



HAL
open science

Pratiques monétaires et dynamiques hyperinflationnistes : étude historique et théorique

Daouda Drabo

► **To cite this version:**

Daouda Drabo. Pratiques monétaires et dynamiques hyperinflationnistes : étude historique et théorique. Economies et finances. Université Bourgogne Franche-Comté, 2019. Français. NNT : 2019UBFCG002 . tel-03241116

HAL Id: tel-03241116

<https://theses.hal.science/tel-03241116v1>

Submitted on 28 May 2021

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.



**THESE DE DOCTORAT DE L'ETABLISSEMENT UNIVERSITÉ BOURGOGNE FRANCHE-COMTÉ
PREPARÉE À UNIVERSITÉ BOURGOGNE FRANCHE-COMTÉ**

École doctorale n° 86901

ÉCOLE DOCTORALE DGEP

Doctorat de SCIENCES ÉCONOMIQUES

Par

DRABO Daouda

Pratiques monétaires et dynamiques hyperinflationnistes : étude historique et théorique

Thèse présentée et soutenue à Dijon, le 29 mars 2019

Composition du Jury :

Madame GOMEZ BETANCOURT Rebeca	Professeure des Universités, Université Lumière Lyon-2	Présidente
Monsieur BLANC Jérôme	Professeur des Universités, Sciences Po Lyon	Rapporteur
Monsieur PONSOT Jean-François	Professeur des Universités, Université Grenoble Alpes	Rapporteur
Monsieur ORLÉAN André	Directeur de Recherche, École des Hautes Études en Sciences Sociales	Examineur
Monsieur DESMEDT Ludovic	Professeur des Universités, Université de Bourgogne-Franche-Comté	Directeur de thèse
Monsieur MARIE Jonathan	Maître de Conférences, Université Paris XIII	Codirecteur de thèse

L'université de Bourgogne-Franche-Comté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

À ma mère, à mon père pour l'espoir...

« Chaque vérité que je trouvais étant une règle qui me servait après à en trouver d'autres »

(Descartes, 1637, p. 91)

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier très sincèrement mes directeurs de thèse Monsieur Ludovic DESMEDT et Monsieur Jonathan MARIE. Ils ont non seulement encadré la thèse, mais ils m'ont aussi formé. Je les remercie pour leurs implications et investissements sans failles, et de m'avoir apporté leurs soutiens et leurs conseils tout le long de cette thèse. Je leur suis très reconnaissant de m'avoir appris les exigences d'un travail scientifique. J'ai énormément appris auprès de vous aussi bien sur le plan professionnel que sur le plan humain. Ma dette envers vous est inestimable.

Je remercie Monsieur Jérôme BLANC, Madame Rebeca GOMEZ BETANCOURT, Monsieur André ORLÉAN et Monsieur Jean-François PONSOT qui ont accepté être membres de jury de la thèse. Merci à Monsieur André ORLÉAN et Monsieur Jean-François PONSOT pour leurs remarques et suggestions formulées lors des Journées d'études sur l'hyperinflation organisées à la MSH de Dijon en 2016 et à la MSH Paris Nord en 2017. Ces conseils ont été d'une grande utilité pour moi.

Merci à Nikolay Nenovsky de m'avoir invité en 2017 à Amiens à l'atelier Histoire de la pensée appliquée et à la conférence "Facing the Crisis and Depression Discussions on Economic Policy and Reforms in Europe during the Interwar" organisés par le CRIISEA. Cela m'a permis de présenter mes travaux de recherche sur Bertrand Nogaro et Albert Aftalion.

Je remercie l'État burkinabè de m'avoir accordé de m'avoir accordé une bourse doctorale me permettant de mener à bien ce projet de recherche. Je remercie également le Laboratoire d'Économie de Dijon (LEDi) d'avoir mis à ma disposition les ressources matérielles et financières qui m'ont permis de mener dans de bonnes conditions mes travaux de recherche. Je remercie tous les membres de l'équipe monétaire et financière; les séminaires du vendredi soir ont été d'une grande utilité pour moi.

Je remercie également Goulven Rubin. Les dîners HPE¹, les discussions passionnantes que j'ai eu avec lui, Camila et Juan ont rendu mon séjour à Lille inoubliable.

Je n'oublie pas les amis du labo avec qui nous avons passé de très bons moments : Adonija, Ballo, Youssouf, Rodrigue, Emmanuelle, Mika, Marion, Aurore, Aurelie, Anne-Marie, Timothée, Enoc, Sonia, Margaux, Reine, David, Betchel, Yahia, Yannick, Achille, Anicet, Boula, Laure,

1. Histoire de la Pensée Économique.

REMERCIEMENTS

Tafsir, Aligui. Merci à Marion, Margaux, Momar, Sonia, Emmanuelle, Emmanuel, Romuald, David, Timothée, Adrien et Enoc, d'avoir pris le temps de relire une partie de ma thèse. Merci à Sonia et à Mickaël pour leurs aides en Latex.

Je remercie également Allassane et Abdoul Razak d'avoir été témoin d'un moment spécial de ma vie.

Je n'oublie pas Simon et Sven, mes premiers amis à Dijon. Je les remercie d'avoir facilité mon intégration. Merci à toi Simon pour ce séjour à Saint-désert où j'ai eu la chance de rencontrer Gérald et Lise. J'ai été extrêmement touché par leur hospitalité.

J'ai une pensée pour mes amis du foot. Quelles ambiances!! Mais surtout le plaisir de partager la même passion, de participer aux compétitions et de remporter des trophées. L'esprit d'équipe, la bonne humeur et tous ces bons moments restent gravés dans ma mémoire.

Je remercie ma mère, mon père puis mes frères et soeurs pour leurs soutiens et encouragements. Je remercie également Madame Nikiéma Guy Mariam pour son soutien indéfectible depuis plusieurs années.

Sans oublier Samira pour son amour inconditionnel...

Sommaire

Remerciements	5
Sommaire	7
Introduction Générale	9
Partie I La théorie monétaire face aux phénomènes hyperinflationnistes	28
Chapitre 1 Explications traditionnelles des phénomènes hyperinflationnistes : approche quantitative versus approche qualitative.....	31
Chapitre 2 Précurseurs méconnus de l'approche qualitative : les théories positives de la monnaie de Bertrand Nogaro et d'Albert Aftalion	66
Partie II Pratiques monétaires et dynamiques hyperinflationnistes : études de cas	100
Chapitre 3 Tensions politiques, sociales et crises hyperinflationnistes : le cas hongrois de 1919-1924	102

Chapitre 4 De la déficience des institutions monétaires à l'hyperinflation : le cas hongrois de 1945-1946.....	141
Chapitre 5 De la réforme agraire à l'hyperinflation : l'expérience zimbabwéenne (1997-2008).....	168
Partie III De l'hyperinflation à la restauration de la monnaie domestique : une étude théorique	203
Chapitre 6 Tentative de typologie des crises hyperinflationnistes	205
Chapitre 7 Stratégie de sortie de crise : une typologie des réformes monétaires	226
Chapitre 8 Système de monnaie-index et restauration de la monnaie nationale : un essai de reformulation théorique.....	248
Conclusion Générale.....	264
Bibliographie	269
Table des tableaux.....	292
Table des graphiques	293
Table des matières.....	294

Introduction Générale

« *La monnaie est ce qu'elle est, et elle agit ainsi qu'elle agit, parce qu'elle est une réalité sociale.* » (Simiand, 1934, p. 58)

« *La valeur n'est pas dans les objets; elle est une production collective qui permet la vie en commun. Elle a la nature d'une institution.* » (Orléan, 2011, p. 329)

L'hyperinflation : un phénomène économique et sociopolitique

Observées pour la première fois en France² entre mai 1796 et novembre 1796 (Hanke et Krus, 2012), les crises d'hyperinflation vont devenir un phénomène récurrent au XXe siècle. Au total, Hanke et Krus dénombrent plus de 50 cas dans l'histoire, en Europe, en Amérique latine, en Asie et en Afrique. Ces crises monétaires particulières peuvent se regrouper en deux grandes générations; la première concerne les crises apparues à l'issue des Guerres Mondiales (comme l'hyperinflation allemande de 1923 ou l'hyperinflation hongroise de 1946). La seconde génération de crises regroupe celles apparues après l'effondrement du système de Bretton Woods en 1971 et la sortie de l'économie planifiée des pays de l'Europe de l'Est. Ce sont les crises intervenues en Amérique latine et en Europe de l'Est dans les années 1980 et 1990. Sont souvent évoqués les cas de l'Argentine en 1989, du Brésil en 1994 ou de la Bulgarie en 1997. Cette seconde génération comprend aussi les crises observées en ce début du XXIe siècle au Zimbabwe en 2008 ou au Venezuela, actuellement, qui, selon Hanke et Bushnell (2016), a franchi le cap de l'hyperinflation en novembre 2016. Les cas du Zimbabwe et du Venezuela rappellent que l'hyperinflation n'est pas un phénomène du passé. Certains auteurs comme Reinhart et Savastano (2003) rappellent

2. Cette classification a été faite sur la base du critère de Cagan (1956). D'autres cas de forte inflation ont été enregistrés pendant la Révolution Américaine entre 1777 et 1780 (Fischer et al., 2002); voir aussi à ce sujet Allen (2009).

qu'« en dépit du ralentissement de la hausse des prix dans le monde, l'hyperinflation pourrait réapparaître » (Reinhart et Savastano, 2003, p. 20).

Ces crises hyperinflationnistes se caractérisent par la hausse continue des prix. Sur ce plan, la Hongrie et le Zimbabwe occupent respectivement la première et la deuxième place. En effet, le taux d'inflation mensuel a atteint un record de $4,19.10^{16}$ % en juillet 1946 en Hongrie et de $7,96.10^{10}$ % en novembre 2008 au Zimbabwe (Hanke et Krus, 2012). Pendant ces crises, la désorganisation de la production s'accompagne régulièrement de pénuries de biens et de la "cherté de la vie". Certes, les dettes se dévalorisent de jour en jour, mais le pouvoir d'achat des travailleurs diminue. L'hyperinflation impressionne par le niveau spectaculaire atteint par les prix : « *A loaf of bread now costs what 12 new cars did a decade ago [...] As stores opened for business on Wednesday, a small pack of locally produced coffee beans cost just short of 1 billion Zimbabwe dollars. A decade ago, that sum would have bought 60 new cars.* » (The Economic Times, 2008). Le calcul économique sur la base de l'unité de monnaie domestique perd tout son sens et son intérêt : « *Entre le moment où un acheteur saisissait la poignée de la porte d'un magasin et celui où il ouvrait la bouche pour se déclarer acquéreur d'un objet en vitrine, le cours du dollar avait changé, et le pauvre commerçant subissait une perte, parce qu'il n'avait pas eu le temps de changer ses prix.* » (Fourgeaud, 1926, p. 181). Dans les périodes d'hyperinflation, la monnaie perd tout son pouvoir d'achat : « *L'argent fondait dans la poche des gens comme un morceau de chocolat sur un poêle allumé.* » (Mises, 1986, p. 69)

L'hyperinflation nous interpelle sur le rôle de la monnaie dans une société ; son effondrement affecte l'activité économique et les rapports sociaux. Baudin (1947, p. 7) rapporte le témoignage d'un habitant pendant l'hyperinflation allemande : « *J'arrive sur la place de mon village, déjà grouillante de monde, et je dépose à mes pieds les produits de ma ferme : des paires de poulets, ficelés par les pattes, et des paniers où des mottes de beurre, enveloppées dans des feuilles, reposent sur un fond d'oeufs frais et lisses. Je ne suis pas sans inquiétude, car les billets de banque, dont nous avons coutume de nous servir dans le pays, sont refusés par tout le monde depuis que le gouvernement les a émis par tombereaux entiers. Il en faut déjà une pleine brouette pour payer le pain ou la viande du mois. Nous sommes donc un peuple sans monnaie. Comment les choses vont-elles se passer ?* ». Le maire de Cologne ne manque pas de signaler pendant cette période hyperinflationniste que : « *s'il n'y a plus de monnaie, alors les gens se battront à mort les uns contre les autres* » ((Feldman, 1993, p. 772), cité par (Orléan, 2007b)). Ces différents exemples mettent en évidence le quotidien d'une population vivant dans un contexte d'hyperinflation —

telles sont les réalités sociales et économiques qui accompagnent le phénomène hyperinflationniste. Ce sont autant de problèmes qui minent le paysage économique et social pendant les crises hyperinflationnistes et qui nous révèlent la nature de la monnaie. L'hyperinflation est un fléau qui touche tous les aspects de la société ; sur le plan politique, les crises hyperinflationnistes coïncident avec une faible légitimité du pouvoir en place, ce qui se traduit par des mouvements de protestation. La dégradation des conditions de vie et l'instabilité politique font que les rapports sociaux se complexifient et se détériorent, entraînant des violences politiques et sociales. La migration vers les pays voisins est la conséquence d'un environnement économique, politique et social tendu et insupportable. L'hyperinflation implique tous les acteurs de la société, laisse des traces indélébiles, des séquelles qui marquent parfois plusieurs générations. Vue sous ces différents angles, l'étude des hyperinflations présente un intérêt pour la science économique et pour l'ensemble des sciences sociales.

Les différentes approches du phénomène hyperinflationniste

Cette réalité non seulement économique, mais aussi sociopolitique ne laisse pas indifférents les théoriciens de la monnaie, pour qui, les crises hyperinflationnistes constituent un champ d'analyse de la pensée monétaire. Si ces phénomènes ont été étudiés par les partisans de la théorie quantitative de la monnaie, ils ont aussi débouché sur de nouvelles théories comme la théorie de la balance des paiements en Allemagne³, la théorie psychologique de la monnaie d'Aftalion en France⁴ ou encore la théorie de l'inflation inertielle développée en Amérique latine⁵.

Les phénomènes hyperinflationnistes sont bien au coeur de certaines propositions théoriques ; d'ailleurs, les controverses autour des causes de l'hyperinflation sont fréquentes lorsqu'un pays affiche un taux d'inflation important⁶. Un débat entre différentes écoles théoriques s'installe et plusieurs courants de pensée s'opposent lorsqu'il s'agit d'expliquer les phénomènes monétaires. Cette controverse tire son origine de la conception que chaque école a de la monnaie. Par conséquent, les écoles n'interprètent pas les crises hyperinflationnistes de la même manière. Deux grandes approches s'opposent pour expliquer ce phénomène. Il y a d'un côté, les explications

3. Voir à ce sujet Helfferich (1923, 1927) sur les fondements de la théorie de la balance des paiements.

4. Voir Nogaró (1924, 1948b) ou Aftalion (1927, 1948) concernant le rôle du change dans la dynamique des crises monétaires.

5. Voir à ce sujet Arida et Lara-Resende (1985); Lopes (1986); Pereira et Nakano (1987) qui montrent que les mécanismes d'indexation des salaires sur les prix nourrissent les tensions inflationnistes.

6. C'est le cas actuellement du Venezuela.

influencées par la théorie quantitative de la monnaie : il s'agit de l'*approche quantitative*. De l'autre, on peut repérer les courants influencés par la théorie de la balance des paiements avec lesquels on pourra ajouter l'approche institutionnaliste ; ces différents courants sont regroupés dans cette thèse autour de l'*approche qualitative*.

L'approche quantitative analyse les phénomènes monétaires à travers l'évolution de l'offre de monnaie. C'est la quantité de monnaie offerte ou demandée qui est au coeur des désordres monétaires ; cette approche a connu des évolutions. La première génération de travaux s'inscrivant dans cette approche et portant sur l'analyse de phénomène hyperinflationniste regroupe des auteurs comme Keynes (1923), Bresciani-Turroni (1937) ou encore Kalecki (1962)⁷. Bresciani-Turroni (1937) s'appuie sur la version de la théorie quantitative de la monnaie avancée par Fisher (1922) afin de proposer une explication du désordre monétaire observé en Allemagne au lendemain de la Première Guerre mondiale. Selon cet auteur, l'accroissement des moyens de paiement serait à l'origine de l'inflation et de l'hyperinflation. L'augmentation de l'offre de monnaie provoque une baisse du pouvoir d'achat de la monnaie et donc une hausse des prix. Keynes (1923), pour sa part, se base sur l'équation quantitative de Cambridge, développée principalement par Pigou (1917) ou Marshall (1923) afin de fournir une explication des crises monétaires intervenues au lendemain de la Première Guerre mondiale. Dans cette équation, la vitesse de circulation de la monnaie n'est pas constante (Falise, 1959). Ainsi, pour Keynes (1923), les phénomènes monétaires sont expliqués non seulement par une hausse de l'offre de monnaie, mais aussi par une augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie⁸.

Au début de la seconde moitié du XXe siècle, on assiste à une évolution de la pensée (Friedman, 1956, 1985). Une seconde génération de réflexions dans cette approche quantitative émerge : les désordres monétaires sont ici le résultat d'une augmentation de l'offre de monnaie et d'une baisse de la demande de monnaie. Les phénomènes inflationnistes sont dus à une hausse de la masse monétaire ; quant à l'hyperinflation, elle est expliquée par une baisse de la demande de monnaie. En effet, les agents économiques réduisent leurs encaisses réelles désirées lorsqu'ils anticipent une hausse des prix. Dans ces conditions, celles-ci vont être inférieures aux encaisses réelles effectives, d'où une augmentation de la demande de biens et services, ce qui exacerbe la spirale inflationniste.

7. Une version préliminaire de l'article de Kalecki a fait l'objet d'une conférence à l'université de Cambridge en 1955.

8. Kalecki (1962) aboutit à la même conclusion. Il souligne le rôle prépondérant de la vitesse de circulation de la monnaie dans la dynamique des hyperinflations.

Cette seconde génération d'analyses décrit un processus dans lequel tout déséquilibre entre les encaisses réelles désirées et celles effectives provoque une pression inflationniste — les encaisses réelles désirées dépendent des anticipations des agents économiques (Kremer et Bouhaili, 1992). Cette version de la théorie quantitative va être testée économétriquement par des auteurs comme Cagan (1956), Allais (1966) ou encore Sargent et Wallace (1973).

Selon l'approche quantitative, la principale source de la création de monnaie est le déficit budgétaire de l'État qui influence l'offre voire la demande de monnaie, écartant ainsi les facteurs sociopolitiques ou d'autres variables susceptibles d'influencer les prix. Au fond, l'approche quantitative ne s'intéresse qu'à la variation de la quantité offerte ou demandée de monnaie sans se soucier de ce que les acteurs économiques en font. Est-ce que les groupes socioéconomiques l'utilisent comme unité de compte et moyen de paiement ? Autrement dit, est-ce qu'une autre unité monétaire étrangère est utilisée dans les transactions intérieures ? L'approche quantitative ne se pose pas ces questions alors que celles-ci sont fondamentales pour comprendre les phénomènes monétaires notamment les hyperinflationnistes — raisons pour lesquelles cette approche ne fournit pas, selon nous, une explication complète des phénomènes hyperinflationnistes.

L'approche qualitative aborde les phénomènes hyperinflationnistes et inflationnistes sous un angle différent. D'une part, dans l'approche qualitative, l'inflation est due à une hausse des coûts de production ; les firmes cherchent à maintenir leur taux de marge. Ici, la hausse des salaires ou celle des prix des biens importés génère de l'inflation ; c'est le point de vue défendu par la théorie post-Keynésienne (Vera, 2010; Lavoie, 2014; Charles et Marie, 2016). La théorie de la balance des paiements souligne l'importance de la dépréciation du change dans le déclenchement de l'hyperinflation allemande (Helfferich, 1923, 1927). Robinson (1938), dans le sillage de la théorie de la balance des paiements, montre que la dépréciation du change entraîne des tensions inflationnistes, via une hausse des coûts des biens importés. D'autre part, l'inflation s'explique aussi par une possible insuffisance de la production et donc de l'offre ; c'est la thèse défendue par les structuralistes (Furtado, 1965). Les néo-structuralistes quant à eux, soulignent le rôle des phénomènes d'indexation des salaires sur les prix qui tendent à exacerber la spirale inflationniste (Arida et Lara-Resende, 1985; Lopes, 1986; Pereira et Nakano, 1987).

