
Les réalités de l'hyperinflation moderne

En dépit du ralentissement de la hausse des prix dans le monde, l'hyperinflation pourrait réapparaître

Carmen M. Reinhart et Miguel A. Savastano



PLUSIEURS économies européennes ont été en proie à l'hyperinflation au lendemain de la première guerre mondiale. L'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie, la Pologne et la Russie subirent des hausses de prix considérables, allant jusqu'à 3.250.000 % sur un seul mois de 1923 dans le cas de l'Allemagne. Depuis les années 50, cependant, l'hyperinflation sévit uniquement dans les pays en développement ou en transition. Le problème (moins grave) de l'inflation élevée chronique a disparu des pays développés dans les années 80, puis des pays en développement durant la décennie suivante (graphique 1). En Amérique latine et dans les Caraïbes, le taux annuel d'inflation a été ramené en moyenne de 233 % en 1990–94 à 7 % en 2000–02. Dans les pays en transition, la chute a été encore plus spectaculaire, de 363 % à 16 % durant la même période. Enfin, dans les pays en développement d'Asie, traditionnellement peu touchés par l'inflation en comparaison des autres pays en développement, le taux annuel d'inflation s'est récemment stabilisé autour de 5 %.

La faible hausse des prix de ces dernières années pourrait porter à croire que l'hyperinflation et l'inflation élevée chronique ont été éradiquées à jamais. L'histoire, cependant, nous incite à plus de prudence. Pour maintenir cette question importante au premier plan du débat sur l'action des pouvoirs publics, nous allons examiner les grandes tendances des politiques et résultats macroéconomiques observés durant toutes les périodes d'hyperinflation dans les économies de marché à partir du milieu des années 50. Partant de la définition classique de l'hyperinflation publiée en 1956 par Philip Cagan, nous établissons qu'une période d'hyperinflation commence le mois où la hausse des prix dépasse 50 % et s'achève le mois avant que la hausse mensuelle des prix ne retombe au-dessous de ce niveau et s'y maintienne pendant au moins un an. Depuis la fin des années 50, tous les cas de ce genre qui n'étaient pas liés à des conflits armés (intérieurs ou extérieurs) ont été observés dans des pays qui avaient déjà des antécédents d'inflation élevée chronique : Argentine, Bolivie, Brésil et Pérou. À titre de comparaison, notre analyse inclut aussi l'Ukraine, qui, parmi les ex-républiques soviétiques, a connu la plus longue période de forte inflation.

Début et fin

Les périodes d'hyperinflation contemporaines sont différentes de celles qui suivirent la première guerre mondiale. Les pous-

sées d'hyperinflation des années 20 sont soudaines et vite maîtrisées (sans trop d'effets sur l'emploi et la production) après que les pouvoirs publics appliquent des réformes budgétaires et monétaires énergiques qui rétablissent la convertibilité des monnaies et donnent aux banques centrales l'indépendance nécessaire pour conduire la politique monétaire.

À l'opposé, les périodes d'hyperinflation contemporaines ne sont ni brèves, ni rapidement clôturées. Dans la plupart des cas, elles sont précédées de plusieurs années d'inflation élevée chronique. En Argentine, au Brésil et au Pérou, par exemple, le taux d'inflation en glissement annuel est resté au-dessus de 40 % pendant douze à quinze ans avant le pic de l'hyperinflation (tableau 1). Une inflation élevée chronique ne dégénère pas nécessairement en hyperinflation, mais, dans les cinq pays examinés ici, c'est pourtant ce qui s'est produit sous l'effet d'un gonflement incontrôlé de la masse monétaire dû à des déséquilibres budgétaires endémiques.

