans Hamann (2001).

Pour déterminer le succès d'un programme de stabilisation, nous avons utilisé deux critères (voir tableau). Selon le premier, la stabilisation a échoué si, à quelque moment que ce soit pendant les trois premières années qui ont suivi la stabilisation, l'inflation a dépassé les trois quarts du niveau observé pendant l'année avant la stabilisation. Sur la base de ce critère, 34 programmes ont abouti et 17 ont échoué. Selon le deuxième critère (plus strict), l'inflation doit rester égale ou inférieure au niveau atteint l'année de la stabilisation pendant les trois années suivantes. Sur la base de ce critère, 20 programmes ont été menés à bien et 31 n'ont pas abouti. Nos principaux résultats ne varient pas selon le critère choisi, ni selon un troisième (non dichotomique).

Le graphique 1 (basé sur le premier critère) indique que le sentier de l'inflation dans les pays dont le programme a abouti est assez différent de celui des pays dont le programme a

échoué : après une baisse notable pendant l'année de stabilisation, l'inflation a continué de fléchir dans le premier groupe de pays, mais est restée quasi inchangée dans le second. Pendant les deuxième et troisième années après la stabilisation, les écarts d'inflation deviennent plus marqués et statistiquement significatifs, ce qui semble indiquer que ce simple critère sépare les pays en deux groupes dont le sentier de l'inflation est très distinct après la stabilisation.

Pour les tests économétriques, nous avons organisé nos séries de données sous forme d'un panel avec trois années poststabilisation pour chacun des 51 programmes de stabilisation, et nous avons procédé à une recherche de spécifications par étapes, en ajoutant graduellement des blocs de variables explicatives. Le premier bloc inclut des mesures des *conditions extérieures* et *initiales*, notamment l'ancrage nominal du programme. Nous avons ajouté des mesures de l'*évolution politique* et des *institutions* à la meilleure spécification de cette première étape. Nous avons interprété les modèles initiaux comme étant la forme réduite d'un modèle structurel plus compliqué. Dans l'étape finale de la recherche, nous avons ajouté le sentier des variables *macroéconomiques* et des variables *liées à l'action des pouvoirs publics* après la stabilisation, en retardant toutes les variables indépendantes d'un an pour éviter des problèmes de simultanéité.

Désinflation : un dur combat

Les auteurs ont étudié 51 programmes de stabilisation dans 31 pays. Selon un premier test, un tiers a échoué. Selon un autre test plus sévère, le taux d'échec est de 61 %.

	Date de la stabilisation	Ancrage par le taux de change?	Succès?	
			Critère 1 ¹	Critère 2 ²
Argentine (1)	1977		Oui	Oui
Argentine (2)	1980	Oui		
Argentine (3)	1986	Oui		
Argentine (4)	1991	Oui	Oui	Oui
Bangladesh	1975		Oui	Oui
Bolivie	1986		Oui	Oui
Brésil(1)	1966	Oui	Oui	Oui
Brésil (2)	1991		Oui	
Chili (1)	1965		Oui	Oui
Chili (2)	1975		Oui	Oui
Congo, Rép. dém. du (1)	1969		Oui	
Congo, Rép. dém. du (2)	1980			
Congo, Rép. dém. du (3)	1985			
Costa Rica	1983		Oui	Oui
Équateur (1)	1990		Oui	
Équateur (2)	1994	Oui	Oui	
Ghana (1)	1978			
Ghana (2)	1985			
Guinée	1988		Oui	
Guinée-Bissau (1)	1990			
Guinée-Bissau (2)	1993		Oui	
Guyana	1992		Oui	Oui
Indonésie	1967		Oui	
Islande (1)	1976			
Islande (2)	1984	Oui	Oui	
Israël	1986	Oui	Oui	Oui
Jamaïque	1993		Oui	
Liban (1)	1988		Oui	Oui
Liban (2)	1993		Oui	Oui
Mexique (1)	1984			
Mexique (2)	1989	Oui	Oui	
Mozambique	1988		Oui	Oui
Nicaragua	1991	Oui	Oui	Oui
Nigéria	1990			
Ouganda (1)	1982			
Ouganda (2)	1989		Oui	Oui
Pérou (1)	1986	Oui		
Pérou (2)	1991		Oui	Oui
République arabe syrienne	1988		Oui	Oui
République Dominicaine	1992		Oui	
São Tomé-et-Príncipe	1992			
Sierra Leone (1)	1988		Oui	
Sierra Leone (2)	1992		Oui	Oui
Somalie (1)	1982			
Somalie (2)	1985			
Turquie (1)	1981		Oui	
Uruguay (1)	1969	Oui	Oui	
Uruguay (2)	1976			
Uruguay (3)	1981	Oui		
Uruguay (4)	1992	Oui	Oui	Oui
Zambie	1994		Oui	Oui
Nombre de stabilisations	51		34	20
Pourcentage de réussite			67	39
Nombre de stabilisations fondées sur le taux de change		13	9	5
Pourcentage de réussite			69	38