Contrairement à l'approche quantitative pour laquelle la fuite devant la monnaie s'effectue au profit des biens, dans l'approche qualitative, le rejet de l'unité monétaire domestique peut

s'étendre aux monnaies étrangères⁹, pas seulement en tant que moyen d'épargne, mais aussi en tant qu'unité de compte et moyen de paiement. Poser la question des crises hyperinflationnistes de cette manière nous éloigne de l'approche quantitative, car le rapport de prix entre ces deux unités monétaires concurrentes devient une variable prépondérante dans la dynamique de ce type de phénomènes monétaires. Cette particularité du taux de change n'a pas échappé à Nogaro (1924, 1948b) ou Aftalion (1927, 1948)¹⁰. Ces auteurs montrent que les pratiques d'indexation et de fuite devant la monnaie sont au coeur des phénomènes hyperinflationnistes. Une telle approche des crises monétaires est défendue par l'approche institutionnaliste de la monnaie¹¹. Récemment, les travaux d'inspiration post-Keynésienne de Marie (2014) et de Charles et Marie (2016, 2017) soulignent eux aussi le rôle des pratiques d'indexation et de fuite devant la monnaie dans la dynamique des phénomènes hyperinflationnistes.

L'approche de la monnaie retenue dans la thèse

L'approche institutionnaliste de la monnaie invite à comprendre les crises hyperinflationnistes à travers les « *pratiques monétaires*¹² » des acteurs économiques. Le contexte sociopolitique, les rapports entre les acteurs de la société et le pouvoir en place sont autant de facteurs importants à intégrer à l'analyse pour comprendre le rejet de la monnaie domestique et par conséquent les crises hyperinflationnistes. Ainsi, dans cette approche, la monnaie est considérée comme un « *rapport social*¹³ » (Orléan, 2007a), ce qui impose d'analyser les facteurs sociopolitiques qui fondent la monnaie. La manière dont l'approche institutionnaliste défend la monnaie

9. Le rejet de l'unité monétaire domestique est susceptible de générer le développement ou l'émergence de monnaies parallèles. Ainsi Blanc (1998, p. 173) affirme que : « *L'étude de l'hyperinflation, quant à elle, porte en germe de vastes débats féconds sur la nature de la monnaie. Son étude fait cependant trop souvent abstraction des monnaies parallèles qui s'y développent. On définit trop souvent l'hyperinflation comme une grosse inflation, ce qui empêche de voir dans le déroulement de ce phénomène l'ampleur des bouleversements des pratiques monétaires, celles-ci tendant à s'orienter vers une multitude de monnaies parallèles.* ».

10. Nous exposons leurs contributions dans le chapitre 2.

11. Cette approche regroupe les travaux de Aglietta et Orléan (1982), Aglietta et Orléan (1998), Aglietta (2002), Aglietta et Orléan (2002), Théret (2007a,b) ou Aglietta et al. (2016).

12. Blanc (2000a, p. 22) définit les pratiques monétaires comme « *les actes quotidiens qui impliquent la dimension monétaire [...] Ce sont des pratiques qui portent sur des instruments qui assurent les fonctions de la monnaie* ». Ces actes sont essentiellement le paiement et le compte. « Les pratiques d'épargne et de thésaurisation » permettent quant à elles d'appréhender les pratiques financières : « *les pratiques financières tendent dès lors à se tourner vers d'autres moyens de réserves que la monnaie nationale ; les monnaies étrangères (dont celle par excellence, le dollar) en font partie.* » (Blanc, 2000a, p. 131).

13. Voir aussi Ingham (1996) sur la nature de la monnaie.

nous semble la plus apte pour comprendre les phénomènes hyperinflationnistes. Plus précisément, la conception de la monnaie que nous défendons dans cette thèse est celle qui accorde une primauté aux fonctions de compte et de paiement : « *Il y a monnaie (au sens de système monétaire) dès lors que les deux fonctions de compte et de paiement sont assumées ; il y a monnaie (au sens d'instrument monétaire) dès lors que cet instrument s'inscrit dans une logique socialisée de compte et paiement des dettes.* » (Blanc, 2000a, pp. 51-2). C'est à travers la monnaie que les dettes et les créances se forment, c'est aussi grâce à celle-ci que l'on parvient à s'acquitter de ses dettes. Bien plus, à travers la monnaie, les contrats sont susceptibles de s'établir dans le temps. Autrement dit, l'unité de compte permet d'exprimer les dettes et les créances ; celle-ci est associée à une unité de paiement qui permet de régler les dettes. C'est en ce sens que la monnaie permet de perpétuer les rapports entre les différents acteurs de la société ; elle est le socle de la « *reproduction sociale* » : « *La monnaie apparaît d'abord comme unité de compte, ce par quoi elle constitue une première forme de représentation symbolique unitaire de la totalité sociale. La monnaie permet aussi de faire circuler dettes et créances entre les membres de la société, ce qui lui donne un second type d'unité dans le cours de sa reproduction dans le temps : une unité dynamique. Elle est alors moyen de paiement des dettes, que celles-ci prennent la forme de dettes remboursables par le débiteur dans le cours de son existence ou de rentes viagères et perpétuelles non remboursables. La monnaie qui circule dans la chaîne des paiements est ce qui permet que les dettes soient honorées et donc relancées dans un cycle qui constitue le cœur de la reproduction sociale. En tant qu'unité de compte et moyen de paiement, elle est donc un lien social clé, un opérateur de totalisation unifiant le système des dettes et le reproduisant en dynamique.* » (Théret, 2007b, p. 21)

Aborder la monnaie sous cet angle amène à prendre en compte, d'une part, la légitimité du pouvoir en place et ses rapports avec les groupes socioéconomiques, et d'autre part, les pratiques monétaires dans l'explication des hyperinflationnistes. La confiance collective constitue alors le fondement de la monnaie. La perte de confiance dans cette dernière est donc un facteur essentiel dans la trajectoire des phénomènes monétaires ; comme l'affirme Théret (2007b, p. 59) : « *La monnaie étant confiance, les crises monétaires sont aussi des crises de confiance.* » La stabilité de l'ordre monétaire repose alors sur une stabilité politique et sociale. De ce fait, l'hyperinflation n'est pas seulement un phénomène économique ; elle est aussi un phénomène

politique et social¹⁴. Si crise hyperinflationniste il y a, c'est qu'il y a nécessairement une rupture du compromis politique et social, un choc d'ordre sociopolitique qui se traduit par une perte de confiance dans les pouvoirs politiques, ce qui se manifeste sur le plan monétaire par une contestation de la monnaie. Cette contestation se déroule de façon séquentielle et débouche dans certains cas sur une perte de souveraineté monétaire¹⁵.

Certaines pratiques monétaires et financières parallèles permettent d'identifier les différentes phases de l'effondrement de la monnaie. Selon Orléan (2007a), le développement de pratiques d'indexation, expressions d'une détérioration de l'unité de compte, signale la première phase des crises monétaires. Quant à la deuxième phase, elle apparaît lorsque les agents économiques utilisent une devise comme monnaie de refuge. La dernière phase traduit une situation dans laquelle la monnaie nationale n'est plus utilisée dans les échanges intérieurs. C'est en ce sens qu'Orléan (2011, p. 166) écrit que : « *La crise monétaire débute lorsqu'un groupe d'individus déviants, insatisfaits par la monnaie existante, se tournent simultanément vers de nouvelles liquidités, qu'on peut encore appeler des « monnaies privées », plus conformes à leurs intérêts. On est alors face à ce qu'il faut appeler une « sédition monétaire*¹⁶ ». Telle est notre définition de la crise monétaire : l'émergence d'une dissidence cherchant à faire prévaloir de nouvelles normes monétaires. Cette dissidence peut réussir si elle apparaît sur fond d'une insatisfaction latente généralisée qui trouve alors un moyen de s'exprimer ». C'est dans le même ordre d'idée que Charles et Marie (2016, p. 363) proposent la définition suivante : « *Hyperinflation is not merely very high inflation; it is inflation of a different nature. Hyperinflation is observed simultaneously with severe weaknesses in national currencies. Where hyperinflation occurs, the domestic currency has gradually lost its three functions (store of value, unit of account, and medium of exchange) to some foreign currency.* » En s'inscrivant dans le même ordre d'idée que ces auteurs, nous définissons l'hyperinflation comme le moment de la crise dans lequel on observe un rejet de la monnaie domestique, poussé par les facteurs qui peuvent être sociopolitiques, institutionnels ou économiques — et pouvant conduire à l'abandon total de l'unité monétaire nationale. Telle est notre définition de l'hyperinflation. Dans la réalité, ce rejet n'intervient pas de manière homogène pour toutes les catégories d'acteurs économiques et pour tous les secteurs

14. « *Inflation is a monetary phenomenon, as Milton Friedman said. But hyperinflation is always and everywhere a political phenomenon, in the sense that it cannot occur without a fundamental malfunction of a country's political economy.* » (Ferguson, 2008, p. 104).

15. C'est le cas de la crise monétaire zimbabwéenne qui sera étudié dans le chapitre 5.

16. Voir aussi Lordon et Orléan (2008) sur la question de la « sédition monétaire ».

d'activités économiques. Ceux qui ont accès aux devises sont les premiers qui peuvent rejeter la monnaie. Il en est de même pour ceux qui ont un grand pouvoir de marché ou un poids économique important ; obligeant ainsi les autres acteurs économiques à se procurer à un coût supérieur des devises nécessaires pour procéder aux paiements.

L'hyperinflation est une crise monétaire. Étant donné que la monnaie est avant tout une unité de compte et un moyen de paiement, la contestation de ces fonctions constitue alors un élément capital pour appréhender les phénomènes hyperinflationnistes. Concrètement, celles-ci se caractérisent par une division de l'espace monétaire où coexistent une monnaie légale et une autre monnaie, généralement une unité monétaire étrangère. Mieux, dans cet environnement hyperinflationniste, la monnaie étrangère ou non légale permet d'acquérir tous les biens et services, contrairement à l'unité monétaire légale. Cette concurrence de monnaies doit se traduire par une dépréciation du change pour qu'il y ait hyperinflation. En d'autres termes, l'hyperinflation n'est rien d'autre qu'une « *désintégration monétaire*¹⁷ » ou une « *sédition monétaire* », à condition que cette dernière s'accompagne d'une dépréciation brutale du change entre les unités monétaires concurrentes.

Aussi, notons qu'il y a *rejet* lorsque différents groupes socioéconomiques emploient une autre monnaie aussi bien dans l'épargne que dans les paiements et les comptes. Toutefois, l'abandon n'est pas total, une partie des acteurs économiques continue de détenir la monnaie domestique pour des raisons spéculatives ou pour acquérir des devises sur le marché des changes, ce qui entretient la dépréciation du change et la pression inflationniste. Lorsque l'unité monétaire nationale est totalement abandonnée cela signifie que tous les groupes socioéconomiques refusent l'unité monétaire nationale : c'est la *dollarisation intégrale*¹⁸ ou l'euroïsation¹⁹ de l'économie dans certains cas²⁰ ; la monnaie légale disparaît de même que le risque de change. Les pratiques monétaires deviennent homogènes d'où la fin de l'hyperinflation.

L'enjeu majeur est de comprendre le mécanisme menant à l'hyperinflation. Quel est le processus de destruction de la monnaie domestique ? Comment un choc politique ou économique

17. Selon Blanc (1998, p. 343) : « *Lorsqu'une monnaie est de moins en moins l'objet de pratiques monétaires, c'est-à-dire qu'elle couvre une moindre part du champ monétaire, alors il y a processus de désintégration monétaire. Si la monnaie en question est la monnaie nationale, cela signifie que les monnaies parallèles voient leur rôle augmenter dans les pratiques monétaires.* » Sgard (2007) avance l'idée de désintégration monétaire.

18. Voir à ce sujet Ponsot (2002a, 2003) sur les différents types de dollarisation.

19. Voir Sokic (2005) sur l'euroïsation en Monténégro.

20. Dans le cas où la monnaie concurrente est une monnaie étrangère.

peut-il conduire à un rejet de la monnaie domestique ? Comment restaurer la monnaie nationale de sorte à éviter que celle-ci ne soit pas abandonnée totalement ou même partiellement au profit d'une devise ? Notre définition du phénomène hyperinflationniste a été rendue possible grâce à la littérature déjà existante et à l'étude approfondie de plusieurs cas d'hyperinflation survenus dans la première moitié du XXe siècle et au début du XXIe siècle. À l'aide d'une méthode historique²¹, nous repérons les rapports entre les différents groupes socioéconomiques et leurs implications sur la monnaie et sur les pratiques monétaires. L'intérêt de cette thèse est de fournir une définition et une interprétation alternatives à celles proposées par Cagan (1956) et par l'approche quantitative des phénomènes hyperinflationnistes, et de les appliquer afin d'analyser des épisodes d'hyperinflation peu étudiés dans littérature. Afin de stopper l'hyperinflation, nous proposons une solution différente à celles couramment proposées qui consistent à mettre en place un *Currency Board* ou la dollarisation. Notre définition va au-delà du critère quantitatif retenu par Cagan (1956), puisque nous retenons un critère qualitatif : le développement des « *pratiques monétaires parallèles*²² » des acteurs économiques, c'est-à-dire l'utilisation d'une autre monnaie dans les paiements pouvant conduire à une dépréciation du taux de change. La démarche employée est à la fois historique et comparative. Nous mobilisons à cet effet les archives et les données statistiques relatives aux différents cas étudiés.

21. En ce qui concerne la méthode historique, Seignobos (1901, p. 5) souligne : « *Au lieu d'observer directement des faits, elle [la méthode historique] opère indirectement en raisonnant sur des documents.* » Selon Simiand (1960, p. 83) : « *La méthode dite historique n'est que le processus de la connaissance expérimentale indirecte, c'est-à-dire d'une connaissance de fait obtenue par l'intermédiaire d'un autre esprit (elle peut être indirecte dans l'espace ou indirecte dans le temps — le processus logique est le même dans les deux cas).* » La méthode historique permet de reconstituer, de comprendre les faits à travers les documents (données statistiques, écrits) relatant ces faits. Cette méthode consiste à observer indirectement les faits que l'on veut étudier.

22. Voir à ce sujet Blanc (1998) sur les différents types de « *pratiques monétaires parallèles* ». Voir aussi Ould Ahmed (2002) sur les « *pratiques monétaires parallèles* » en Russie au début des années 1990.

Problématique et objectifs de la thèse

Au-delà de la compréhension de l'hyperinflation, cette thèse vise à initier une typologie des crises hyperinflationnistes à partir de l'étude de plusieurs cas observés dans l'histoire et en fonction des pratiques monétaires parallèles des agents économiques. Elle cherche, en outre, à proposer une solution alternative face au phénomène hyperinflationniste. À cet effet, plusieurs chocs ont été retenus ; mais ceux-ci n'ont pas les mêmes effets sur les pratiques monétaires. En d'autres termes, les enchaînements qui mènent à une hyperinflation sont différents. Les chocs sont de plusieurs natures et se définissent par le rejet de la monnaie domestique ou la défiance des agents économiques à l'égard de cette dernière. Ces enchaînements sont de deux ordres, ce qui nous amène à distinguer deux types d'hyperinflation : l'hyperinflation de type 1 et de type 2 (schémas 1 et 2).

Il y a des chocs ayant des effets directs et d'autres ayant des effets indirects sur les pratiques monétaires. Dans ce second cas, l'hyperinflation est précédée d'une crise inflationniste : c'est l'hyperinflation de type 1 (Schéma 1). L'enchaînement conduisant à l'hyperinflation est alors le suivant. Lorsqu'une décision, un choix politique ou un choc (économique ou financier) se traduit par des tensions sociopolitiques qui sont de nature à mettre en cause le compromis politique et social, cela conduit à une perte de confiance qui provoque des fuites devant la monnaie et une fuite des capitaux, d'où des tensions sur le marché des changes et une fragilité du système bancaire. Il en résulte une désorganisation de la production et un fonctionnement anormal du marché des changes qui se traduisent par une contraction de la production et une dépréciation du change, d'où des tensions inflationnistes. Lorsque ces dernières perdurent, cela débouche sur une détérioration de l'unité de compte domestique, ce qui pousse les acteurs économiques à indexer les salaires ou les gains sur les prix engendrant ainsi un nouvel accroissement des prix.

Ces pratiques d'indexation traduisent une défiance des agents économiques à l'égard de l'unité de compte domestique. Lorsque cette défiance perdure au point que l'utilisation de l'unité de compte nationale conduit à des pertes de pouvoir d'achat et à une incohérence dans les relations économiques et sociales, alors les agents économiques rejettent l'unité de compte domestique. En d'autres termes, ils substituent à la monnaie domestique une devise en tant que moyen de paiement et unité de compte. Ces pratiques sont la cause d'une forte demande de devise, d'où une hausse anormale du taux de change — ce moment de la crise combinant pratiques monétaires parallèles et dépréciation vertigineuse du change signale l'hyperinflation (schéma 1).

Plus précisément, l'utilisation d'une unité de compte et de paiement étrangère dans les transactions intérieures transforme le phénomène inflationniste en hyperinflation. Dans ce cas de figure, la crise inflationniste précède le rejet de la monnaie nationale : c'est l'hyperinflation de type 1 (schéma 1). Le développement des pratiques monétaires parallèles est le résultat d'une détérioration durable de l'unité de compte domestique.

Dans l'hyperinflation de type 1, les politiques budgétaires et monétaires sont contreproductives puisque celles-ci exercent des pressions supplémentaires sur le marché des changes, ce qui nourrit la dépréciation du change. Les hyperinflations sont caractérisées par l'incertitude des agents économiques. Ce faisant, ils préfèrent thésauriser leur épargne tout en la convertissant en devise. Ainsi, toute création de monnaie n'aura pas d'effet sur les investissements ni sur la production. Ce supplément de monnaie va être orienté vers le marché des changes, ce qui va provoquer une nouvelle demande de devise et exacerber la crise de change. Quant à la politique budgétaire, elle est minée par deux principaux problèmes.

D'une part, les marges de manœuvre de l'État quant à la conduite de la politique budgétaire sont réduites en raison de la baisse des recettes nettes²³. D'autre part, même lorsque l'État parvient à se procurer des ressources pour financer les dépenses publiques, cela n'entraîne pas une hausse de la demande intérieure, mais une augmentation de la demande étrangère, et ce du fait de l'insuffisance de la production intérieure. Ainsi, la politique budgétaire va se traduire par une détérioration du solde commercial et une hausse de la demande de devise, ce qui va entraîner une pression supplémentaire sur les marchés des changes, d'où une exacerbation de la crise de change. L'hyperinflation se traduit par une perte de souveraineté monétaire, dès lors, toute réforme de stabilisation doit s'accompagner d'une restauration de la monnaie domestique et d'une autonomie des politiques conjoncturelles.

Toutefois, l'hyperinflation peut ne pas être précédée d'une crise inflationniste. Dans ce cas, le choc à effet direct (politique ou institutionnel) débouche sur le rejet de la monnaie domestique : c'est l'hyperinflation de type 2 (schéma 2). Le contexte sociopolitique et le cadre institutionnel affectent directement les pratiques monétaires sans qu'il y ait au préalable une détérioration de l'unité de compte domestique (schéma 2). La monnaie est directement remise en cause dans sa fonction de paiement : un groupe socioéconomique représentatif refuse tout paiement dans la monnaie légale. C'est le cas d'un changement de régime politique coïncidant avec un changement

23. Ce lien entre recette fiscale et inflation est connu sous le nom de l'effet Olivera-Tanzi, voir à ce sujet Tanzi (1978).

d'unité monétaire dans lequel un ou plusieurs groupes socioéconomiques contestant l'autorité politique du nouveau régime rejettent pour ces raisons l'unité monétaire introduite par les nouvelles autorités²⁴.