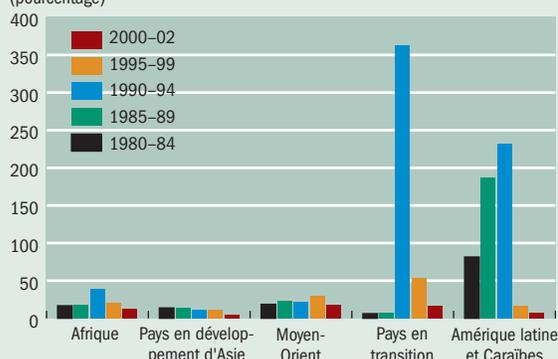
Par ailleurs, dans les périodes d'hyperinflation contemporaines, la stabilité des prix n'est pas rétablie du jour au lendemain. Ainsi la Bolivie et le Pérou ont mis respectivement 14 mois et 3 ans pour ramener leur taux d'inflation au-dessous de 40 %. Le retour sous la barre des 10 % a pris encore plus de temps : 3 ans et demi en Argentine et environ 7 ans et demi en Bolivie. Pour n'avoir pas mis en œuvre les réformes budgétaires et monétaires nécessaires en 1989–90, le Brésil a connu en 1994 une nouvelle période de quasi-hyperinflation.

Graphique 1

Inflation en voie de disparition?

Les taux d'inflation annuels moyens baissent dans la plupart des régions.

(pourcentage)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (diverses années).

Une autre différence tient au fait que la maîtrise de l'hyperinflation ne passe pas toujours aujourd'hui par une pleine convertibilité des monnaies, ni de strictes contraintes institutionnelles sur la politique monétaire. Hormis le cas de l'Argentine, qui s'est dotée d'une caisse d'émission au début de 1991, les pays touchés ont usé d'une combinaison de politiques monétaires et de régimes de change hybrides pour maîtriser l'inflation. La Bolivie et le Pérou ont eu recours à des objectifs monétaires et à de

Tableau 1

L'hyperinflation contemporaine

Un aperçu de périodes d'hyperinflation dans cinq pays

Pays et période	Taux d'inflation record sur 12 mois (pourcentage)	Période pendant laquelle l'inflation a dépassé 40 %		Principal ancrage nominal	Régime de change
		Avant le record	Après le record		
Argentine Mai 1989–mars 1990	20.266 (mars 1990)	15 ans, 2 mois	1 an, 10 mois	Taux de change	Caisse d'émission, avril 1991–1 ^{er} décembre 2001.
Bolivie Avril 1984–septembre 1985	23.447 (août 1985)	3 ans, 5 mois	1 an, 2 mois	Masse monétaire	Flottement dirigé, août 1985–octobre 1987. Ensuite, parité mobile de fait.
Brésil Décembre 1989–mars 1990	6.821 (avril 1990)	14 ans, 3 mois	5 ans, 1 mois	Taux de change	Désinflation de courte durée (plan Collor). L'inflation a augmenté régulièrement entre juillet 1991 et juin 1994, lorsque le plan real, fondé sur une bande de fluctuation étroite, mobile et annoncée au préalable, a été adopté. Ce régime s'est effondré en janvier 1999 et a été remplacé par un flottement dirigé.
Pérou Juillet 1990–août 1990	12.378 (août 1990)	12 ans, 5 mois	3 ans, 3 mois	Masse monétaire	Les marchés des changes ont été unifiés en août 1990 et le taux de change a flotté jusqu'en octobre 1993. Ensuite, bande de fluctuation mobile de fait.
Ukraine Avril 1991–novembre 1994	10.155 (décembre 1993)	11 mois	2 ans, 10 mois	Hybride	Double marché des changes avec tentatives périodiques de rattacher le taux officiel. Marchés des changes unifiés en septembre 1998. Ensuite, parité mobile de fait.

Sources : FMI, *International Financial Statistics* (diverses années); Fischer, Sahay, and Végh (2002); Reinhart and Rogoff (2002); Reinhart and Savastano (2002).

Tableau 2

Déficit budgétaire

Il est essentiel de réduire le déficit budgétaire pour faire reculer l'inflation.