Source : Hamann (2001).

¹La stabilisation est jugée ratée si, à un moment quelconque dans les trois années suivantes, l'inflation a dépassé trois quarts du taux observé l'année d'avant la stabilisation.

²La stabilisation est jugée ratée si, à un moment quelconque dans les trois années suivantes, l'inflation a dépassé le niveau atteint pendant l'année de la stabilisation.

choisi est peut-être aussi important que la conception de la stratégie pour déterminer le sort d'un programme de stabilisation et que les choix effectués initialement sont très importants.

Des stabilisations fondées sur le taux de change ont plus de chances de réussir. Puisque l'ancrage par le taux de change contribue au succès de la désinflation même après neutralisation des effets de l'ajustement monétaire et budgétaire, nous concluons qu'il joue peut-être un rôle dans la coordination des anticipations (et ne se contente pas d'imposer une discipline macroéconomique), comme d'autres économistes l'ont sug-

géré. Cependant, il est à noter qu'un effet significatif de l'ancrage par le taux de change ne peut être identifié qu'après neutralisation des effets d'autres conditions initiales et chocs externes. Par contre, une simple analyse à deux variables montre que le taux d'échec des stabilisations fondées sur le taux de change est similaire à celui des stabilisations reposant sur d'autres ancrages nominaux (voir tableau). Le choix d'un ancrage nominal n'est donc que l'un des nombreux facteurs qui déterminent le succès ou l'échec d'une stratégie de stabilisation.

Les pays dont le secteur financier est ouvert sont mieux placés. Si les capitaux circulent librement au début d'un programme de stabilisation, les chances de succès sont généralement accrues — bien que l'effet des chocs extérieurs puisse aussi s'en trouver amplifié, comme on l'a expliqué ci-dessus. Il n'est guère établi que la libéralisation des transactions courantes contribue au succès de la désinflation.

Le rôle des institutions politiques

La durabilité et d'autres caractéristiques fondamentales des régimes et institutions politiques contribuent au succès d'un programme de stabilisation.

Les pays disposant d'institutions politiques bien ancrées ont plus de chances de mener à bonne fin leur programme, observation qui confirme l'idée selon laquelle l'instabilité politique va de pair avec une inflation élevée et avec le recours au seigneurage (création de monnaie) comme source de revenus.

Un pays où le pouvoir exécutif est puissant a plus de chances de réussir. Cette observation n'est pas tirée de stabilisations réussies dans des régimes non démocratiques de notre échantillon et appuie donc les théories selon lesquelles les régimes présidentiels sont davantage en mesure de limiter les dépenses publiques.

Les démocraties au scrutin majoritaire mènent généralement à bien leur programme de stabilisation. L'application d'un scrutin majoritaire (par opposition à un scrutin proportionnel) dans le sous-groupe de pays démocratiques dans notre échantillon tend à réduire la probabilité d'échec. Il semble qu'un scrutin majoritaire aille de pair avec des dépenses et des déficits publics plus faibles et, donc, avec un besoin moindre de recourir à l'impôt prélevé par l'inflation.