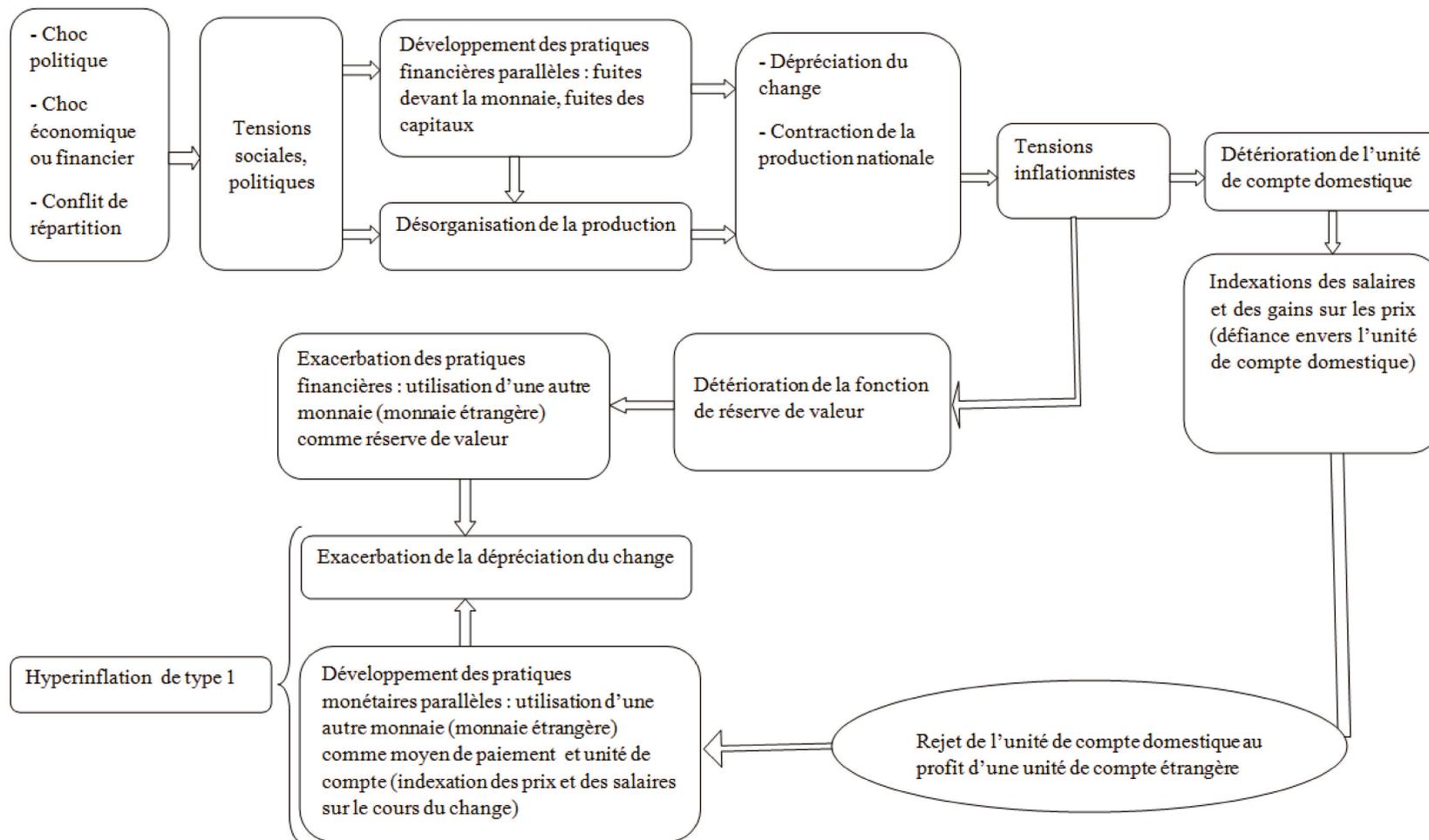
Il y a aussi des contextes marqués par une pénurie de moyens de paiements conduisant à l'utilisation des unités de paiement étrangères dans les transactions intérieures²⁵. La sphère monétaire est divisée en deux, un espace utilisant une monnaie qui n'a pas cours légal et un autre espace utilisant l'unité monétaire légale. Dans ce cas, lorsque ce groupe socioéconomique parvient à imposer sa domination du fait de son poids économique dans la société alors il impose sa monnaie aux autres acteurs économiques²⁶. Ces derniers sont obligés de convertir leur monnaie afin d'acquérir des biens et services. Cela entraîne une pression sur les marchés des changes, d'où une dépréciation du change, ce qui provoque une hausse des prix dans la monnaie légale. Ces pressions inflationnistes soulignent l'incapacité des autorités à défendre la monnaie domestique, ce qui affaiblit davantage la légitimité des autorités monétaires et politiques : la contestation de l'autorité et de la monnaie prend de l'ampleur.

24. Cette particularité des hyperinflations va être traitée dans le chapitre 3.

25. C'est le cas de l'hyperinflation hongroise de 1945-1946 qui sera étudiée dans le chapitre 4.

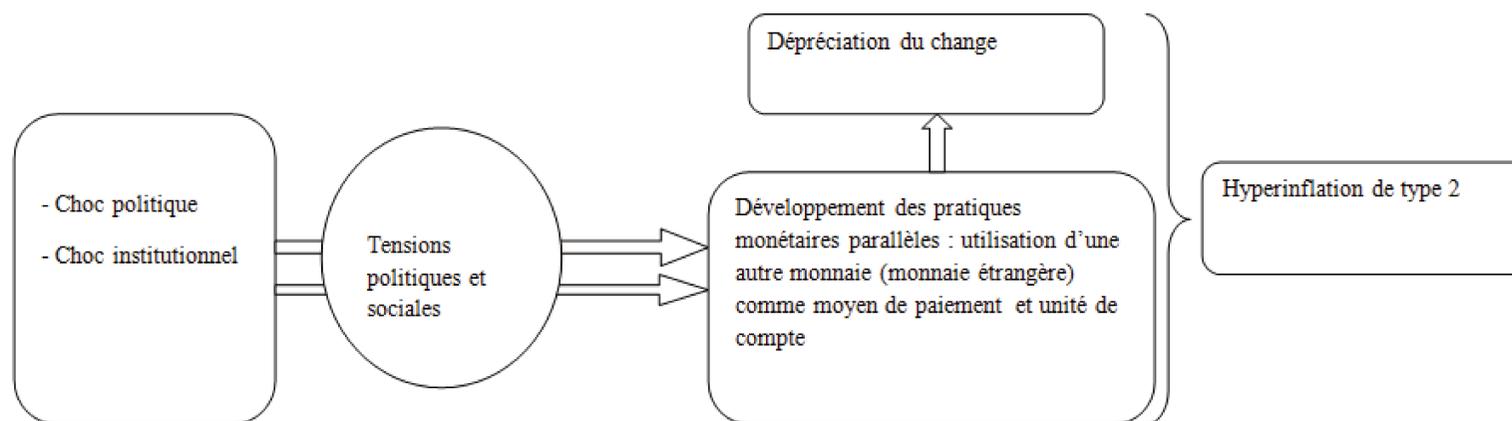
26. C'est le cas de l'épisode 1 de l'hyperinflation hongroise de 1919-1924, voir à ce sujet le chapitre 3.

Schéma 1 : Le processus de destruction de la monnaie dans l'hyperinflation de type 1



Source : construction personnelle

Schéma 2 : Le processus de destruction de la monnaie dans l'hyperinflation de type 2



Source : construction personnelle

Ainsi, plus les pratiques monétaires et financières des acteurs socioéconomiques vont être focalisées sur une monnaie autre que l'unité monétaire domestique, plus la dépréciation du change va se poursuivre et les prix vont connaître une évolution fulgurante, ce qui peut conduire à l'abandon total de la monnaie domestique en l'absence d'une réforme monétaire. Plusieurs voies sont possibles pour mettre fin à l'hyperinflation, notamment lorsque la monnaie concurrente est une monnaie étrangère.

Une première solution est la dollarisation, ce qui signifie que la monnaie domestique est abandonnée totalement au profit de la devise concurrente. Une deuxième possibilité consiste à faire de cette dernière, une unité monétaire complémentaire à l'unité monétaire domestique ; cela passe par l'adoption d'un régime de change rigide comme l'étalon de change-or employé dans la première moitié du XXe siècle ou le *Currency Board* employé depuis l'effondrement du système de Bretton Woods. Ces différentes réformes monétaires conduisent à une perte de souveraineté partielle ou totale de la monnaie. La base monétaire devant être couverte par les réserves détenues. De plus, elles constituent un obstacle au pilotage des politiques conjoncturelles : celles-ci ne sont plus autonomes.

Une troisième solution consiste en l'introduction d'une unité de compte stable. Cette technique a été utilisée en Hongrie en 1924 et en 1946 ; elle est encore utilisée au Chili, et ce depuis 1967. À partir de la littérature existante et d'une étude de cas des expériences hongroises, nous proposons un système de monnaie-index qui consiste en l'adoption d'une unité de compte domestique remplissant les mêmes fonctions que la monnaie concurrente. Le système est pensé afin que l'utilisation de cette nouvelle unité de compte puisse modifier les pratiques monétaires et financières de sorte que les différents marchés ne soient plus dépendants du marché des changes. Le taux de change entre la monnaie instable et la nouvelle unité de compte dépend du niveau général des prix.

Ce système possède deux fondements qui assurent son acceptation auprès des acteurs économiques ; il y a une dimension économique qui assure la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie. En effet, avec ce nouveau dispositif, les dépôts bancaires, les dettes et les revenus sont revalorisés en cas de hausse des prix. Ce système assure une fonction régulatrice du pouvoir d'achat de la monnaie. La dimension sociale du système de monnaie-index consiste à l'intégration des différentes forces sociales, politiques et économiques dans la cellule chargée de la détermination et la fixation du taux de change de la monnaie-index : ces deux fondements assurent l'acceptation du nouveau dispositif.

Avec le système de monnaie-index, les pratiques monétaires et financières sont focalisées autour d'une monnaie domestique qui est non seulement sous contrôle des autorités monétaires, mais aussi des groupes socioéconomiques. Ainsi, ces derniers vont utiliser la nouvelle unité de compte domestique dans leurs contrats, et pour sauvegarder leur épargne. L'unité de paiement domestique associée à la monnaie-index va être logiquement employée dans les paiements. Ce faisant, la propension à utiliser les devises va baisser, les pressions sur les marchés des devises baissent, si bien que la demande de monnaie étrangère va diminuer, freinant ainsi le rythme de croissance du cours du change. Il en résulte une baisse des fluctuations des prix, ce qui renforce la stabilité de la nouvelle unité de compte. Les transactions des agents économiques vont être centralisées autour du système bancaire ; c'est en sens que le système de monnaie-index contribue à la restauration de la monnaie et de la souveraineté monétaire.

Annonce du plan

Notre thèse s'articule autour de trois grandes parties, la première est consacrée aux théories explicatives des phénomènes hyperinflationnistes. Le premier chapitre passe en revue les explications traditionnelles des crises hyperinflationnistes. Dans ce chapitre, nous exposons, d'une part, l'approche quantitative des phénomènes hyperinflationnistes. D'autre part, nous passons en revue l'approche qualitative de l'hyperinflation. Le deuxième chapitre s'intéresse aux contributions méconnues des auteurs comme Bertrand Nogaro et Albert Aftalion à l'explication des crises monétaires. Nous montrons que les explications proposées par ces auteurs concordent avec l'approche institutionnaliste des phénomènes monétaires. Nous restaurons dans ce chapitre les apports de Nogaro quant à l'explication des phénomènes monétaires.

La deuxième partie s'intéresse à trois cas d'hyperinflation : il s'agit des crises monétaires hongroises apparues respectivement dans la première moitié du XXe siècle (chapitres 3 et 4) et de l'hyperinflation zimbabwéenne intervenue au début des années 2000 (chapitre 5). Cette partie vise à amorcer une typologie des crises hyperinflationnistes en mettant l'accent sur les pratiques monétaires parallèles des acteurs économiques. L'étude de ces cas permet de repérer plusieurs chocs pouvant conduire à l'hyperinflation ; cette étude permet de souligner les effets directs et indirects de ces chocs sur les pratiques monétaires des acteurs économiques, ce qui nous a permis d'identifier deux types d'hyperinflation. En effet, nous montrons que le phénomène hyperinflationniste peut être précédé d'une crise inflationniste (chapitres 3 et 5) ; ce sont les

hyperinflation de type 1 (schéma 1). Nous montrons aussi l'existence des hyperinflation de type 2 (chapitres 3 et 4) dans lesquelles les tensions inflationnistes ne précèdent pas l'hyperinflation (schéma 2).

Nous nous intéressons à ces trois cas parce qu'ils sont peu étudiés dans la littérature. De plus, ces crises présentent les caractéristiques similaires à l'hyperinflation allemande de 1923 (Orléan, 2007b), de l'Amérique latine (Salama et Valier, 1990) et bulgare (Charles et Marie, 2017). Par ailleurs, dans les chapitres 3 et 4, nous nous intéressons aux réformes menées en Hongrie respectivement en 1924 et en 1946. Celles-ci ont consisté en l'introduction d'une monnaie-index ; nous exposons les dimensions économiques et sociales de ces différentes réformes monétaires.

La troisième partie, plus précisément le chapitre 6, montre comment les pratiques monétaires exacerbent non seulement la dépréciation du change, mais aussi la spirale inflationniste. Le chapitre 7 s'intéresse aux différents plans de stabilisation existants. Nous y exposons les plans traditionnels de stabilisation qui sont le système de *Currency Board* et la dollarisation. Nous montrons que ces systèmes permettent de stopper l'hyperinflation, mais nous rappelons aussi qu'ils conduisent à une perte de souveraineté monétaire.

Face à ces méthodes traditionnelles, nous montrons qu'il existe une autre solution qui consiste en l'utilisation d'une unité de compte domestique permettant de restaurer la monnaie domestique tout en sauvegardant la souveraineté monétaire. Le chapitre 8 propose un système capable de modifier les pratiques monétaires et financières des agents économiques. Ce dispositif, contrairement au système de *Currency Board* et de dollarisation, conduit à une restauration de la monnaie tout en préservant la souveraineté monétaire. C'est un régime monétaire moins rigide dans lequel les politiques monétaires et budgétaires sont autonomes et où la monnaie est contrôlée non seulement par les autorités, mais aussi par les autres acteurs de la société. L'apport du chapitre 8 est de proposer un système alternatif au *Currency Board* et à la dollarisation, capable de restaurer la monnaie domestique tout en sauvegardant la souveraineté monétaire nationale.

Bien que l'hyperinflation soit un phénomène spécial qui ne se produit pas régulièrement, il n'en demeure pas moins que celle-ci continue d'attirer l'attention des économistes, quel que soit leur courant de pensée. D'un côté, l'approche quantitative est constituée des auteurs comme Keynes (1923), Kalecki (1962), Friedman (1985), Cagan (1956), Allais (1966), Barro (1970), Sargent et Wallace (1973) ou récemment Hanke (2008). De l'autre côté, l'approche qualitative est composée de : Nogaro (1924), Aftalion (1927), Robinson (1938), Kaldor (1985), Aglietta et Orléan (1982), Orléan (2007b) ou Charles et Marie (2016). Cet intérêt se justifie par le fait que les

épisodes hyperinflationnistes constituent un *laboratoire* pour l'étude des phénomènes monétaire, c'est ce qu'affirme Sargent (1982, p. 43) lorsqu'il s'intéresse à l'importance des régimes fiscaux dans la dynamique des crises hyperinflationnistes : « *My reason for studying these episodes is that they are laboratories for the study of regime changes.* ». C'est dans le même ordre d'idée que Mankiw et Taylor (2011, p. 843) soulignent que « *Bien que les tremblements de terre puissent ravager un pays, ils ont l'avantage d'offrir de nombreuses données importantes pour les sismologues. Ces données peuvent permettre de discriminer entre plusieurs théories et de cette façon aider les sismologues à prédire les menaces futures. De manière similaire, les périodes d'hyperinflation offrent aux économistes monétaires un champ d'expérimentation naturel qu'ils peuvent utiliser afin d'étudier les effets de la monnaie sur l'économie.* ». Les crises hyperinflationnistes révèlent des enseignements nécessaires à la compréhension de la monnaie et l'importance de cette dernière pour la société qu'elle soit capitaliste ou non. L'intérêt de notre thèse est de contribuer à la compréhension des phénomènes hyperinflationnistes et donc de la monnaie. Les hyperinflations affectent la sphère économique du fait de la désorganisation profonde des échanges et de la production. Celles-ci sont aussi la manifestation de la rupture du compromis politique et social qui se caractérise par la fragilité des rapports sociaux et de l'ordre politique. Chaque épisode hyperinflationniste étudié dans cette thèse met en exergue les facteurs politiques et sociaux qui sous-tendent la monnaie, ce qui renforce la conception selon laquelle la monnaie est un « *rapport social* » (Orléan, 2007a).

PARTIE I

La théorie monétaire face aux phénomènes hyperinflationnistes

Les crises hyperinflationnistes apparues dans la première et la seconde moitié du XXe siècle ont nourri les controverses. Deux grandes approches s'opposent, il s'agit de l'approche qualitative et l'approche quantitative. La première génération de cette dernière regroupe les auteurs comme Keynes (1923) et Bresciani-Turroni (1937) (tableau 1). Le premier a analysé les crises monétaires russe (1921/24), allemande (1922/23) et autrichienne (1921/22). Besciani-Turroni a focalisé son analyse sur l'hyperinflation allemande de 1922/23.

Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, sous l'impulsion de l'école de Chicago, émerge une seconde génération regroupant Cagan (1956), Allais (1965, 1966) ou Sargent et Wallace (1973) (tableau 1). Ces derniers s'intéressent non seulement aux crises hyperinflationnistes intervenues après la Première Guerre mondiale, mais aussi à celles apparues au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. Ils étudient les hyperinflations allemande (1922/23), autrichienne (1921/1922), polonaise (1923/1924), hongroise (1923/1924, 1945/46), et russe (1921/24).

Ces crises ont aussi été étudiées par les auteurs que nous plaçons au sein de la première génération de l'approche qualitative. Aftalion (1927), Robinson (1938) ou Helfferich (1923, 1927) (tableau 1) ont étudié l'hyperinflation allemande (1922/23). Nogaro (1922a, 1924, 1948b) a, pour sa part, travaillé non seulement sur la crise allemande, mais aussi sur les hyperinflations polonaise (1923/1924), hongroise (1923/1924, 1945/46).

La seconde génération de cette approche a elle aussi développé des recherches sur l'hyperinflation allemande de 1922/23, c'est le cas d'Aglietta et Orléan (1982) puis d'Orléan (2007b) (tableau 1). Les travaux de Salama et Valier (1990) portent eux sur les crises hyperinflationnistes en Amérique latine notamment sur les crises argentine (1989/1990) et brésilienne (1989/90). Marie (2014) a analysé l'hyperinflation argentine de 1989/1990, Charles et Marie (2017) ont étudié l'hyperinflation bulgare de 1997 (tableau 1).

Au sein de cette première partie de cette thèse, il s'agit d'établir un état de lieux et une classification des théories explicatives des hyperinflations en tenant compte de l'importance que chaque théorie accorde soit à l'évolution de la quantité de monnaie soit au développement des pratiques monétaires parallèles, ce qui nous conduit à retenir deux grandes approches des hyperinflations. Le chapitre 1 présente les explications habituellement développées concernant l'hyperinflation. Le chapitre 2 est consacré aux contributions méconnues d'Aftalion et de Nogaro ; celles-ci sont incluses dans l'approche qualitative des hyperinflations.