	Taux d'inflation annuel (pourcentage, moyenne)						
	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Argentine (1989-90)	90,1	131,3	343,0	2.697,0	171,7	24,9	10,6
Bolivie (1984-85)	32,1	123,5	275,6	6.515,5	276,3	14,6	16,0
Brésil (1989-90)	147,1	228,3	629,1	2.189,2	477,4	1.022,5	1.927,4
Pérou (1990)	86,3	667,3	3.398,5	7.485,8	409,5	73,5	48,6
Ukraine (1991-94)	s/o	2,1	4,2	1.613,7	376,4	80,2	15,9
	Déficit budgétaire/PIB ¹ (pourcentage)						
	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Argentine (1989-90)	4,2	6,7	8,6	4,9	1,7	-0,4	0,2
Bolivie (1984-85)	7,8	14,7	19,1	16,7	2,5	7,4	5,7
Brésil (1989-90)	11,3	32,3	53,0	56,3	27,2	44,2	58,1
Déficit opérationnel	3,6	5,7	4,8	2,8	0,0	-2,2	0,3
Pérou (1990)	9,0	6,4	7,2	7,4	1,4	2,6	2,7
Ukraine (1991-94)	s/o	s/o	s/o	14,1	8,7	4,9	3,2

Sources : FMI, *International Financial Statistics* (diverses années); Reinhart and Savastano (2002).

Note — t : années d'hyperinflation (entre parenthèses); s/o : sans objet.

¹Secteur public non financier ou ensemble des administrations publiques. Hors pertes quasi budgétaires.

lourdes interventions sur les marchés des changes, tandis que le Brésil et l'Ukraine ont conservé de fait un système de taux de change double durant la majeure partie des années 90.

Effets persistants

Dans chaque exemple contemporain, un rééquilibrage budgétaire majeur a été nécessaire pour maîtriser l'hyperinflation (tableau 2). En fait, à l'exception du Brésil, tous les pays qui ont mis fin à leur hyperinflation ont réduit leur déficit budgétaire de plus de 10 % du PIB en moyenne sur trois ans.

La plupart de ces pays ont connu une croissance économique faible, même s'ils ont su empêcher l'effondrement de l'activité que l'explosion inflationniste menaçait de provoquer. Il y a

donc de bonnes raisons d'être circonspect quant aux effets de la politique macroéconomique au lendemain d'une période d'hyperinflation (graphique 2). Le fait qu'une désinflation réussie ne soit pas immédiatement suivie d'une reprise économique s'explique en partie par l'anémie du secteur bancaire des pays concernés. L'hyperinflation a pour effet de réduire la taille du secteur financier et d'éroder progressivement aussi bien l'efficacité du système des prix que l'utilité de la monnaie nationale comme réserve de valeur, unité de compte et moyen d'échange : l'hyperinflation ramène ainsi l'économie, à l'extrême, quasiment au stade du troc. En Bolivie, les dépôts bancaires sont tombés à leur plus bas niveau (2 % du PIB) l'année qui a suivi le déclenchement de

l'hyperinflation. Même si les dépôts et agrégats monétaires se rétablissent quand l'hyperinflation cesse, les activités d'intermédiation restent extrêmement faibles en regard des normes internationales. Par exemple, dans les quatre pays d'Amérique latine étudiés, le ratio des dépôts bancaires au PIB se situait entre 9 et 20 % trois ans après la fin de la période d'hyperinflation, soit entre le tiers et la moitié du ratio de pays à revenu moyen sans antécédent de forte inflation (graphique 3).

Du fait de l'effondrement de l'intermédiation financière, toutes les hyperinflations contemporaines se sont caractérisées par des crises bancaires. Les retraits massifs de dépôts et le gonflement des prêts improductifs qui ont accompagné les contractions de l'activité ont rendu ces crises extrêmement coûteuses. L'hyperinflation s'est aussi déclarée lorsque les pays touchés n'avaient pas accès aux marchés internationaux des capitaux. Quatre des pays examinés avaient déjà fait défaut sur leur dette bancaire en devises lorsque l'hyperinflation est apparue, et celle-ci a provoqué des défauts de paiement supplémentaires.

La phase conduisant à l'hyperinflation est marquée par une grande variété de distorsions économiques : réglementation des mouvements de capitaux, multiples dispositions financières contraignantes, fragmentation des marchés des changes et corruption caractérisée. Certes, ces distorsions sont souvent difficiles à mesurer, mais la prime du marché des changes parallèle constitue un indicateur indirect utile. Comme l'indique le tableau 3, la prime du marché parallèle reste constamment au-dessus de 50 % durant la période d'hyperinflation ou la phase qui la précède, et il n'est pas rare d'observer des primes de plusieurs centaines ou même de plusieurs milliers de pour cent. L'assouplissement ou la suppression de la réglementation des mouvements de capitaux et la fusion des marchés des changes ont joué un rôle clé dans la réduction de certaines distorsions durant la phase de stabilisation. Ces mesures, alliées à une politique budgétaire rigoureuse, ont généralement fait chuter les primes du marché parallèle.