Les nouveaux gouvernements risquent moins d'échouer. Les gouvernements au pouvoir depuis moins de trois ans ont plus de chances de réussir. Cette observation est conforme aux modèles de réputation — les nouveaux gouvernements choisissent des taux d'inflation plus bas, indépendamment de leurs préférences ou de leur capacité de s'engager à l'avance sur un niveau donné d'inflation — ainsi qu'à l'idée selon laquelle les nouveaux gouvernements risquent peut-être de perdre plus de capital politique que ceux au pouvoir depuis un certain temps.

La cohésion sociale — mais non la cohésion politique, chose étonnante — accroît les chances de succès. L'augmentation des tensions sociales accroît la probabilité d'échec, mais des gouvernements plus polarisés ont plus de chances de réussir. Cela explique peut-être le succès de certains gouvernements d'«unité nationale» — où les principaux partis acceptent de coopérer — dans la lutte contre l'inflation. Cette observation remet en question la pertinence du modèle de la «guerre d'usure», où un parti politique finit par supporter tous les coûts de la stabilisation.

Variables macroéconomiques

Une appréciation du taux de change en valeur réelle peut faire dérailler un programme de stabilisation. Comme l'échec d'une politique de désinflation va généralement de pair avec une forte dépréciation en valeur réelle, nous avons vérifié si un programme de stabilisation avait déjà manqué de répercuter l'effet d'une appréciation en valeur réelle sur la probabilité d'échec. L'effet est statistiquement significatif, ce qui démontre les dangers d'une appréciation excessive pendant la stabilisation.

Rien n'indique qu'il existe un ratio de sacrifice. Les succès vont généralement de pair avec une croissance plus élevée du PIB. La croissance contribue peut-être au succès de la désinflation directement — en améliorant la situation budgétaire de l'État — et indirectement — en créant le consensus nécessaire pour soutenir l'effort d'ajustement. En outre, l'association positive entre croissance et stabilisation réussie indique que, du moins dans notre échantillon, il n'y a pas de ratio de sacrifice (recul de la production nécessaire pour réduire l'inflation), quel que soit l'ancre utilisée. Cependant, il convient d'interpréter ce résultat avec prudence, parce que, dans certains de nos tests, la croissance du PIB semble être bénéfique uniquement à condition qu'elle ne dépasse pas son potentiel.

Les réserves de change jouent un rôle important. Une hausse des réserves de change après la stabilisation est liée au succès de celle-ci. En fait, il se peut qu'une accumulation plus rapide des réserves de change réduise la vulnérabilité du programme de stabilisation aux chocs extérieurs et donne confiance dans ce dernier, surtout s'il est fondé sur un ancrage par le taux de change.

Ajustement monétaire et budgétaire

Bien que l'ajustement monétaire et budgétaire accroisse la probabilité de succès, il n'est parfois pas suffisant. Comme on pourrait s'y attendre, l'incapacité de maintenir les progrès initiaux de la désinflation peut aussi s'expliquer par un ajustement insuffisant de la politique économique. Le graphique 2 montre que les pays qui ont relâché l'ajustement initial de leur politique monétaire et budgétaire n'ont pas réussi à réduire l'inflation, alors que les pays qui ont réussi à la stabiliser ont maintenu ou même renforcé l'ajustement initial. Une analyse économétrique confirme que la réduction des déficits budgétaires et le ralentissement de la croissance du crédit bancaire accroissent la probabilité de succès. Il est intéressant de noter que la plupart des variables saisissant l'importance de la chance, de la situation de départ et des institutions politiques restent statistiquement significatives même lorsque nous incluons des variables liées à l'action des pouvoirs publics dans la régression, ce qui porte à croire que des facteurs autres que l'ajustement monétaire et budgétaire sont des déterminants fondamentaux du succès.