Tableau 1 – Les différentes approches de l’hyperinflation

Approche quantitative		Approche qualitative	
Première génération :	Cas étudiés :	Première génération :	Cas étudiés :
- Keynes (1923) - Bresciani-Turroni (1937)	- Allemagne (1922/23) - Autriche (1921/22) - Russie (1921/24)	- Nogaro (1922a, 1924) - Aftalion (1927) - Robinson (1938) - Helfferich (1923, 1927)	- Allemagne (1922/23) - Autriche (1921/22) - Pologne (1923/1924) - Hongrie (1923/24) - Hongrie (1945/46)
Seconde génération : - Cagan (1956) - Sargent et Wallace (1973)	Cas étudiés : - Allemagne (1922/23) - Autriche (1921/22) - Pologne (1923/1924) - Hongrie (1923/24) - Hongrie (1945/46) - Russie (1921/24) - Grèce (1943/44)	Seconde génération : - Aglietta et Orléan (1982) - Orléan (2007b) - Salama et Valier (1990) - Marie (2014) - Charles et Marie (2017)	Cas étudiés : - Allemagne (1922/23) - Brésil (1989/1990) - Argentine (1989/1990) - Bulgarie (1997)

Source : construction personnelle

Explications traditionnelles des phénomènes hyperinflationnistes : approche quantitative versus approche qualitative

« L'hyperinflation est un défi posé à la théorie économique. Situation marginale et exceptionnelle, elle pourrait être considérée comme une annexe distrayante de l'analyse. Elle est tout le contraire : elle met en jeu tout ce qui compose l'économie dans des temps plus normaux en les montrant sous un jour paroxystique. Dans la désagrégation des rapports sociaux, des échanges, de la production, de l'État et de la monnaie que provoque l'hyperinflation, l'économie dévoile ses mécanismes fondamentaux. » (Blanc, 1998, p. 226)

Au lendemain de la Première Guerre mondiale, plusieurs pays de l'Europe dont l'Allemagne, la Pologne, la Hongrie et la Russie font face à des phénomènes hyperinflationnistes. Après la Seconde Guerre mondiale, certains pays comme la Chine et la Hongrie font face à des phénomènes d'hyperinflation. Dans les années 1980, ce sont les pays d'Amérique latine qui, à leur tour, font face à des tensions inflationnistes extrêmement violentes. Ces épisodes hyperinflationnistes nourrissent les débats théoriques. On assiste alors un renouvellement des cadres théoriques ainsi qu'à un prolongement de certaines théories déjà existantes. Deux grandes approches s'opposent lorsqu'il s'agit d'expliquer les phénomènes hyperinflationnistes.

Nous avons, l'approche quantitative qui regroupe toutes les interprétations dont le point de départ est la théorie quantitative de la monnaie. La première génération¹ de cette approche regroupe les travaux de Keynes (1923), Bresciani-Turroni (1937) et Kalecki (1962). Bresciani-Turroni (1937) s'appuie sur la version de la théorie quantitative développée par Fisher (1922). Dans cette version, la monnaie n'est détenue que pour des motifs de transactions, ce qui fait que c'est la fonction d'intermédiaire d'échange ou de paiement qui est mise en avant (Falise, 1959; Cagan, 1958). La variation de vitesse de circulation de la monnaie² et les comportements des agents économiques vis-à-vis de la monnaie ne sont pas pris en compte dans l'explication de la valeur de la monnaie. Par conséquent, seul l'accroissement de l'offre de monnaie provoque une baisse de valeur de la monnaie et une hausse des prix.

Une autre version de la théorie quantitative de la monnaie prend forme à Cambridge dont les principaux artisans sont Pigou et Marshall (Pigou, 1917; Marshall, 1923). À la différence de l'équation de Fisher où la vitesse de circulation a trait aux transactions, dans l'équation de Cambridge, la vitesse de circulation est liée aux comportements des agents économiques notamment ceux relatifs à leur revenu (Falise, 1959). La monnaie peut être détenue pas en tant que réserve de valeur, mais pour les échanges futurs (Lelart, 1964). Keynes (1923) et Kalecki (1962) vont s'appuyer sur cette variante de l'équation quantitative pour donner une explication des crises monétaires intervenues au lendemain de la Première Guerre mondiale. Keynes montre qu'au-delà de l'effet d'accroissement de la quantité de monnaie sur les prix, la hausse de la vitesse de circulation nourrit la spirale inflationniste. Kalecki, pour sa part, construit un modèle hyperinflationniste dans lequel la vitesse de circulation de la monnaie et les anticipations des prix jouent un rôle prépondérant.

Après la Seconde Guerre mondiale, on assiste à une seconde génération de cette approche quantitative avec l'émergence du courant monétariste. La fonction de réserve de valeur acquiert de façon explicite une importance particulière (Cagan, 1958). Cagan construit un modèle d'hyperinflation sous l'hypothèse des anticipations adaptative (Cagan, 1956). L'idée qui sous-tend cette nouvelle variante de la théorie quantitative est que les agents économiques ajustent de façon permanente leurs encaisses réelles désirées en fonction de leurs encaisses réelles effectives :

1. Voir à ce sujet Lelart (1964) ou encore Falise (1959) sur les différentes versions de la théorie quantitative de la monnaie. Voir aussi Diop (2014) qui met en lumière les différentes générations de la théorie quantitative et leurs origines.

2. Pour une littérature détaillée sur le concept de vitesse de circulation, voir Lounsbury (1931), Angell (1937) ou Ellis (1938).

tout écart entre celles-ci se traduit par une augmentation des prix. La hausse continue des prix et donc de l'hyperinflation dépend du niveau de la demande de monnaie des agents économiques. Cette nouvelle version de la théorie quantitative va être testée par Cagan (1956), Allais (1966), Barro (1970) ou encore Sargent et Wallace (1973).

Au sein de ces courants, l'étude des phénomènes monétaires comme les hyperinflations sont analysées en termes d'offre et de demande de monnaie. Leurs interprétations sont complémentaires et convergentes. En effet, lorsque les agents économiques décident de réduire les encaisses détenues cela se traduit par une hausse des dépenses et de la demande de biens et services. Il s'en suit naturellement des tensions inflationnistes. Dans tous les cas, la « *fuite devant la monnaie* » s'opère essentiellement au profit des biens et services, ce qui fait que tout supplément d'encaisses est absorbé par les dépenses de biens et services. Selon l'école de Chicago, la fuite devant la monnaie s'opère d'abord dans la fonction de réserve et ensuite dans la fonction de paiement. Alors que pour Fisher et Keynes³, c'est la fonction de paiement ou du moins la fonction d'intermédiaire d'échange qui est mise en avant de façon automatique dans le processus de fuite devant la monnaie. L'inflation et l'hyperinflation ont pratiquement la même cause dans la première génération : c'est l'accroissement de l'offre de monnaie à laquelle on peut ajouter la hausse de la vitesse de circulation de la monnaie.

Dans la seconde génération, l'offre de monnaie permet d'expliquer l'inflation, mais pas l'hyperinflation. Cette dernière est expliquée par la demande de monnaie des agents économiques. Ainsi, dans cette approche, ce sont les quantités demandées ou offertes de monnaie qui permettent d'expliquer les phénomènes hyperinflationnistes. Les pratiques monétaires parallèles des acteurs économiques ne sont pas prises en compte dans l'explication des crises hyperinflationnistes (Blanc, 1998). Autrement dit, l'approche quantitative ne tient pas compte de la substitution de la monnaie domestique par une monnaie étrangère dans l'analyse des hyperinflations. C'est justement ces différents aspects des phénomènes monétaires qui vont être développés par l'approche qualitative des hyperinflations.

Deux générations sont à distinguer dans l'approche qualitative. Tout d'abord, la première génération regroupe les auteurs comme Helfferich (1927), Nogaro (1924, 1948b), Aftalion (1927, 1948) et Robinson (1938). Ensuite, la seconde génération correspond à plusieurs courants tels que

3. Chez Keynes, la fonction de réserve de valeur est prise en compte de façon implicite ; voir à ce sujet : Falise (1959) et Lelart (1964).

les institutionnalistes monétaires francophones⁴, les post-Keynésiens et les néo-structuralistes. L'approche qualitative prend en compte la substitution de la monnaie domestique par une monnaie étrangère dans la trajectoire des crises hyperinflationnistes. De plus, l'augmentation initiale des prix n'est pas due à la hausse de la quantité de monnaie, mais à l'accroissement des coûts de production et/ou à l'insuffisance de l'offre de biens et services. La fuite devant la monnaie domestique se fait principalement au profit d'une devise. Il est possible de distinguer deux aspects quant à la fuite devant la monnaie. Le premier est l'utilisation des monnaies étrangères comme refuge de valeur et comme moyen de paiement. Dans ce cas de figure, la demande de monnaie étrangère augmente provoquant ainsi une dépréciation du taux de change. Le second aspect consiste en l'adoption d'une unité de compte étrangère dans les transactions nationales, qui se traduit parfois par les phénomènes d'indexation des prix sur le cours de change. Ainsi, le rapport entre la monnaie domestique et la monnaie étrangère constitue une variable très importante à prendre en compte dans la dynamique de l'hyperinflation.

Ce chapitre vise à mettre en perspective les spécificités de chaque approche et leur évolution dans le temps. Il s'articule autour de deux sections, la première section retrace l'évolution de l'approche quantitative tout mettant en lumière ses fondements et les principales contributions enregistrées au fil du temps. Quant à la seconde section, elle développe les principaux fondements de l'approche qualitative des phénomènes monétaires.

1.1. Le contexte

Ces différentes approches de l'hyperinflation apparaissent dans des contextes historiques et intellectuels particuliers. Les crises hyperinflationnistes ont permis dans certains cas de renforcer les théories déjà existantes, mais elles ont aussi permis de renouveler le cadre théorique relatif à l'explication des phénomènes monétaires. Les périodes historiques lors desquelles on observe des hyperinflations sont marquées par l'instabilité des changes au sein du système monétaire international et par la suspension de l'étalon-or. De ce fait, les monnaies nationales n'étaient plus convertibles en métaux précieux ni en devises. À cela, il est important de souligner l'instabilité des changes enregistrée après les deux Grandes Guerres mondiales. Ces périodes sont caractérisées par un contexte politique tendu notamment par les questions de réparation. La troisième grande vague d'hyperinflation intervient en Amérique latine dans un contexte d'explosion de

4. Voir Alary et al. (2016) sur les différents travaux des auteurs institutionnalistes.

la dette extérieure. Les différents pays confrontés au phénomène hyperinflationniste font face à une hausse de la masse monétaire, à des fluctuations importantes du taux de change et à une augmentation continue des prix. Si ces faits ont permis de renforcer l'approche quantitative, il n'en demeure pas moins que ceux-ci débouchent sur des cadres d'analyse alternatifs, rassemblés autour de l'approche qualitative de la monnaie. Celle-ci regroupe dans un premier temps les théories positives de la monnaie de Bertrand Nogaro et d'Albert Aftalion puis les travaux de Joan Robinson. Dans un second temps, on retrouve l'approche institutionnaliste et la théorie post-Keynésienne des crises hyperinflationnistes puis la théorie néo-structuraliste. Dans les sections qui suivent, nous présentons les spécificités de chaque approche.

1.2. L'approche quantitative de l'hyperinflation

Deux générations d'analyses quantitatives sont à distinguer dans cette approche. La première génération s'établit sur la version fishérienne et cambridgienne de la théorie quantitative de la monnaie. Bresciani-Turroni (1937) s'est basé sur la première tandis que Keynes (1923) sur la seconde version afin d'expliquer le désordre monétaire observé en Allemagne après la Première Guerre mondiale. Kalecki (1962) dans le même ordre d'idée que Keynes (1923), propose un modèle d'hyperinflation. Le point de départ de la seconde génération de cette approche est la version de la théorie quantitative mise en avant par Friedman (1956) dans les années 1950. Des auteurs comme Cagan (1956), Allais (1966), Barro (1970) ou Sargent et Wallace (1973) se basent sur cette version de la théorie quantitative pour expliquer les crises hyperinflationnistes observées après la Première et la Seconde Guerre mondiale. Ces deux générations se distinguent, car elles établissent leurs analyses à partir de différentes versions de la théorie quantitative de la monnaie. Mais la dynamique des phénomènes monétaires, telle que l'inflation ou l'hyperinflation reste sujette à la variation de l'offre et de la demande de monnaie. Il s'agit dans cette section de mettre en lumière les spécificités de l'approche quantitative des phénomènes hyperinflationnistes.

1.2.1. Les trois versions de la théorie quantitative de la monnaie

Selon Lelart (1964, p. 79), les différentes versions de la théorie quantitative de la monnaie se sont constituées autour de trois concepts importants :

- « *la monnaie effectivement échangée* »
- « *la monnaie détenue pour l'échange* »
- « *la monnaie détenue comme réserve de valeur* »

À chaque concept de la monnaie correspond une version de la théorie quantitative de la monnaie. Ainsi, les trois principales équations quantitatives sont issues de ces trois déclinaisons de la théorie quantitative de la monnaie : celle de Fisher, celle de Cambridge et l'équation quantitative de Chicago.

1) L'équation quantitative de Fisher

Chez Fisher, la monnaie est « *effectivement échangée* », autrement dit, toutes les unités monétaires en possession des agents économiques sont utilisées dans les transactions (Lelart, 1964). Il n'y a donc pas de possibilité d'épargne ou de thésaurisation de la monnaie. L'équation de Fisher est définie par :

$$MV = PT \Rightarrow P = \frac{MV}{T} \quad (1.1)$$

M désigne la masse monétaire, V la vitesse de circulation de la monnaie, P le niveau général des prix et T le volume des transactions. T est constant du fait du plein emploi (Falise, 1959).

La vitesse de circulation de la monnaie est constante (Fisher, 1922; Dimand, 2001), celle-ci est exogène et ne dépend pas du comportement des agents économiques, mais des facteurs structurels (Falise, 1959). Par conséquent, le niveau des prix est expliqué essentiellement par l'offre de monnaie.

2) L'équation quantitative de Cambridge

Contrairement à la *version fishérienne*, l'*approche Cambridgienne* s'appuie sur le concept de « *la monnaie détenue pour l'échange* ». De ce fait, les agents économiques ont la possibilité de détenir une partie de leurs encaisses pour les achats ou les dépenses futurs (Falise, 1959; Lelart, 1964).

L'équation de Cambridge est définie comme suit :

$$M = kPY \Rightarrow P = \frac{M}{kY} \quad (1.2)$$

M désigne la masse monétaire, k la proportion du revenu que les agents souhaitent détenir sous forme d'encaisses, P le niveau général des prix et Y le revenu national. Dans l'équation de Cambridge, k n'est pas stable, il est égal à l'inverse de la vitesse de circulation de la monnaie. Ainsi, cette dernière n'est pas constante. Le niveau des prix est expliqué non seulement par M , mais aussi par k . Si ce dernier baisse, cela signifie que les agents économiques détiennent moins d'encaisses, d'où une hausse des dépenses de biens et services — la vitesse de circulation augmente si bien que le niveau des prix augmente lui aussi.

3) L'équation quantitative de Chicago

En 1956, la théorie quantitative subit des modifications : les auteurs de l'école de Chicago admettent que la monnaie puisse être désormais « détenue comme réserve de valeur » ou sous forme liquide. La demande de monnaie des agents économiques acquiert une place de premier choix au point que Friedman (1956, p. 4) affirme que « *The quantity theory is in the first instance a theory of the demand for money. It is not a theory of output, or of money income, or of the price level* ». L'équation quantitative de Chicago est définie comme suit :

$$\frac{M}{P} = f(r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dT}; w; \frac{Y}{P}; u) \quad (1.3)$$

$\frac{M}{P}$ désigne la demande de monnaie, $\frac{1}{P} \frac{dP}{dT}$ le taux d'inflation anticipé, $\frac{Y}{P}$ le revenu réel, r_b le taux d'intérêt des bons et r_e le taux de rendement des actions, w c'est le rapport entre les richesses matérielles et les richesses humaines, u une variable aléatoire, P le niveau général des prix. Dans cette version de la théorie quantitative, les prix permettent d'ajuster les encaisses réelles effectives et les encaisses réelles désirées. Si ces dernières sont inférieures aux premières alors la demande des biens et services augmente, d'où un accroissement des prix.

1.2.2. Théorie quantitative de la monnaie, stabilité de la vitesse de circulation et explication des hyperinflation : les interprétations de Bresciani-Turroni

Bresciani-Turroni (1937) s'intéresse à l'hyperinflation allemande en tentant de donner une explication compatible avec la théorie quantitative de la monnaie et celle des parités du pouvoir d'achat. Son œuvre est une référence pour les quantitativistes lorsqu'il s'agit de l'étude de l'hyperinflation allemande. Bresciani-Turroni rejette dès le début de son ouvrage l'explication proposée par la théorie de la balance des paiements et prend position en faveur de la théorie quantitative de la monnaie : « *Opposed to the German theories were those which can be called the "English" (because vigorously upheld by the representatives of Great Britain in the Reparations Commission and in the Guarantees Committee) according to which the fundamental cause of the depreciation of the mark was the Budget deficit, which provoked continued issues of paper money. I hold this second theory to be essentially correct.* » (Bresciani-Turroni, 1937, pp. 46-7). Bresciani-Turroni prend donc position en faveur de la théorie quantitative de la monnaie, car il considère que l'augmentation de la quantité de monnaie due au déficit budgétaire est la principale source de la hausse des prix qui conduit à l'hyperinflation allemande. Ces conclusions sont en adéquation avec la théorie quantitative de la monnaie et la théorie des parités du pouvoir d'achat puisque la hausse de la quantité de monnaie est la cause principale de l'augmentation des prix, qui elle-même est à l'origine de la dépréciation spectaculaire du mark : « *It was only the continual increase in the issues of legal money which made possible the incessant rise in prices and the continual fall in the external value of the mark, as has been demonstrated in the course of this book.* » (Bresciani-Turroni, 1937, p. 398). Cette note de fin fait de Bresciani-Turroni, sans doute, un fervent partisan de la théorie quantitative de la monnaie et de la théorie des parités du pouvoir d'achat.

Bresciani-Turroni défend une version de la théorie quantitative dans laquelle la vitesse de circulation de la monnaie est stable. La hausse des prix est expliquée dans son intégralité par le niveau de l'offre de monnaie. À ce sujet il affirme : « *In conclusion, I believe that the observations of Bortkiewicz, however interesting, do not show that the opinions of those economists who stated that consumers, by spending their money incomes rapidly, increased the velocity of the circulation of money, were unfounded. It is true, however, that the phenomenon has been*

explained sometimes in a manner not altogether correct. It is inaccurate to say that prices increase more rapidly than the quantity of money because the velocity of the circulation increases. » (Bresciani-Turroni, 1937, p. 181). Bresciani-Turroni rejette donc l'idée d'un effet de la vitesse de circulation de la monnaie sur les prix. Ce faisant, il défend la version de la théorie quantitative⁵ défendue par Fisher (1922) dans laquelle la vitesse de la circulation de la monnaie est stable. La valeur de la monnaie, c'est-à-dire la hausse des prix est déterminée uniquement par l'accroissement de l'offre de monnaie. La hausse des moyens de paiements stimule les dépenses de biens et services, ce qui engendre des tensions inflationnistes. La question concernant la baisse de la valeur de la monnaie a été analysée par Keynes en 1923 dans son œuvre intitulée « *A Tract on Monetary Reform* » où il développe le concept de « *taxe inflationniste* » afin d'analyser les effets de l'accroissement de quantité de monnaie sur les prix. Il souligne par ailleurs l'importance de la variation de la vitesse de circulation dans la trajectoire des hyperinflationnistes. Kalecki (1962) dans le même ordre d'idée propose un modèle d'hyperinflation dans lequel la vitesse de circulation monnaie joue un rôle prépondérant.

1.2.3. Théorie quantitative de la monnaie, instabilité de la vitesse de circulation et explication des hyperinflationnistes : la version de Cambridge

Keynes (1923) et Kalecki (1962) s'appuient sur l'équation quantitative développée à Cambridge afin d'expliquer les phénomènes hyperinflationnistes. Leur apport est d'avoir identifié l'influence de la vitesse de circulation dans l'explication des hyperinflationnistes. On passe d'une version de la théorie quantitative basée uniquement sur la variation de l'offre de monnaie à une version fondée sur les fluctuations de la masse monétaire et la variation de la vitesse de circulation de la monnaie.