Bien que la plupart des pays n'enregistrent pas de forte croissance dans les années qui suivent immédiatement leur crise d'hyperinflation, il ressort de certains indices relativement encourageants qu'une pénurie aiguë de financement est parfois

Tableau 3

Des indices de reprise

Les primes sur le marché parallèle et la fuite des capitaux diminuent lorsque l'hyperinflation prend fin.

	Prime moyenne sur le marché parallèle ¹ (pourcentage)		
	t-3	t	t+3
Argentine (1989-90)	66,7	67,7	10,9
Bolivie (1984-85)	54,0	119,1	7,3
Brésil (1989-90)	111,5	102,3	18,1
Pérou (1990)	278,8	32,7	6,4
Ukraine (1991-94)	s/o	s/o	11,1
	Fuite de capitaux cumulée ² (millions de dollars)		
	De t-3 à t	Pendant t	De t à t+3
Argentine (1989-90)	8.662	7.938	-27.434
Bolivie (1984-85)	73	190	-70
Brésil (1989-90)	38.757	-8.932	-30.476
Pérou (1990)	2.310	-669	-11.318

Sources : World Currency Yearbook (divers numéros); Reinhart and Savastano (2002).

Note — t : années d'hyperinflation (entre parenthèses); s/o : sans objet.

¹La prime sur le marché parallèle est $100 \cdot (ep-e)/e$, où ep est le taux de change sur le marché parallèle, et e , le taux de change officiel. Pour l'Argentine, le Brésil et le Pérou, les estimations de la fuite des capitaux prennent fin en 1992 (c'est-à-dire t+2); s/o : sans objet.

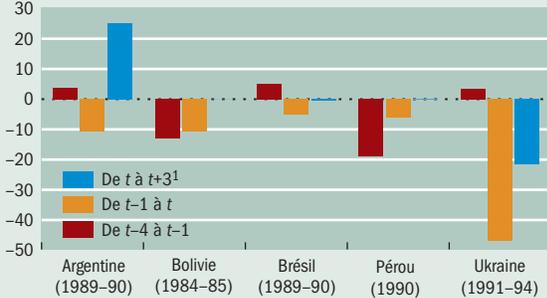
²Un signe positif indique une fuite de capitaux, un signe négatif, un rapatriement de capitaux.

Graphique 2

Quelle reprise?

Une politique de stabilisation n'est pas la panacée après un effondrement de l'économie.

Variation cumulée en pourcentage du PIB réel par habitant



Sources : FMI, *International Financial Statistics* (diverses années) et *Perspectives de l'économie mondiale* (diverses années).

Note — t : années d'hyperinflation (entre parenthèses).

¹De t à t+3, le PIB réel par habitant n'a pas varié en Bolivie et a baissé au Brésil (-0,6 %) et au Pérou (-0,1 %).

atténuée par le retour de capitaux qui s'étaient enfuis — même si les pays ne retrouvent que lentement un accès officiel aux marchés internationaux des capitaux. Le tableau 3 montre que la fuite des capitaux est considérable avant et pendant les périodes d'hyperinflation. Cependant, une fois que les mesures de stabilisation ont rétabli la confiance, au moins une partie de la richesse placée hors du pays revient dans le système financier intérieur, même si cela ne suffit pas à relancer la croissance. En outre, si le rapatriement des capitaux facilite la réintermédiation financière, il accroît rarement la demande de monnaie nationale ou d'avoirs financiers intérieurs. La dollarisation et d'autres formes d'indexation financière sont un héritage durable, et difficile à éliminer, de l'hyperinflation (graphique 3, partie inférieure). L'Argentine, la Bolivie et le Pérou, par exemple, étaient beaucoup plus dollarisés trois ans après l'hyperinflation qu'avant.