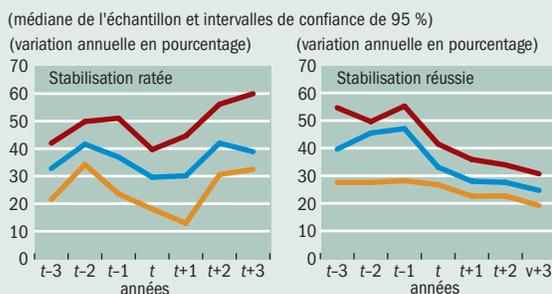
Il est aussi à noter que l'ajustement budgétaire et l'ajustement monétaire sont tous deux statistiquement significatifs. Le fait que la variable ajustement budgétaire reste significative après neutralisation des effets de la croissance du crédit semble indiquer que des déficits moins élevés exercent un effet sur le processus de désinflation en plus de leur effet mécanique direct sur la croissance de la monnaie. À l'inverse, le fait que la croissance du crédit intérieur reste significative après neutralisation des effets de l'évolution budgétaire permet de penser que celle-ci n'explique pas totalement la désinflation et que les conditions d'accès au crédit intérieur sont

Graphique 2

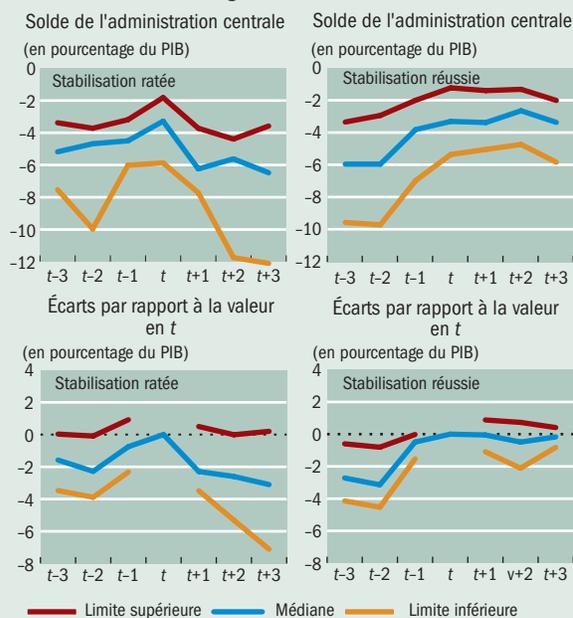
Accroître les chances de succès

Un ajustement monétaire et budgétaire soutenu est essentiel.

Ralentir la croissance du crédit bancaire¹ accroît la probabilité de succès de la désinflation. . .



. . . réduire le déficit budgétaire a le même effet.



Sources : FMI, *International Financial Statistics* (diverses années); sources nationales; estimations des auteurs.

¹Pour limiter l'effet des observations aberrantes, les taux d'inflation (x) ont été remis à l'échelle à l'aide de la formule $x/(100+x)$.

importantes aussi. Par exemple, un programme de stabilisation peut dérailler si le durcissement de la politique budgétaire va de pair avec des entrées de capitaux qui provoquent une expansion du crédit intérieur. ■

A. Javier Hamann est Chef de division adjoint au Département de l'élaboration et de l'examen des politiques. Alessandro Prati est Chef de division adjoint au Département des études.

Cet article s'inspire de l'étude des auteurs intitulée «Why Do Many Disinflation Fail? The Importance of Luck, Timing, and Political Institutions», *IMF Working Paper 02/228* (Washington).

Bibliographie :

Hamann, A. Javier, 2001, "Exchange Rate Based Stabilization: A Critical Look at the Stylized Facts," *IMF Staff Papers*, Vol. 48 (December), p. 111-38.

Veiga, Francisco José, 1999, "What Causes the Failure of Inflation Stabilization Plans?" *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18 (April), p. 169-94.