- **Keynes et « la taxe inflationniste »**

Keynes (1923) s'intéresse aux fluctuations de la valeur de la monnaie en Allemagne. Il développe à ce sujet, le concept de la « *la taxe inflationniste*⁶ » afin d'appréhender l'évolution

5. Cassel (1923) s'est basé sur cette version de la théorie quantitative pour expliquer la hausse des prix apparue au lendemain de la Première Guerre mondiale. Selon lui, c'est l'augmentation des prix domestique qui explique la dépréciation du change.

6. Selon Allen (2009, p. 240), Keynes est l'un des précurseurs de ce concept : « *In 1922, Keynes gave*

des prix en Allemagne. Pour Keynes, un pays peut décider de baisser la valeur de sa monnaie en mettant en circulation une quantité supplémentaire de monnaie, ce faisant les agents économiques subissent ce qu'il appelle la taxe inflationniste (Keynes, 1923). Il montre à travers l'exemple ci-dessous le fonctionnement de la taxe inflationniste.

Il décrit le processus en deux étapes; une première étape où le gouvernement augmente l'offre de monnaie, ce qui se traduit par une taxe inflationniste et donc par une baisse de la valeur de la monnaie. Dans la seconde étape, les agents économiques réagissent face à la taxe inflationniste en réduisant les encaisses détenues : « *Let us suppose that there are in circulation 9 million currency notes, and that they have altogether a value equivalent to 36 millions gold dollars. Suppose that the government prints a further 3 millions notes, so that the amount of currency is now 12 million; then, in accordance with the above theory, the 12 million notes are still only equivalent to \$ 36 millions. In the first state of affairs, therefore, each note = \$ 4, and in the second state of affairs each note = \$3. Consequently the 9 million notes originally held by the public are now worth \$27 million instead of \$ 36 million, and the 3 million notes newly issued by the government are worth \$9 million. Thus by the process of printing the additional notes the government has transferred from the public to itself an amount of resources equal to \$9 million, just as successfully as if it had raised this sum in taxation. On whom has the tax fallen? Clearly on the holders of the original 9 million notes, whose notes are now worth 25 per cent less than they were before. The inflation has amounted to a tax of 25 per cent on all holders of notes in proportion to their holdings.* » (Keynes, 1923, pp. 42-43). À travers cet exemple, Keynes montre comment l'augmentation de la quantité de monnaie conduit à une baisse de la valeur de la monnaie et donc à une hausse des prix (Humphrey, 1981). On retrouve donc cette relation décroissante entre la quantité de monnaie et sa valeur exprimée en termes d'étalon métallique qui découle de la théorie quantitative de la monnaie.

L'idée est que l'augmentation la quantité de monnaie par l'État entraîne une baisse de la valeur de la monnaie⁷. Par conséquent, les agents économiques qui possédaient déjà une quantité donnée de monnaie voient leur pouvoir d'achat baisser. Ils supportent une taxe qui constitue une ressource pour l'État. Ces ressources proviennent de la capacité qu'a l'État à accroître la

the first full treatment in English of the inflation tax. ».

7. Cela concerne aussi bien la valeur interne et externe de la monnaie : « *It will simplify the argument to ignore the fact the value of gold in terms of commodities itself a fluctuating one, and to treat the value of a currency in terms of gold as a rough measure of its value in terms of "real resources" generally.* » (Keynes, 1923, p. 42).

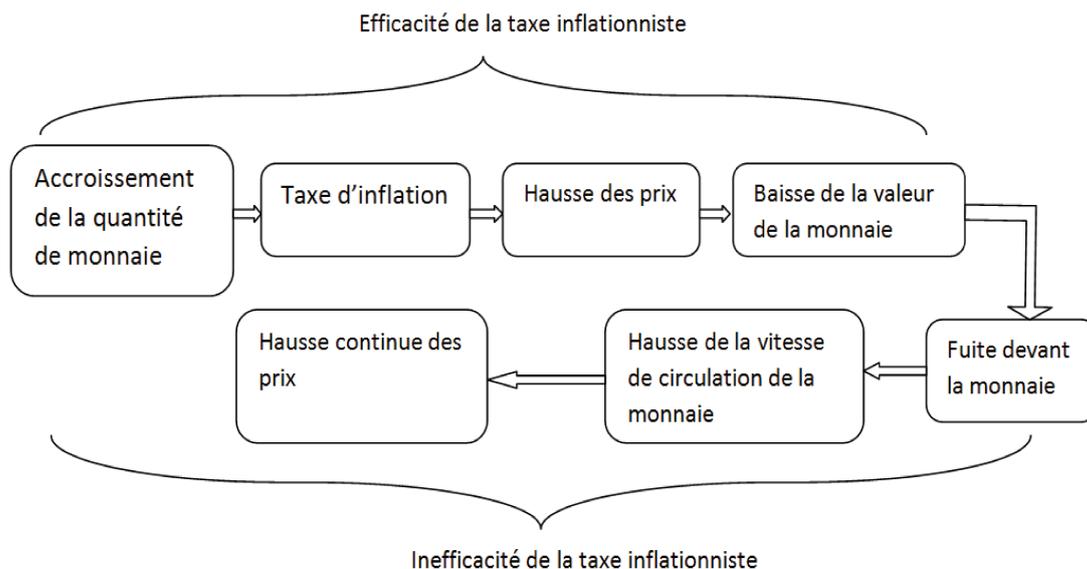
masse monétaire. Dans le cas allemand, Keynes donne deux principales raisons qui ont poussé les autorités allemandes à accroître la quantité de monnaie en circulation. Il s'agit de la hausse des dépenses publiques et l'insuffisance des devises. La création de monnaie permet de financer non seulement le déficit budgétaire, mais aussi d'acheter des devises sur le marché des changes. Il en résulte donc une hausse de la taxe d'inflation.

Dans la deuxième phase décrite par Keynes, les agents économiques réalisent qu'ils supportent une taxe inflationniste de la part du gouvernement et que celle-ci lui permet d'engranger une partie de ses ressources afin de financer ses dépenses. Ce faisant, les agents économiques modifient leurs comportements en réduisant leur détention en monnaie nationale « *But sooner or later the second phase sets in. The public discover that it is the holders of notes who suffer taxation and defray the expenses of government, and they begin to change their habits and to economise in their holding of notes. They can do this in various ways: –(1) instead of keeping some part of their ultimate reserves in money they can spend this money on durable objects, jewellery or household, and keep their reserves in this form instead; (2) they can reduce the amount of till-money and pocket-money that they keep and the average length of time for which they keep it, even at the cost of great personal inconvenience; and (3) they can employ foreign money in many transactions where it would have been more natural and convenient to use their own.* » (Keynes, 1923, pp. 45-46). Lorsque les acteurs économiques réduisent leurs encaisses détenues, la taxe inflationniste devient inefficace. En conséquence, la vitesse de circulation de la monnaie devient un élément capital dans la dynamique inflationniste : « *Whilst economists have sometimes described these phenomena in terms of an increase in the velocity of circulation due to loss of confidence in the currency; nevertheless there are not, I think, many passages in economic literature where the matter is clearly analysed [...] Thus in the last stages of inflation the prodigious increase in the velocity of circulation may have as much, or more, effect in raising prices and depreciating the exchanges than the increase in the volume of notes.* » (Keynes, 1923, pp. 47-48). Keynes décrit un processus inflationniste dans lequel, une hausse de la vitesse de circulation de la monnaie, ce qui nourrit les tensions inflationnistes. Dans ce cas de figure, la taxe inflationniste est inefficace (schéma 3). Dans tous les cas, la création monétaire excessive est à l'origine de la baisse de la valeur de la monnaie et donc de l'inflation ; quant à son exacerbation, elle s'explique en grande partie par la hausse de la vitesse de circulation de la monnaie.

Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, Kalecki (1962) propose un modèle d'hyperinflation en se basant sur l'équation quantitative de Cambridge. À l'instar de Keynes (1923),

Kalecki insiste sur le rôle de la vitesse de circulation de monnaie, mais Kalecki va plus loin en intégrant le rôle des anticipation (des prix) des agents économiques dans la dynamique des hyperinflation.

Schéma 3 : Le processus inflationniste selon Keynes



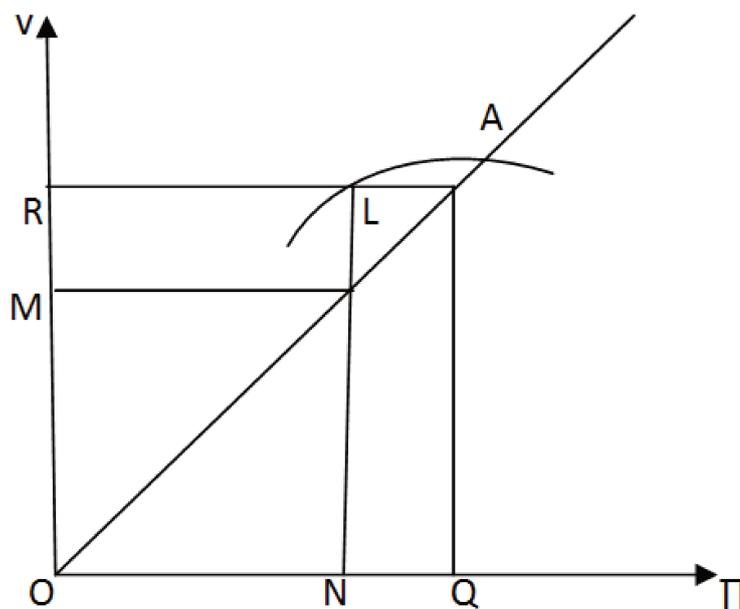
Source : construction personnelle

• L'interprétation de Kalecki

Kalecki (1962) révèle deux grandes caractéristiques concernant l'hyperinflation. Selon Kalecki (1962, p. 275) : « *The two characteristic features of hyperinflation are: a very rapid rise in prices and general tendency to convert money into goods. These two features are closely interlinked. The reason for hoarding of goods is the anticipation of a continuous rapid increase in prices. In turn the hoarding of goods contributes to the pace of the rise of prices* ». Les hyperinflation se matérialisent selon Kalecki par une augmentation des prix et par une conversion de la monnaie en biens. En effet, lorsque les agents économiques anticipent une hausse des prix, ils préfèrent détenir des biens au détriment de la monnaie domestique ce qui provoque une augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie ; d'où un accroissement des dépenses de biens provoquant une hausse des prix.

Dans le modèle d'hyperinflation fourni par Kalecki (1962), la vitesse de circulation joue un rôle très important dans l'explication des prix : « *This phenomenon of accelerated hyperinflation is nothing else but the galloping inflation which is based on the increasing velocity of circulation.* » (Kalecki, 1962, p. 278). Pour Kalecki, la vitesse de circulation est un élément essentiel dans la dynamique des hyperinflations. Celle-ci dépend positivement du taux d'inflation anticipé. Plus ce dernier est important, plus la vitesse de circulation de la monnaie va être élevée et la hausse des prix sera effective. Kalecki dans son article s'attache aux facteurs accélérateurs de la hausse des prix plutôt que de proposer une théorie qui met en avant les facteurs déclencheurs de l'inflation.

Graphique 1.1 – La relation entre la vitesse de circulation de la monnaie et les prix



Source : Kalecki (1962, p. 279), construction personnelle⁸

Selon Kalecki (1962, p. 279), π représente le taux d'inflation, V la vitesse de circulation de la monnaie ; la courbe passant par les points L et A représente la courbe de la vitesse de circulation. Le graphique met en relief deux relations. D'une part, il montre que les prix augmentent avec la vitesse de circulation de la monnaie. D'autre part, le graphique met en évidence la relation croissante entre la vitesse de circulation et le taux d'inflation anticipé : « *Now that we start from a certain level of velocity of circulation OM . To this corresponds the rate of increase in prices*

8. Nous avons ajouté à ce graphique les lettres R et Q .

ON. However, the level of the velocity of circulation generated by this rate of increase in prices is NL which is higher than OM. As a result the increase in prices will be accelerated and the "galloping" will continue until the point of intersection between the straight line and the curve A is reached. » Kalecki (1962, pp. 279-280). Selon Kalecki, une hausse de la vitesse de circulation de la monnaie (OM) entraîne une hausse du taux d'inflation (ON). Cet accroissement des prix provoque à son tour des anticipations inflationnistes, d'où une hausse de la vitesse de circulation de la monnaie (NL), si bien que les prix augmentent à nouveau (OQ). Le passage de *ON* à *OQ* est dû à un accroissement de la vitesse de circulation de la monnaie qui est passée de *OM* à *OR* (graphique 1.1).

Ainsi, Kalecki décrit un cercle vicieux entre la vitesse de circulation de la monnaie et les prix. Toutefois, le point A de la figure ci-dessus ne peut pas être atteint théoriquement selon Kalecki, car l'hyperinflation s'arrête bien avant. En effet, l'hyperinflation se caractérise par un conflit de répartition entre les rentiers, les entrepreneurs et les travailleurs. Ce conflit se traduit par une baisse du revenu réel des travailleurs, un « *appauvrissement des rentiers* » et un « *énorme profit des entrepreneurs* » (Kalecki, 1962). Comme les entrepreneurs font d'importants gains alors ils ont intérêt à ce que l'hyperinflation se poursuive. Mais arrive un stade où les travailleurs développent des techniques ou mettent en place des stratégies visant à éviter l'érosion de leurs revenus réels. Par conséquent, les entrepreneurs ne sont plus gagnants dans le conflit. Cette situation conduit donc à un arrêt de l'hyperinflation. Raison pour laquelle selon Kalecki, le point A (graphique 1.1) ne peut pas être atteint en période d'hyperinflation : « *This explains the manifest support that big business gives to the continuation of hyperinflation once it has been started. However, their interest in it begins to vanish at the point where the techniques of fixing wages are so perfected as to enable the workers to increase the real wages. Since at the advanced stage of hyperinflation when this occurs the rentiers are already so impoverished that they cannot be squeezed any more, hyperinflation ceases to be a profitable proposition. It is at this point that usually emerge stabilisation schemes which put a stop to hyperinflation. As a result, as mentioned above, the point A in Fig. 1 or Fig. 2 may not be reached hyperinflation having been stopped earlier.* » (Kalecki, 1962, pp. 280-81).

Dans le processus hyperinflationniste, Kalecki distingue deux phases. La première phase est matérialisée par une baisse des salaires réels des travailleurs et une augmentation des profits des entreprises. Quant à la seconde phase, elle est caractérisée par une hausse des salaires réels ; c'est donc dans cette seconde phase marquée par l'accroissement du pouvoir d'achat des travailleurs

qu'intervient le point de stabilisation⁹. C'est en effet dans cette phase que se développent les techniques de fixation de salaires plus sophistiquées qui selon Kalecki permettent d'accroître les salaires réels ; ces techniques sont en fait les « *mécanismes d'indexations des salaires* » (FitzGerald, 1990). L'originalité de son analyse réside dans le fait qu'il identifie les conditions d'arrêt des hyperinflations qui correspond au point d'accroissement des salaires réels. Il identifie les gagnants et les perdants de l'hyperinflation. De plus, il intègre le rôle des anticipations et de la vitesse de circulation dans la dynamique de l'hyperinflation. En 1956, Milton Friedman propose une nouvelle version de la théorie quantitative de la monnaie. Cagan (1956) se base sur l'équation quantitative de Chicago pour proposer un modèle d'hyperinflation dans laquelle la demande de monnaie des agents économiques joue un rôle prépondérant.

1.2.4. La prise en compte de la demande de monnaie et des anticipations dans l'explication des hyperinflations : la version de Chicago

Au milieu des années 1950, Friedman (1956) propose une reformulation de la théorie quantitative de la monnaie. Les phénomènes monétaires ne sont pas expliqués uniquement par la création de monnaie et la vitesse de circulation de la monnaie — la demande de monnaie¹⁰ et les anticipations des agents jouent aussi un rôle important dans l'interprétation des désordres monétaires (Patinkin, 1969). Influencé par les travaux de Friedman (1956) ; Cagan (1956) propose un modèle d'hyperinflation (Himelfarb, 1992). Ce modèle constitue aujourd'hui encore une référence clé pour la théorie dominante lorsqu'il s'agit d'interpréter les hyperinflations ; les travaux de Cagan donnent lieu par la suite à d'autres modèles d'hyperinflation. Il s'agit principalement des modèles d'Allais (1966) et de Sargent et Wallace (1973) ; l'objectif principal de ces théoriciens de la seconde génération est de tester la nouvelle forme de l'équation quantitative en période d'hyperinflation à l'aide d'outils économétriques.

• Le modèle fondateur de Cagan

Cagan (1956) dans son article *The monetary dynamics of hyperinflation* , propose une in-

9. Voir à ce sujet Burkett et Burdekin (1993) sur la question du conflit de répartition chez Kalecki.

10. La version de Cambridge tient compte de la demande de monnaie, mais celle-ci a trait au motif de transactions (Lelart, 1964).

interprétation des phénomènes hyperinflationnistes compatible avec la théorie quantitative de la monnaie. Il s'intéresse à sept cas d'hyperinflation survenus aux lendemains de la Première et de la Seconde Guerre mondiale. Son étude sur les hyperinflations débouche non seulement sur un modèle de l'hyperinflation, mais aussi sur une définition de celle-ci. Cagan définit l'hyperinflation comme suit : « *I shall define hyperinflations as beginning in the month the rise in prices exceeds 50 per cent and as ending in the month before the monthly rise in prices drops below that amount and stays below for at least a year.* » (Cagan, 1956, p. 25). Comme on peut le remarquer, la définition de Cagan tient compte uniquement des facteurs quantitatifs.

Le point de départ du raisonnement s'effectue à partir de la théorie quantitative de la monnaie reformulée par les théoriciens de Chicago¹¹. Le raisonnement de Cagan repose sur l'hypothèse d'un ajustement permanent entre encaisses réelles effectives et les encaisses réelles désirées. Tout déséquilibre entre celles-ci se traduit par des tensions inflationnistes : « *In order to test the hypothesis statistically, the two variables, desired real cash balances and the expected rate of change in prices, must be related to observable phenomena. The assumption made about the former is that desired real cash balances are equal to actual real cash balances at all times. This means that any discrepancy that may exist between the two is erased almost immediately by movements in the price level.* » (Cagan, 1956, p. 33). Une autre hypothèse forte concerne l'hypothèse des anticipations adaptatives ; hypothèse selon laquelle les agents économiques forment leurs anticipations sur la base des erreurs passées : « *The expected rate of change in prices is revised per period of time in proportion to the difference between the actual rate of change in prices and the rate of change that expected.* » (Cagan, 1956, p. 37). Le modèle d'hyperinflation qui s'exprime sous la forme suivante :

$$\text{Log}(M/P) = -\alpha E - y \quad (1.4)$$

Où M et P désignent respectivement le niveau de la quantité de monnaie en circulation et le niveau des prix ; α et y sont des constantes. E désigne l'évolution anticipée du niveau des prix.

Cagan décrit un processus inflationniste dans lequel l'accroissement de la quantité de monnaie est à l'origine de l'inflation, mais quant à la dynamique de l'hyperinflation, elle est due à un déséquilibre entre les encaisses réelles effectives et celles désirées. Ces dernières dépendent négativement de l'inflation anticipée, car la hausse de cette dernière conduit les agents écono-

11. Il s'agit la version de la théorie quantitative de la monnaie proposée par Friedman (1956).

miques à modifier leurs détentions en monnaie (Pierre, 1964; Ponsard, 1959). Selon Cagan, le déséquilibre entre les encaisses réelles effectives et les encaisses réelles désirées alimente le processus hyperinflationniste (Kremer et Bouhaili, 1992). Deux phases sont donc à distinguer : une première phase dans laquelle l'offre de monnaie permet d'expliquer la hausse des prix et une seconde phase dans laquelle les tensions inflationnistes s'exacerbent suite à une modification des encaisses réelles détenues par les agents économiques.