Sept leçons à retenir

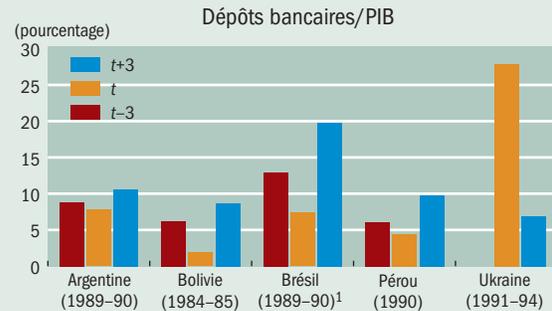
Les responsables de la politique économique seraient avisés de retenir les sept enseignements de notre aperçu des périodes d'hyperinflation contemporaines.

1. L'hyperinflation apparaît rarement du jour au lendemain : elle est généralement précédée d'une longue période d'inflation élevée et variable.
2. Le processus de stabilisation peut prendre des années si la politique budgétaire n'est pas correctement ajustée. Même lorsque des réformes budgétaires sont opérées, le retour à une inflation faible prend du temps, surtout lorsque la monnaie sert de point d'ancrage nominal.
3. Une forte réduction du déficit budgétaire est toujours une composante essentielle d'un programme de stabilisation, quel que soit le point d'ancrage monétaire.
4. L'unification des marchés des changes et la mise en place de la convertibilité de la monnaie sont souvent des facteurs de stabilisation essentiels, quel que soit le principal point d'ancrage nominal.
5. La production s'effondre pendant et parfois avant l'hyperinflation. Les mesures de stabilisation parviennent certes à contenir l'implosion de l'activité économique, mais ne semblent pas capables de relancer vigoureusement l'activité économique.

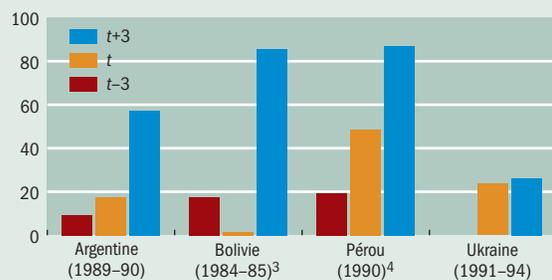
Graphique 3

Dégâts collatéraux

L'hyperinflation paralyse le secteur bancaire et accroît la demande d'actifs en dollars.



Dépôts en devises/total des dépôts bancaires²



Source : Reinhart and Savastano (2002).

Note — t : années d'hyperinflation (entre parenthèses); les données ne sont pas disponibles pour l'Ukraine, t-3.

¹Hors effets publics détenus par les banques.

²Il était interdit aux banques brésiliennes d'offrir des dépôts en devises.

³Les dépôts en dollars ont dû être convertis en monnaie locale en 1982.

Les dépôts en devises ont été autorisés de nouveau en 1985.

⁴Les dépôts en dollars ont dû être convertis en monnaie locale en 1985.

Les dépôts en devises ont été autorisés de nouveau en 1988.

6. L'hyperinflation s'accompagne d'une contraction brutale de l'intermédiation financière.

7. Mettre fin à une hyperinflation ne suffit pas à ramener la demande de monnaie nationale et d'avoirs monétaires intérieurs aux niveaux d'avant l'hyperinflation. Les capitaux rentrent au pays lorsque l'hyperinflation cesse, mais la dollarisation et d'autres formes d'indexation dominent l'intermédiation financière pendant de nombreuses années. ■

Carmen M. Reinhart et Miguel A. Savastano sont respectivement Directrice adjointe et Conseiller au Département des études.

Bibliographie :

Cagan, Philip, 1956, "The Monetary Dynamics of Hyperinflation," in *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. by Milton Friedman (Chicago: University of Chicago Press), p. 25-117.

Fischer, Stanley, Ratna Sahay, and Carlos A. Végh, 2002, "Modern Hyper- and High Inflation," *Journal of Economic Literature*, Vol. 40 (September), p. 837-80.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2002, "A Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," NBER Working Paper 8963 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Reinhart, Carmen M., and Miguel A. Savastano, 2002, "Some Lessons from Modern Hyperinflation" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).

Sargent, Thomas J., 1982, "The Ends of Four Big Inflation," in *Inflation: Causes and Consequences*, ed. by Robert E. Hall (Chicago: University of Chicago Press), p. 41-97.