Dans cette seconde phase, le niveau d'inflation anticipé détermine le niveau des encaisses réelles désirées. Si les agents économiques anticipent une hausse de l'inflation alors ils réduisent leurs encaisses désirées ; ce faisant, les acteurs économiques se débarrassent du supplément d'encaisses, via une augmentation des dépenses de biens et services, ce qui nourrit les tensions inflationnistes. Ce mécanisme d'ajustement conduit à l'hyperinflation. Il ressort de cette analyse de Cagan que la fuite devant la monnaie se fait par le canal des dépenses en biens et services. Dans ce processus hyperinflationniste décrit par Cagan, le niveau des prix anticipé constitue une variable importante, car s'il est important, les encaisses réelles désirées vont baisser, ce qui va générer une hausse des prix. Mais si le niveau anticipé des prix est moins important, les encaisses réelles désirées vont croître, les dépenses seront moindres et le rythme de l'inflation va baisser. La valeur de la monnaie est expliquée à la fois par l'offre et la demande de monnaie. Toutefois, cette dernière est celle qui permet de mieux appréhender la dynamique des hyperinflations. Sargent et Wallace (1973) dans la même lignée que Cagan proposent un modèle explicatif des hyperinflations sous l'hypothèse des anticipations rationnelles.

• La version de Sargent et Wallace

Sargent et Wallace (1973), influencés par les travaux de Cagan, ont construit un modèle de demande de monnaie sous l'hypothèse cette fois des anticipations rationnelles. Leur modèle constitue une extension du modèle de Cagan (1956). Le modèle de Sargent et Wallace (1973) cherche à tester les causalités entre quantité de monnaie et les prix sous l'hypothèse des anticipations rationnelles. Pour mener à bien leurs recherches, ils construisent deux modèles qui mettent en relief les caractères endogène et exogène de l'offre de monnaie. Selon Sargent et Wallace (1973, p. 337) : « *In summary, we have described two ways to build a model of hyperinflation in which expectations are rational. The first model consists of equations (11) and (13)[...] In this system, money creation influences current and subsequent rates of inflation; but given lagged rates of money creation, past rates of inflation exert no influence on money creation. The system is one*

in which money creation "causes" inflation, in the sense of Granger [4], while inflation does not "cause" money creation. » En effet, dans le premier modèle construit par Sargent et Wallace, l'offre de monnaie est exogène. L'accroissement de la quantité de monnaie entraîne une hausse des prix. Dans le second modèle, Sargent et Wallace (1973, pp. 337-38) affirment que : « *The second model is one in which Cagan's adaptive expectation mechanism is a rational one to employ. It consists of equations (10), (20), and (23)[...] In this system, lagged inflation influences money creation, but lagged money creation does not appear to influence inflation once lagged rates of inflation are taken into account.* » Le second modèle est totalement différent du premier en ce sens que l'offre de monnaie est endogène : c'est donc la variation des prix qui entraîne une variation de la quantité de monnaie. Le premier modèle est défini par l'équation suivante :

$$X_t = \sum_{i=0}^{\infty} Z_i \mu_{t-i} + \tilde{U}_t \quad (1.5)$$

$$\mu_t = \left(\frac{1 - \lambda}{1 - \lambda L} \right) X_t + \varepsilon_t \quad (1.6)$$

$$X_t = \log\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

$$\mu_{t-i} = \log\left(\frac{M_t}{M_{t-1}}\right)$$

Où P et M désignent respectivement le niveau général des prix et la masse monétaire, \tilde{U}_t désigne un terme stochastique et ε_t est une variable aléatoire X_t et μ_{t-i} désigne respectivement les logarithmes des coefficients multiplicateurs des prix et de la masse monétaire, L désigne l'opérateur de différence première et λ est un paramètre.

Nous sommes en présence de deux modèles dans lesquels l'offre de monnaie reflète d'abord un caractère exogène et ensuite un caractère endogène (Lelièvre, 1995). L'ordre chronologique du caractère de l'offre de monnaie dans ces différents modèles est très important. En effet, dans le processus inflationniste mis en avant par Sargent et Wallace, c'est l'accroissement de la masse monétaire qui est à l'origine de l'augmentation initiale des prix. Ce contexte favorise des fortes anticipations inflationnistes provoquant ainsi une nouvelle hausse des prix. Après estimations faites par Sargent et Wallace, il ressort que l'offre de monnaie est à la fois exogène et endogène. Sargent et Wallace (1973, p. 350) concluent en affirmant que : « *Our empirical results indicate that to explain the hyperinflations it is not adequate to regard money creation as exogenous with respect to inflation. Instead, the monetary authorities seemed to make money creation respond directly and systematically to inflation, which was probably an important reason*

that the hyperinflations developed. » Selon le processus inflationniste mis en avant par Sargent et Wallace, lorsque les agents économiques anticipent de façon rationnelle un niveau des prix élevés, ils anticipent par là une diminution de leurs encaisses réelles futures. En effet, les agents économiques savent que la hausse des prix future va conduire à une érosion de leurs encaisses réelles. Ce faisant, ils se débarrassent de leurs encaisses détenues en accroissant leurs dépenses de biens et services, ce qui rend la hausse anticipée des prix effective. Cette augmentation effective des prix va se traduire par une baisse de pouvoir d'achat de la monnaie domestique et une érosion des recettes nettes de l'État, ce qui contraint ce dernier à augmenter l'offre de monnaie afin de financer le déficit budgétaire (Lelièvre, 1995). Dès lors, un cercle vicieux se met en place. Tant que les anticipations inflationnistes des acteurs économiques vont être à la hausse, l'augmentation des prix va être effective et en découle une hausse de l'offre de monnaie.

Les deux générations d'explication de l'approche quantitative expliquent les phénomènes hyperinflationnistes à travers un accroissement de l'offre de monnaie ou une baisse de la demande de monnaie. Pour qu'il y ait hausse des prix, il faut qu'il y ait un accroissement des dépenses, c'est en ce sens que la fuite devant la monnaie domestique engendre une augmentation vertigineuse des prix. Il s'en suit que la fuite devant la monnaie se traduit principalement par un accroissement des dépenses de biens et services. Dans la première version de la théorie quantitative de monnaie, c'est-à-dire celle relative à l'équation de Fisher, c'est la création excessive de monnaie qui permet d'expliquer l'inflation et l'hyperinflation. Quant à la deuxième version, ce sont les augmentations de l'offre monétaire et de la vitesse de circulation qui permettent d'expliquer l'hyperinflation (schéma 4).

Dans la troisième version, c'est-à-dire celle de Chicago, une hausse de la masse monétaire permet d'expliquer l'inflation, mais pour que cette dernière se transforme en hyperinflation, il faut que les agents économiques réduisent leurs encaisses désirées, de sorte que le supplément de monnaie soit dépensé sur le marché des biens et des services (schéma 4). Sur le plan empirique, les travaux économétriques de Cagan (1956) et de Barro (1970) sur les épisodes hyperinflationnistes présentent des autocorrélations des erreurs. Dans ces travaux, Barro analyse les résultats de Cagan, il affirme « *In general, the average errors in Cagan's form are about twice as large as those in table 2, and the serial correlation of residuals is substantially more pronounced.* » (Barro, 1970, p. 1257). Les estimations de Cagan (1956) présentent donc des auto-corrélations des

erreurs, qui, il faut le signaler mettent en cause les résultats économétriques obtenus par Cagan (1956) et ses postulats théoriques. Ces erreurs économétriques mettent en cause les conclusions de Barro (1970) puisque ses résultats présentent aussi des auto-corrélations d'erreurs¹² : « *A major cause of concern in the empirical results (table 2) is the generally low Durbin-Watson statistic, which indicates positive serial correlation of residuals for Hungary and Poland, and possible correlation for Germany. Only in the Austrian case can serial correlation be ruled out.* » (Barro, 1970, pp. 1257-58). Ces biais statistiques mettent en cause la fiabilité et la crédibilité des résultats obtenus par l'approche quantitative. Cela atteste aussi la difficulté qu'a cette théorie à expliquer les hyperinflations.

Face à ces difficultés, nous souhaiterons explorer la possibilité que l'inflation et l'hyperinflation ne soient pas le résultat d'une hausse de l'offre de monnaie ou d'une baisse de la demande de monnaie. L'inflation peut s'expliquer par des facteurs internes tels que la hausse des charges salariales et la contraction de la production. Elle s'explique aussi par les facteurs externes comme la hausse des coûts des biens importés due à la dépréciation du change ou à l'augmentation des prix des biens importés. Quant à l'hyperinflation, elle va au-delà d'une certaine intensité de l'augmentation des prix, comme le stipule la définition de Cagan. Elle met en relief le développement des pratiques monétaires parallèles. Cela se traduit par un rejet de l'unité monétaire domestique et l'adoption d'une monnaie concurrente dans les transactions intérieures. Cet aspect des crises monétaires n'est pas pris en compte par l'approche quantitative, cela est dû au fait que cette dernière analyse les phénomènes monétaires en termes de quantité ; cette approche considère la monnaie comme un bien.

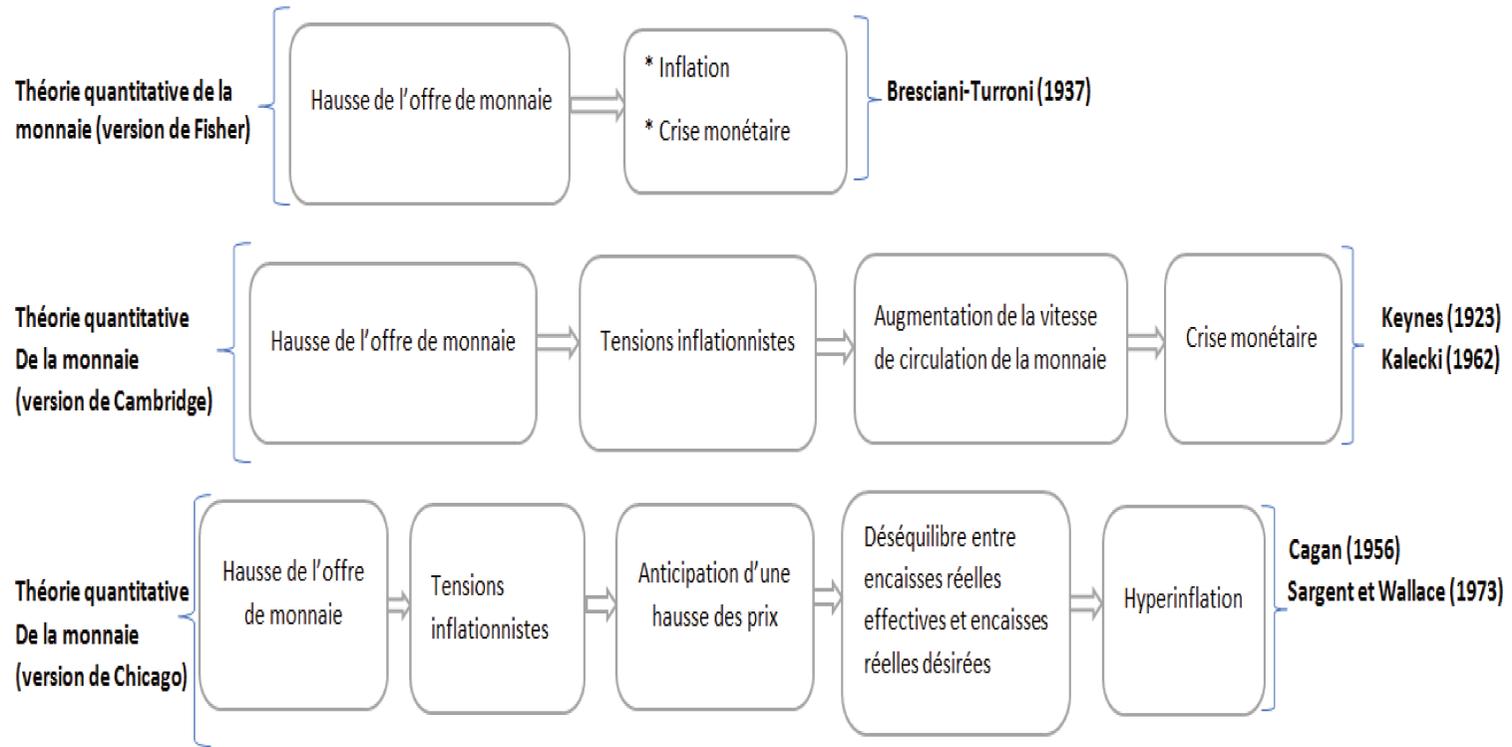
La conception quantitativiste des crises hyperinflationnistes pose deux problèmes. D'abord, la dimension immatérielle de la monnaie, c'est-à-dire l'unité de compte est absente dans l'approche quantitative. Ensuite, la monnaie, lorsqu'elle est contestée, est abandonnée au profit des biens. De ce fait, la fuite devant la monnaie se traduit par l'acquisition des biens et services : « *Il [Bresciani-Turroni] constata le développement de l'usage de monnaies autres que le mark en 1921-23 en Allemagne, mais ne le théorisa pas [...] Discutant aussi de celles-ci, Keynes consacra plusieurs pages de son Tract on Monetary Reform à la question de la grande inflation allemande, dans une optique encore quantitativiste. Il analysa l'inflation comme une méthode de taxation.*

12. À l'exception de l'Autriche.

Or l'approfondissement de cette taxe inflationniste prélevée par l'État conduit les agents économiques à modifier leurs usages de la monnaie. La fonction de réserve est la première à subir cette évolution des comportements. Keynes cite l'accès à des objets durables dont la détention est préférée à celle de la monnaie, mais aussi la transformation la plus rapide possible des revenus en monnaie dans des biens de toute nature. Par la suite, l'emploi de monnaies étrangères dans un grand nombre de transactions est possible. Quant à l'unité de compte, elle devient « au-dessous de tout », mais Keynes n'identifie pas en elle la clef du problème. » (Blanc, 1998, p. 227)

Alors que dans un environnement inflationniste, la fuite devant la monnaie peut se traduire non seulement par une utilisation de monnaie étrangère dans les paiements et dans l'épargne, mais aussi dans le système de compte. La prise en compte du rejet de l'unité monétaire domestique et de l'utilisation d'une monnaie concurrente dans les transactions intérieures permet d'entrevoir les phénomènes hyperinflationnistes sous un autre angle que celui de l'approche quantitative. La variation de l'offre et de la demande de monnaie nationale n'a plus de sens, ce qui importe à présent c'est la fluctuation du rapport d'échange entre l'unité monétaire domestique et la monnaie concurrente. En d'autres termes, dans une situation hyperinflationniste, les acteurs économiques développent des pratiques monétaires parallèles : une autre monnaie est utilisée aussi comme unités de compte et de paiement. Dès lors, les pratiques monétaires jouent un rôle important dans la dynamique des hyperinflationnistes — c'est cet aspect du phénomène hyperinflationniste qui va être au cœur de la réflexion des auteurs que l'on regroupe au sein de l'approche qualitative. Elle va être exposée dans la prochaine section.

Schéma 4 : Les différentes versions de l'approche quantitative



Source : construction personnelle

1.3. L'approche qualitative des hyperinflations

L'approche qualitative se distingue de l'approche quantitative en raison des facteurs déclencheurs de l'inflation et des hyperinflations. Généralement, selon cette approche, l'inflation s'explique par les variations positives des coûts de production, mais aussi par la progression des salaires nominaux ou par la rigidité du volume de production de biens et services. Bien que les sources potentielles de l'inflation soient nombreuses selon cette approche, l'indexation se développe dans un contexte déjà inflationniste. Le taux de change joue un rôle important dans le déclenchement du processus inflationniste, et dans l'explication des hyperinflations. À travers une hausse des coûts des biens importés, la dépréciation du change provoque une augmentation des prix. Et lorsque ces tensions inflationnistes perdurent, les prix sont indexés sur le cours du change, ce qui exacerbe la spirale inflationniste. Ce sont les pratiques monétaires des agents économiques qui permettent de comprendre la trajectoire des hyperinflations.

1.3.1. Une typologie des mécanismes d'indexation

Les pratiques d'indexation sont des mesures prises par les agents économiques pour se protéger de la détérioration du pouvoir d'achat de l'unité de compte domestique. Elles sont formelles lorsque celles-ci sont le fait des autorités politiques et prescrites par la loi (Allais, 1989). Elles peuvent être informelles c'est-à-dire qu'elles ne sont pas prescrites par la loi. Par ailleurs, les indexations peuvent être intégrales ou partielles (Allais, 1989). L'indexation est intégrale lorsque tous les contrats sont revalorisés en cas d'une baisse du pouvoir d'achat. Elle est partielle lorsque la revalorisation ne concerne pas l'ensemble des contrats. Le caractère partiel de l'indexation provient aussi du fait que l'indexation peut permettre une revalorisation des contrats ou des salaires qui ne reprenne pas à 100% la variation constatée des prix. C'était par exemple le cas des salaires indexés sur l'indice des prix à la consommation en Israël jusqu'au début des années 1980.

1) L'objectif des mécanismes d'indexation formelle est de fournir une unité de compte stable aux agents économiques, ce qui va permettre de revaloriser régulièrement les valeurs nominales. La revalorisation peut se faire en fonction du niveau général des prix, cela a été le cas en Hongrie en 1946 (voir chapitre 4). Elle peut se faire aussi en fonction d'un indicateur composite composé de plusieurs indices comme le taux de change et le cours de la bourse (voir chapitre 3 sur l'expérience hongroise de 1924). De façon concrète, si le niveau des prix augmente de 10% alors les salaires nominaux ou les dépôts bancaires augmentent de 10%. Les mécanismes d'indexation formelle sont souvent utilisés dans les périodes de forte inflation ou d'hyperinflation afin d'éviter l'effondrement du système monétaire national.

2) Des mécanismes d'indexation peuvent être informels. Ils peuvent prendre deux formes selon l'ampleur de la hausse des prix.

- Il y a d'une part, les pratiques d'indexation des salaires, des recettes et des bénéfices sur les prix. Ce faisant, si ces derniers augmentent, alors les salariés réclament des hausses de salaires nominaux. Les recettes et les bénéfices peuvent être indexés sur le niveau des prix futurs, cela a été mis en relief par Aftalion (1927, 1948). Cette forme particulière d'indexation sera traitée dans le chapitre 2. Qu'il s'agisse de l'indexation des salaires, bénéfices ou recettes sur le niveau des prix, l'unité de compte domestique est toujours utilisée par les agents économiques. Il y a une défiance à l'égard de l'unité de compte nationale, mais cette dernière n'est pas rejetée par les différents acteurs économiques.

- Il y a d'autre part, les pratiques d'indexation des salaires, des prix sur le cours du change. En d'autres termes, les prix et les salaires suivent la progression du taux de change. Si les prix sont fixés à 20 dollars américains et que le taux de change est égal à 1\$ pour 20 UMN (Unité Monétaire Nationale) alors le prix du bien vaut 20 UMN. Si le taux de change se déprécie (1\$ pour 40 UMN) alors le prix du bien vaut 40 UMN. Dans ce cas, l'unité de compte domestique est rejetée par les agents économiques, et ce au profit d'une unité de compte étrangère. Ces phénomènes d'indexation sont observés dans les périodes de forte inflation ou d'hyperinflation. Nous reviendrons plus en détail dans le chapitre 6.

1.3.2. Helfferich et la théorie de la Balance des Paiements

La théorie de la Balance des Paiements a été initiée par Helfferich pendant l'hyperinflation allemande des années 1920. Cette théorie marque une rupture avec la théorie quantitative de

la monnaie et la théorie de la parité des pouvoirs d'achat. Elle a été élaborée dans un contexte d'après-guerre où les autorités allemandes étaient confrontées aux « *questions de réparations* » et de « *dettes publiques* ». À l'époque, les thèses quantitativistes soutenaient l'idée que la création excessive de monnaie était à l'origine de l'évolution spectaculaire des prix et donc du taux de change en Allemagne. Cette thèse est remise en cause par Helfferich : pour lui l'origine de l'hyperinflation allemande est la dépréciation du mark¹³, qui elle-même est due aux réparations infligées à l'Allemagne. À ce sujet, il affirme : « *The chain of causes and effects is, therefore: First came the depreciation of the German currency by the overburdening of Germany with international liabilities and by the French policy of violence. Thence followed a rise in the prices of all imported commodities. This led to a general rise in prices and wages, which in turn led to greater demand for currency by the public and by the financial authorities of the Reich; and finally, the greater calls upon the Reichsbank from the public and the financial administration of the Reich led to an increase in the note issue. In contrast, therefore, to the widely held view, it is not "inflation" but the depreciation of the currency which is the first link in this chain of cause and effect. Inflation is not the cause of the rise in prices and of the depreciation currency, but latter is a cause of the higher prices and of the greater volume in the issue of paper money.* » (Helfferich, 1927, p. 601). Ainsi pour Helfferich, la dépréciation du change provoquée par les sanctions infligées à l'Allemagne est la cause de l'augmentation des prix. En effet, la dépréciation du mark a entraîné des tensions inflationnistes et des hausses de salaire nominal à travers le renchérissement des produits importés. Ces tensions inflationnistes ont entraîné un accroissement de l'offre de monnaie.

La théorie de Helfferich marque ainsi une rupture non seulement avec la théorie dominante de l'époque qui est la théorie quantitative de la monnaie, mais aussi avec la théorie de la parité des pouvoirs d'achat. En effet, chez Helfferich, l'accroissement de l'offre de monnaie n'est pas la cause de l'augmentation des prix, mais la conséquence de cette dernière. Partant de cette idée, Helfferich rompt totalement avec la théorie de la parité des pouvoirs d'achat et la théorie quantitative de la monnaie, et adopte plutôt une perspective où la monnaie est endogène. L'apport d'Helfferich est d'avoir souligné le rôle de la dépréciation du mark dans le déclenchement des tensions inflationnistes, mais il ne met pas en lumière les étapes par lesquelles la dépréciation du change conduit à une hyperinflation : « *The contribution of the Balance of Payments school is important for being the first to notice that the foreign crisis was at the heart of the hyperinflation.*

13. Une thèse défendue par Graham (1930), Nogaro (1922a, 1924) ou Aftalion (1927, 1948).

However, the theory lacks any plausible explanation of the propagation mechanism. » (Câmara et Vernengo, 2001, p. 156). Helfferich n'accorde pas d'importance aux pratiques monétaires des agents économiques ; ce point est traité par Robinson (1938) dans son analyse de l'hyperinflation allemande.

1.3.3. La version post-Keynésienne de l'hyperinflation : les écrits précurseurs de Joan Robinson

Robinson (1938) s'est intéressée aux crises monétaires notamment à l'hyperinflation allemande de 1922-1923. Les idées de Robinson sur l'inflation et l'hyperinflation sont synthétisées dans deux articles¹⁴. Robinson construit son analyse de l'hyperinflation en mettant au coeur du raisonnement les rôles joués par le conflit de répartition et les variations du taux de change. Comme chez Helfferich, l'offre de monnaie n'est pas la cause de l'hyperinflation (Câmara et Vernengo, 2001).

De plus, elle montre que l'hyperinflation allemande est caractérisée par l'adoption d'une unité de compte extérieure et l'utilisation du dollar américain comme monnaie de refuge. Les écrits de Joan Robinson sur l'inflation ont pu déboucher sur trois phases qu'elle expose dans son article « *War-Time Inflation* » : « *It is possible to distinguish three stages of inflation. First, a sharp rise of prices relatively to costs of production. Second, progressive inflation of the "vicious spiral", when money-wage rates are raised to compensate the workers for the rise of prices. The rise of wages raises prices further, and so sets up a need for a further rise of wages, and so on and on. Third, the stage of hyper-inflation, when continuously rising prices set up an expectation of further rises, so that a scramble for goods sets in which ends in a complete collapse of the currency.* » (Robinson, 1945, p. 89). Selon Joan Robinson, la première phase du processus inflationniste est gouvernée par les coûts, la cause fondamentale de la hausse des prix est due à l'augmentation des coûts de production (schéma 5).

Ensuite apparaît la deuxième phase caractérisée par la spirale prix/salaire qui matérialise le conflit autour du partage du revenu (schéma 5). Dans le même ordre d'idée que Robinson, Kaldor (1946a,b) souligne le rôle du conflit de répartition dans la dynamique de l'hyperinflation hongroise de 1945-1946. Enfin, la troisième et la dernière phase, qui constitue la phase hyperinflationniste est matérialisée par la « *destruction de la monnaie* ». C'est dans son article

14. Il s'agit de « *War-Time Inflation* » en 1945 et de « *The Economics of Hyper-Inflation* » en 1938.

1.3. L'APPROCHE QUALITATIVE DES HYPERINFLATIONS

intitulé : « *The Economics of Hyper-Inflation* » qu'on retrouve l'analyse la plus approfondie de ces différentes phases. Cet article s'intéresse plus particulièrement à l'hyperinflation allemande des années 1920 dans laquelle apparaît successivement les différentes phases décrites ci-dessus. On peut identifier les deux premières phases à travers le passage qui suit : « *Neither exchange depreciation nor a budget deficit can account for inflation by itself. But if the rise in money wages is brought into the story, the part which each plays can be clearly seen. With the collapse of the mark in 1921, import prices rose abruptly, dragging home prices after them. The sudden rise in the cost of living led to urgent demands for higher wages. Unemployment was low (2 per cent of members of Trade Unions were unemployed August, 1921 ; 0.7 per cent in 1922), profits were rising with prices, and the German workers were faced with starvation. Wage rises had to be granted. Rising wages, increasing both home costs and home money incomes, counteracted the effect of exchange depreciation in stimulating exports and restricting imports. 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.* » (Robinson, 1938, p. 74). Ainsi selon Robinson, la dépréciation du mark tout en renchérissant les prix des biens importés, entraîne une hausse des prix intérieurs : on retrouve donc la première phase décrite par Joan Robinson plus haut. L'augmentation des prix intérieurs provoquée par la hausse des prix des produits importés entraîne une baisse du salaire réel des travailleurs, ce qui conduit à des revendications salariales afin de compenser l'érosion de leur salaire réel. Si l'augmentation des salaires est accordée, cela conduit à une accélération des prix, car les salaires constituent une charge pour les entreprises. Nous sommes en présence de la deuxième phase exposée ci-dessus : la boucle prix/salaire matérialise le conflit qui oppose les salariés et les entrepreneurs autour du partage du revenu. Le rôle du conflit de répartition dans la dynamique de l'inflation est central, toutefois, la dépréciation du taux de change nourrit elle aussi la spirale inflationniste.

Quant à la troisième phase c'est-à-dire la phase hyperinflationniste proprement dite, Robinson (1938, p. 76) donne les caractéristiques de celle-ci. Elle montre que le mark a perdu progressivement ses fonctions de réserve de valeur, de paiement et de compte au profit du dollar américain : « *The mark lost the characteristics of money in three stages. By the autumn of 1921 it had ceased to function as a 'store value'. The demand for money to hold disappeared when the expectation of a continuous rise in prices became general. This is one aspect of the increase in velocity of circulation, and marks, as I have suggested, the transition from moderate inflation to hyper-inflation. In the late part of 1922 the mark ceased to function as a "unit account". It*

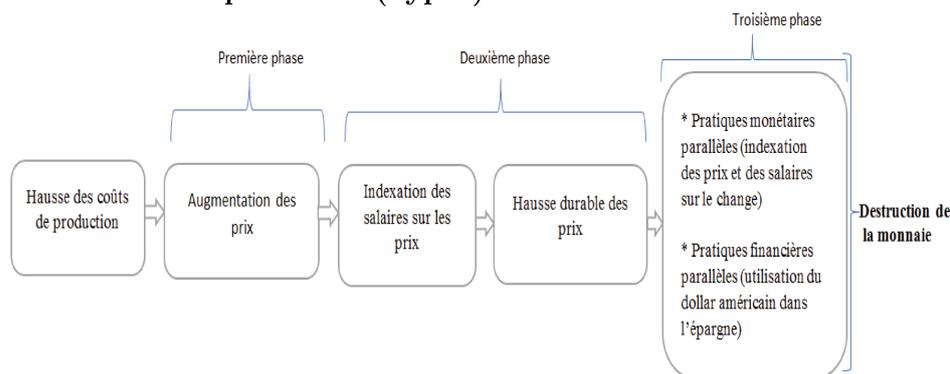
became more and more common to reckon all prices, and to fix wage rates, with reference to the exchange rate, so that, in effect, the dollar was the unit of account. The mark note never ceased altogether to function as a "medium of exchange", but it was to a large extent displaced by foreign currency and the "stable value" instruments of various kinds which were improvised. » L'hyperinflation, selon Joan Robinson, est caractérisée par le développement des pratiques monétaires et financières parallèles. Le dollar américain est de plus en plus utilisé comme réserve de valeur, unité de compte et moyen de paiement (schéma 5). L'analyse de Robinson prend en compte non seulement les facteurs déclencheurs de l'inflation en Allemagne, mais aussi des facteurs qui ont concouru à l'exacerbation de la spirale inflationniste. Quant à l'hyperinflation, Joan Robinson souligne la présence des pratiques monétaires et financières parallèles qui ont consisté en l'utilisation d'une monnaie étrangère dans le compte et dans les paiements. Cet aspect des crises hyperinflationnistes est en adéquation avec notre approche de l'hyperinflation dans la mesure où la monnaie domestique est abandonnée au profit d'une unité de monnaie étrangère.

Kaldor¹⁵ à l'instar de Robinson (1938) souligne l'importance des pratiques monétaires parallèles dans la trajectoire de l'hyperinflation allemande : *« Tous ces exemples avaient en commun que le taux de hausse des prix y avait atteint la dimension d'une « hyperinflation » (plusieurs centaines de pour cent par an) avant de s'arrêter brusquement. Comme les grandes plaies du passé, elles se résorbent d'elles-mêmes, brutalement. La question est de savoir pourquoi. A mon avis - hypothèse dont la vérification nécessiterait beaucoup de recherches - c'est parce que prix et revenus « s'indexent » d'autant plus à l'inflation que celle-ci est galopante. Ainsi en Allemagne en septembre 1923, du journal au salaire quotidien en passant par le billet de train, absolument tout était « indexé » au cours du dollar US sur le marché au jour le jour [...] Si le cours du dollar ne bougeait pas de la journée, les prix et les salaires (exprimés en billions ou trillions de marks) restaient stables ce jour. »* (Kaldor, 1985, p. 105). Récemment, ce sont les travaux de Marie (2014) et Charles et Marie (2016, 2017) qui donnent une version plus aboutie de l'analyse post-Keynésienne de l'hyperinflation. Leur analyse prend en compte des éléments déjà présents chez les précédents auteurs post-Keynésiens comme Joan Robinson et Kaldor. Le conflit de répartition constitue la principale source de la hausse initiale des prix, cette dernière conduisant à l'émergence des pratiques d'indexation des prix et des salaires sur le cours du change. La phase ultime c'est-à-dire l'hyperinflation consiste à la substitution de la monnaie nationale par une

15. Il y a aussi les travaux de Carvalho (1991) qui soulignent l'importance des pratiques d'indexation dans la trajectoire des hyperinflationnistes.

monnaie étrangère par les agents économiques, du fait de la dépréciation anticipée du change (Charles et Marie, 2016, 2017). L'importance des pratiques monétaires parallèles dans la trajectoire des hyperinflationnistes est traitée aussi par les institutionnalistes monétaires francophones. Ils distinguent trois phases dans la dynamique des crises monétaires, toutes en rapport avec la substitution de la monnaie nationale par une monnaie étrangère.

Schéma 5 : Le processus (hyper)inflationniste selon Robinson



Source : construction personnelle

1.3.4. L'institutionnalisme monétaire francophone face à la question de l'hyperinflation

L'approche institutionnaliste de la monnaie invite à comprendre les crises hyperinflationnistes à travers les pratiques monétaires parallèles des acteurs économiques¹⁶. Cette approche considère la monnaie comme « *un rapport social* » (Orléan, 2007a). La monnaie a un caractère à la fois social et politique¹⁷. De ce fait, son instabilité est l'expression d'un déficit cruel de légitimité ou de confiance des agents économiques dans les institutions politiques et monétaires, ce qui peut conduire à une perte de souveraineté monétaire et à une destruction de la monnaie nationale.

Concrètement, ces facteurs qualitatifs se manifestent à travers les pratiques d'indexation des prix, et l'utilisation de monnaie étrangère dans l'épargne comme dans les paiements. À cet effet,

16. Blanc (1998, 2000a) par exemple met en lumière différents contextes historiques qui poussent les agents économiques à utiliser les monnaies parallèles.

17. Voir à ce sujet Ould Ahmed (2015), Ould Ahmed et Ponsot (2015) ou Orléan (2015). Ces auteurs insistent sur le caractère social et politique de la monnaie.

Orléan (2007a) a mis en évidence trois phases dans la dynamique des crises monétaires. Les phénomènes d'indexation constituent la première phase des crises hyperinflationnistes. Il écrit : « *Il y a crise monétaire dès lors que cette conflictualité s'exprime au grand jour et que l'unité de l'espace monétaire se trouve remise en cause [...] Son stade premier est le développement des pratiques d'indexation, à savoir le fait que différents acteurs économiques ne croient plus en l'unité de compte existante et utilisent divers supports pour rédiger leurs contrats. Le stade suivant de la crise est la fuite généralisée devant la monnaie en tant que moyen de réserve et la thésaurisation de nouveaux instruments. Le stade final est le refus pur et simple de la monnaie dans les transactions.* » (Orléan, 2007a, p. 9)

Les phénomènes d'indexation sur le change, expression d'une détérioration de l'unité de compte, sont les symptômes permettant de saisir le déclenchement d'une crise monétaire. Dans cette phase, les agents économiques se réfèrent à une unité de compte extérieure et stable pour évaluer les grandeurs économiques. C'est ainsi que les producteurs indexent les prix sur le taux de change. Dans ce cas de figure, les prix suivent le taux de change. Si ce dernier se déprécie alors le taux d'inflation augmente. Ce point de vue est partagé par Salama et Valier (1990, p. 141) : « *C'est la substitution de la fonction d'unité de compte qui alimente surtout le processus hyperinflationniste* ». Cette idée est initiée par les auteurs comme Nogaro (1922a) ou Robinson (1938) dans leurs analyses des crises monétaires intervenues au lendemain de la Première Guerre mondiale.

La deuxième phase d'une crise hyperinflationniste, selon Orléan, est caractérisée par la détérioration de la fonction de réserve de valeur de la monnaie. Dans cette phase, la monnaie nationale ne sert plus de réserve de valeur : les agents économiques recherchent d'autres monnaies plus stables pour la constitution de leur épargne liquide.

Enfin, la dernière phase des crises monétaires est caractérisée par le rejet de la monnaie en tant que moyen de paiement. En définitive, les crises monétaires traduisent une détérioration progressive des fonctions cardinales de la monnaie. Orléan (2007b) a ainsi fourni un indicateur permettant de saisir le rejet de la monnaie nationale. Il s'agit du rapport (M/P), qui évalue la masse monétaire réelle. Une baisse de cet indicateur traduit alors la perte de confiance dans la monnaie : « *La variable M/P , en ce qu'elle évalue la quantité de monnaie réelle désirée par les acteurs économiques, est un bon indicateur pour appréhender, tout au long de la période, les progrès de la crise monétaire. On peut y avoir une mesure grossière du degré de confiance éprouvée par la population allemande pour sa monnaie nationale.* » (Orléan, 2007b, pp. 195-96).

Ainsi, une baisse drastique de cet indicateur signale la progression de la crise monétaire.

L'apport de l'approche institutionnaliste est d'avoir mis en évidence le rôle des pratiques monétaires et financières parallèles dans la trajectoire des hyperinflations. Cette approche tient compte non seulement de la détérioration de l'unité de compte domestique, mais aussi de la substitution de celle-ci par une monnaie étrangère dans la dynamique des crises hyperinflationnistes. Un autre apport est d'avoir identifié les facteurs sociopolitiques qui affectent la confiance dans la monnaie et donc les pratiques monétaires des acteurs économiques. Ces éléments qualitatifs sont d'une importance capitale pour la compréhension des phénomènes hyperinflationnistes.

Un autre courant de pensée, le néo-structuralisme, s'est intéressé aux crises monétaires intervenues en Amérique latine dès la fin des années 1970. Ils orientent leurs recherches sur les facteurs qui nourrissent ou entretiennent la spirale inflationniste.

1.3.5. Les néo-structuralistes et les crises hyperinflationnistes en Amérique latine

Le courant néo-structuraliste apparaît des décennies après le débat qui a opposé les structuralistes et les monétaristes. Les causes de l'inflation sont au cœur de la controverse opposant ces deux écoles dans les années 1950 et 1960 (Boianovsky, 2010; Furtado, 1965). Pour les monétaristes, l'inflation est due à la création excessive de la monnaie. Alors que chez les structuralistes, l'inflation est expliquée par les facteurs structurels. Elle est le fait d'une insuffisance de la production et donc de l'offre due à la transformation structurelle du système de production. Suite à ce débat d'école, plusieurs pays en Amérique latine dont le Brésil et le Chili, ont adopté au début des années 1960 des mesures destinées à préserver le pouvoir d'achat des travailleurs en instaurant légalement l'indexation des contrats sur le niveau des prix (Neiburg, 2011; Herrera et Valdés, 2005). Ainsi, si d'une période à une autre les prix augmentent alors les salaires sont automatiquement revus à la hausse, et ce en fonction de la hausse du taux d'inflation.

La décennie 1980 est marquée par des tensions inflationnistes en Amérique latine. De plus, l'environnement économique en Amérique du Sud est marqué par les mécanismes d'indexation formelle. C'est dans ce contexte que se développe le courant néo-structuraliste (Pereira et Nakano, 1987). Selon Pereira et Nakano (1987), la théorie néo-structuraliste ou la théorie l'inflation « *inertielle* » est la troisième phase « *paradigmatique de la théorie de l'inflation structurelle* » qui a vu le jour au Brésil dans les années 1980 dont les piliers sont Frenkel (1979), Arida et Lara-

Resende (1985), Lopes (1986) ou Pereira et Nakano (1987). Les néo-structuralistes ne cherchent pas à expliquer les causes profondes ou initiales de l'inflation, mais plutôt le caractère inertiel de l'inflation, autrement dit, les facteurs qui entretiennent l'inflation. Le programme de recherche des néo-structuralistes s'articule donc autour du comportement inertiel de l'inflation : « *In these, the ideas that present inflation as a mere reproduction of past inflation-that it is the result of the formal and informal indexation of the economy and, on a wider level, of the distributive conflict-begin to be defined.* » (Pereira et Nakano, 1987, p. 9).

Selon cette théorie, le phénomène inflationniste observé en Amérique latine a un caractère inertiel qui découle de l'indexation formelle ou informelle de l'économie. Les mécanismes d'indexation des salaires ont été institutionnalisés afin de préserver le pouvoir d'achat des travailleurs. En d'autres termes, tous les salaires nominaux sont revalorisés automatiquement en cas d'une hausse des prix. Bien que cette dernière préserve le salaire réel, elle est de nature à nourrir les pressions inflationnistes. Il est important de rappeler que les salaires représentent un coût pour les entreprises. Lorsqu'on s'inscrit dans un contexte inflationniste, la hausse des prix se traduit par un accroissement des salaires nominaux et donc des coûts salariaux. Ainsi, les pratiques d'indexation se traduisent par une hausse des salaires nominaux et donc des coûts de production, d'où l'accélération du niveau des prix. L'apport des néo-structuralistes est d'avoir mis en lumière le rôle des pratiques d'indexation des salaires sur les prix dans la trajectoire des crises inflationnistes en Amérique latine (Câmara et Vernengo, 2001). S'inscrivant dans le même ordre d'idée que les néo-structuralistes, Salama et Valier (1990) focalisent leur réflexion sur le rôle des indexations des prix sur le cours de change dans la trajectoire des hyperinflationnistes en Amérique latine.

1.3.6. Quelque interprétation connexe : la version de Salama et Valier

Salama et Valier (1990), à l'instar des auteurs néo-structuralistes, ont souligné l'importance des mécanismes d'indexation dans les périodes de hautes inflations et d'hyperinflations. Leurs travaux se focalisent plutôt sur l'indexation des prix sur le change. Ces analyses s'inscrivent dans le même ordre d'idée que ceux des institutionnalistes monétaires francophones, mais à la différence de ces derniers, Salama et Valier (1990) distinguent deux formes d'hyperinflations : « *l'hyperinflation rampante* » et « *l'hyperinflation ouverte* ». Selon Salama et Valier (1990, p. 8),

les hyperinflation rampantes sont : « *des situations où les caractéristiques de l'hyperinflation sont présentes, mais ni la perte de contrôle des prix, ni l'incohérence des prix relatifs, ni la perte par la monnaie nationale de ses fonctions de monnaie ne sont générales ; la production continue à se développer, même si c'est à un rythme plus faible* ». Quant à l'hyperinflation ouverte, elle est caractérisée par trois phénomènes importants : « *la fuite devant la monnaie nationale* », la « *dégradation spectaculaire du change* » et « *l'évolution du taux de change parallèle qui dévient un élément déterminant de l'évolution des prix.* » (Salama et Valier, 1990, p. 152)

La contestation générale des différentes fonctions de la monnaie constitue entre autres la « *frontière* » entre ces deux formes d'hyperinflation. Autrement dit, Salama et Valier (1990) font de l'indexation des prix sur le change le principal facteur explicatif des prix dans les périodes d'hyperinflation ouverte : « *Le lien prix-taux de change parallèle, qui commence à se développer dans les périodes d'hyperinflation rampante, contribue à précipiter la transformation de celle-ci en hyperinflation ouverte. Des prix de plus en plus nombreux tendent alors à s'indexer de façon quasi unique au taux de change parallèle, et comme ce dernier n'est pas un taux de change d'équilibre et subit les effets d'une situation économique qui devient catastrophique, l'hyperinflation s'accélère d'autant.* » (Salama et Valier, 1990, p. 151).

De plus, ces deux auteurs mettent en lumière un indicateur capable d'appréhender le « *degré de crédibilité* » des autorités monétaires. Il s'agit de « *l'écart entre le taux de change officiel et le taux de change parallèle* ». Un grand écart entre ces deux grandeurs traduit une défiance des agents économiques vis-à-vis de leur monnaie, mais aussi des autorités monétaires. Ces derniers n'ont plus le contrôle de la monnaie nationale. Ils affirment à ce sujet : « *le degré de confiance et de crédibilité de la politique de change suivie par le gouvernement se mesure alors à l'écart entre le taux de change officiel et le taux de change parallèle. Le taux de change qui sert de référence sera d'autant plus le taux de change parallèle que l'écart s'accroît avec le taux de change officiel. L'indexation informelle s'effectue alors plus fréquemment à partir de ce taux de change. Les prix sont exprimés en dollar « noir »¹⁸.* » (Salama et Valier, 1990, p. 149). Les pratiques monétaires parallèles telles que les phénomènes d'indexation des prix sur le cours du change constituent donc un élément capital dans la dynamique des phénomènes hyperinflationnistes. Les prix suivent l'évolution du change, ce qui conduit à un accroissement des prix.

L'hyperinflation rampante et l'hyperinflation ouverte se distinguent par l'existence des pratiques d'indexations des prix sur le cours du change. Au-delà de leurs similitudes avec les travaux

18. C'est le taux de change sur le marché parallèle.

1.3. L'APPROCHE QUALITATIVE DES HYPERINFLATIONS

institutionnalistes notamment sur le rôle des indexations des prix, Salama et Valier, fournissent un indicateur permettant de saisir le « *degré de crédibilité* » des autorités monétaires : « *l'écart entre le taux de change officiel et le taux de change parallèle* » (Salama et Valier, 1990). Les interprétations proposées par Salama et Valier (1990) sont en adéquation avec notre conception de l'hyperinflation parce qu'ils accordent une importance aux pratiques monétaires parallèles des agents économiques. Ces derniers ont eu recours à des monnaies étrangères dans le compte, mais aussi dans les paiements.

Conclusion du chapitre 1

Ce chapitre nous a permis de mettre en lumière les fondements des approches quantitatives et qualitatives de l'hyperinflation. La première a connu plusieurs évolutions après les deux Premières Guerres mondiales. Les hyperinflations apparues pendant cette période ont contribué à renforcer la théorie quantitative de la monnaie tant sur le plan théorique qu'empirique. Deux générations sont à distinguer dans cette approche. Deux versions composent cette première génération. Il y a une première version dans laquelle l'inflation et l'hyperinflation sont le résultat d'augmentation de la masse monétaire : c'est la version proposée par Bresciani-Turroni (1937). Selon la seconde version, un accroissement de la masse monétaire n'est pas sans conséquence sur le niveau des prix, mais l'augmentation de vitesse de circulation constitue une variable prépondérante dans la trajectoire de la dynamique hyperinflationniste : c'est la version proposée par Keynes (1923) et Kalecki (1962).

Au début de la seconde moitié du XXe siècle émerge une seconde génération de l'approche quantitative, dans laquelle l'offre de monnaie permet d'expliquer l'inflation, mais pas l'hyperinflation. Cette dernière dépend du niveau des encaisses réelles désirées. Si ces dernières sont inférieures aux encaisses réelles effectives alors le supplément d'encaisses est injecté dans les dépenses de biens et services, ce qui exacerbe la spirale inflationniste. Dans ce processus inflationniste, il existe un lien inverse entre le niveau des prix anticipés et le niveau d'encaisses désirées. Plus le niveau des prix est élevé, plus les encaisses désirées par les agents économiques vont être moindres et plus le niveau des dépenses va s'accroître, ce qui rendra la hausse des prix effective. Sur le plan conceptuel, dans la première génération de l'approche quantitative, la monnaie est saisie dans sa fonction de paiement et d'intermédiaire d'échange.

La seconde génération quant à elle, accorde une primauté à la fonction de réserve de valeur raison pour laquelle la demande de monnaie joue un rôle important dans l'explication des hyperinflations. Dans les deux générations de l'approche quantitative, la fuite devant la monnaie domestique prend la forme d'un accroissement des dépenses de biens et services, ce qui nourrit les tensions inflationnistes. Dans cette approche, la monnaie n'est considérée que dans sa dimension physique, sa dimension abstraite n'est pas prise en compte dans l'explication des crises monétaires. De plus, cette approche fait fi des pratiques monétaires qui se développent dans les périodes de hautes inflations. Or, cet aspect des crises est très important pour comprendre

l'évolution des prix et du taux de change.

Cette problématique est au cœur de l'approche qualitative ; dans cette dernière, l'inflation peut avoir plusieurs sources. Celle-ci n'est pas due à un accroissement de l'offre de monnaie. L'inflation est causée par une hausse des coûts à l'importation, propulsée par une dépréciation du taux change, c'est la thèse défendue par la théorie de la balance des paiements. Par ailleurs, la hausse initiale des prix peut être causée par un conflit de répartition violent sur laquelle viennent s'ajouter l'indexation et l'importance du change. C'est la thèse défendue par le courant post-Keynésien, par Robinson (1938).

Quant à l'accélération de l'inflation, elle provient des phénomènes d'indexations des salaires sur les prix, telle est la thèse défendue par les néo-structuralistes. Les institutionnalistes monétaires francophones focalisent plutôt leurs analyses sur les périodes hyperinflationnistes. Il en est de même pour Salama et Valier (1990). Les crises hyperinflationnistes sont alors perçues comme un rejet de la monnaie domestique ; les pratiques monétaires telles que les indexations des prix sont des éléments très importants pour saisir la dynamique des crises hyperinflationnistes. Le rejet de la monnaie domestique se manifeste au profit d'une monnaie étrangère, aussi bien dans sa dimension de réserve de valeur et de paiement que dans sa fonction de compte.

Toutefois, il est important de souligner que ces aspects ont été mis en relief des décennies plus tôt par deux économistes français de la première moitié du XXe siècle¹⁹. Témoins des crises hyperinflationnistes apparues après la Première et la Seconde Guerre mondiale, Bertrand Nogaro et Albert Aftalion remettent en cause l'approche quantitative et offrent à cet effet, une version qualitative des crises (hyper) inflationnistes. Selon ces auteurs, c'est le taux de change et non la quantité de monnaie qui est la principale variable explicative des désordres monétaires. De plus, ces auteurs intègrent dans leurs analyses la détérioration de l'unité de compte et la substitution de celle-ci dans la trajectoire des phénomènes (hyper) inflationnistes. Les travaux de Nogaro et Aftalion ont des similitudes avec l'approche institutionnaliste et post-Keynésienne des phénomènes hyperinflationnistes. Pour cela, ils peuvent être considérés comme les précurseurs de l'analyse qualitative des (hyper) inflations. Le prochain chapitre met en exergue les apports de Nogaro et d'Aftalion à l'explication des crises (hyper) inflationnistes.

19. Notons que Robinson (1938) a mis en évidence la détérioration des principales fonctions du mark dans la trajectoire de la crise monétaire allemande.

Précurseurs méconnus de l'approche qualitative : les théories positives de la monnaie de Bertrand Nogaro et d'Albert Aftalion

« Un mouvement des prix est un fait historique, qu'il faut d'abord observer sans idée préconçue. Quant à son interprétation, elle ne saurait consister seulement dans un effort de vérifier quelques hypothèses suggérées par une conception a priori et simpliste du phénomène. Elle exige un travail patient pour saisir les faits et les relations intelligibles qui les unissent, dans des cadres historiques et géographiques définis. Le travail de synthèse qu'exige ici la théorie ne peut venir qu'ensuite. » (Nogaro, 1947, p. 40)

Alors que la plupart des économistes partageait la vision quantitativiste quant à l'explication des phénomènes monétaires des années 1920, Nogaro et Aftalion, deux économistes français de l'époque, de par leurs interprétations des faits, s'opposèrent farouchement à la théorie monétaire dominante. Pour les partisans de la théorie quantitative, la masse monétaire est la principale variable explicative des prix et du change ; une thèse à laquelle Nogaro et Aftalion n'adhéraient pas. Ils proposèrent des cadres théoriques alternatifs permettant de comprendre les phénomènes

monétaires. Pour eux, le change est la principale variable explicative des crises monétaires. Les hyperinflations analysées par Nogaro et Aftalion sont celles intervenues au lendemain de la Première Guerre mondiale¹ dans les pays comme l'Allemagne, la Hongrie, l'Autriche et la Pologne. Ces pays ont connu une désorganisation profonde de leur production et des échanges. Ces hyperinflations se sont caractérisées par une hausse des prix et de la masse monétaire, et par une dépréciation du change. Ce sont des phénomènes nouveaux qui n'existaient pas dans le siècle précédent. Ces crises apparaissent dans un contexte de suspension du régime d'étalon-or où la monnaie nationale n'était plus convertible en or ou en devise.

Leurs interprétations des phénomènes monétaires prennent la forme d'une « *théorie positive de la monnaie*² », celle-ci se veut une théorie basée sur les faits et dans laquelle le change joue un rôle prépondérant. Bien que le change soit au cœur de leurs analyses, la nature des relations qui lient le change aux prix diffère. Ainsi, deux versions de la théorie positive de la monnaie sont à distinguer. Il existe, selon les précurseurs de la théorie positive de la monnaie, deux relations possibles entre le change et les prix, mais la seconde relation est celle qui permet de comprendre la dynamique des crises monétaires. La première est indirecte, et postulée dans un contexte de stabilité de l'unité de compte. Tandis que, la seconde est directe, et postulée dans un contexte de défiance ou de rejet de l'unité de compte.

Aftalion défend l'idée selon laquelle une dépréciation du change entraîne une hausse du revenu, ce qui provoque une augmentation de la demande des biens et donc des prix (schéma 6). Lorsque les tensions inflationnistes perdurent, cela débouche sur une détérioration de l'unité de compte. Les agents économiques modifient leurs comportements à l'égard de monnaie nationale. Ce point de rupture constitue la frontière entre une inflation et une crise monétaire. Il est important de souligner que le phénomène décrit par Aftalion n'est pas une hyperinflation³, mais une haute inflation. Lorsqu'Aftalion prend en compte la détérioration de l'unité de compte, cela modifie son approche de l'inflation. Ce n'est plus le comportement du consommateur qui est mis en avant, mais celui du producteur : c'est le passage de la théorie du revenu à la théorie

1. Après la Seconde Guerre mondiale, Nogaro ne s'intéresse qu'à la crise monétaire hongroise de 1945-1946.

2. La théorie positive de la monnaie se veut une théorie basée sur les faits, proche de la réalité. L'expression (théorie positive de la monnaie) a été utilisée par Aftalion (1948) à la page 243 et par Nogaro (1948b) à la page 241.

3. Selon nous, pour qu'il y ait hyperinflation, il faut que les unités de compte et de paiement soient rejetées au profit d'une autre monnaie en l'occurrence une monnaie étrangère. Voir à ce sujet le chapitre 6.

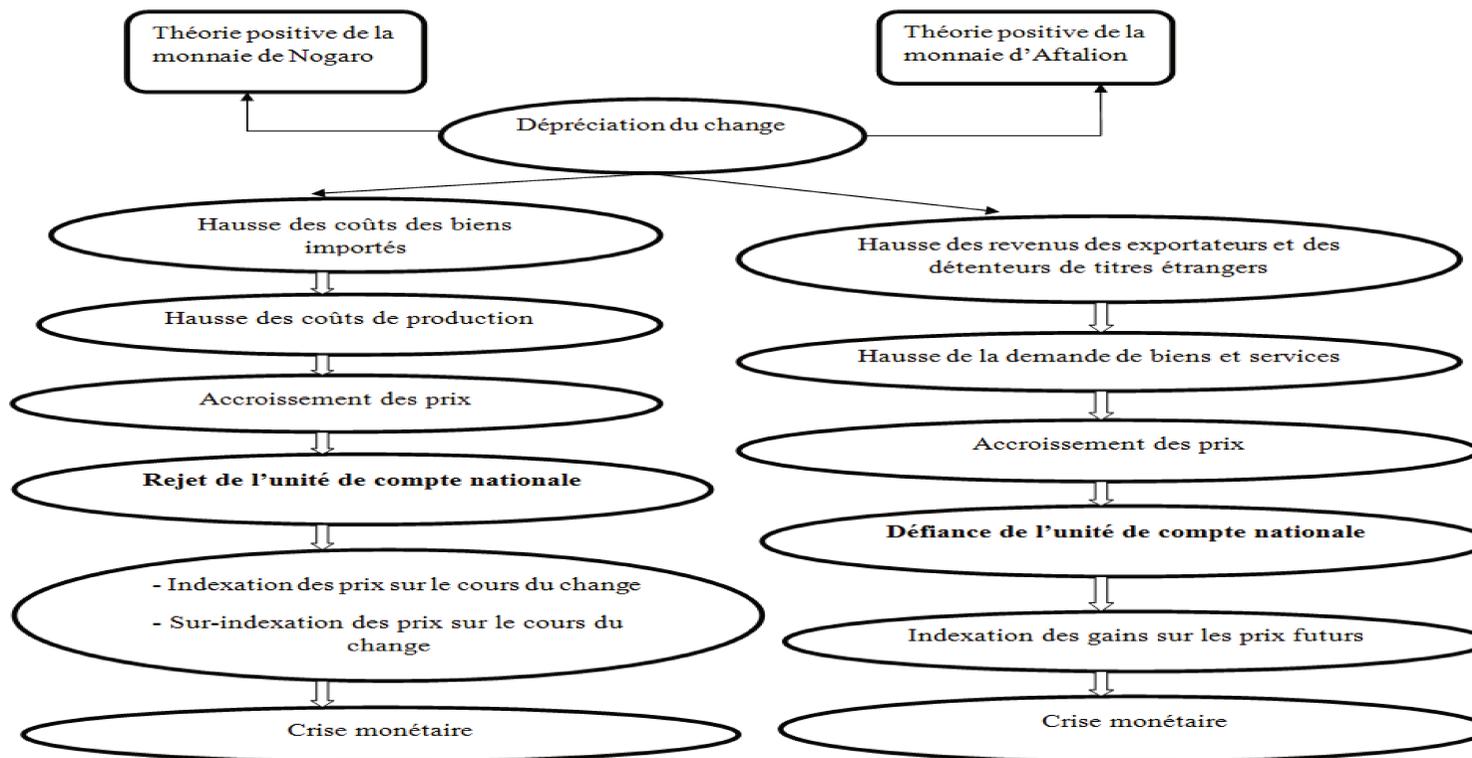
psychologique ou positive de la monnaie. Les agents économiques notamment les offreurs fixent leur prix de sorte à éviter l'érosion de leur pouvoir d'achat. Selon Aftalion, ils développent des techniques qui consistent à indexer leurs gains en fonction du niveau des prix futurs (schéma 6). Ces derniers dépendent de l'évolution du taux de change. En effet, si ce dernier se déprécie, cela signifie que les prix futurs vont augmenter et que le pouvoir d'achat de la monnaie considérée va baisser. Dès lors, les vendeurs augmentent leurs prix de sorte que la valeur réelle des recettes reste constante. Il est important de souligner que dans le processus décrit par Aftalion, il y a une défiance des agents vis-vis de l'unité de compte domestique, mais il n'y a pas un rejet de cette dernière.

Dans le processus décrit par Nogaro, c'est la hausse des coûts des biens importés due à la dépréciation du change qui produit les tensions inflationnistes (schéma 6). Lorsque ces dernières perdurent, cela débouche sur une détérioration de l'unité de compte domestique. De ce fait, cette dernière est abandonnée au profit d'une unité de compte étrangère. Ainsi, les contrats et les prix sont indexés sur le cours du change (schéma 6). Nogaro fait état d'un rejet de l'unité de compte domestique. La dépréciation du change réduit les gains exprimés en devises, ce qui pousse les offreurs à augmenter les prix afin de dégager davantage de gains en monnaie nationale. Les unités monétaires domestiques reçues pendant l'échange vont être converties dans les unités de paiement correspondant à l'unité de compte étrangère utilisée dans les transactions. Cette pratique alimente la dépréciation du change du fait de l'accroissement de la demande de devise. Les crises hyperinflationnistes sont caractérisées par le développement des pratiques monétaires parallèles consistant à utiliser une monnaie étrangère dans le compte.

Nogaro à la différence d'Aftalion souligne la substitution de la monnaie domestique par une unité monétaire étrangère. Nogaro met en exergue l'importance des pratiques monétaires parallèles dans la dynamique des hyperinflations. Toutefois, notons que les propositions d'Aftalion et de Nogaro sont complémentaires pour comprendre la dynamique des hyperinflations. Aftalion souligne une défiance de l'unité de compte alors que Nogaro met en exergue un rejet de cette dernière. La phase décrite par Aftalion précède celle de Nogaro dans le processus de destruction de la monnaie⁴. Ce chapitre vise à mettre en relief les contributions de chaque auteur à la compréhension des crises hyperinflationnistes. La première section s'intéresse aux apports d'Aftalion et la seconde section aux contributions de Nogaro quant à l'explication des phénomènes monétaires.

4. Cette question sera analysée dans le chapitre 6.

Schéma 6 : Les théories positives de la monnaie de Nogaro et d'Aftalion



Source : construction personnelle

2.1. Fondements de la théorie positive de la monnaie d'Aftalion

Aftalion (1927, 1948) s'est basé sur la théorie du revenu développée par Cantillon (1734), Tooke (1838) et Wieser (1910) afin de proposer une explication des désordres monétaires apparus au lendemain de la Première Guerre mondiale. Pour Aftalion, le change est le facteur explicatif de l'inflation et des crises monétaires. La hausse du revenu due à la dépréciation du change permet d'expliquer la hausse initiale des prix. Quant à la progression des prix, Aftalion souligne l'importance des prévisions, lesquelles sont influencées par le niveau du change. Plus le cours de change se détériore plus les agents économiques prévoient une hausse des prix et une baisse de la valeur de la monnaie domestique. Dès lors, les acteurs économiques augmentent le prix des biens et services afin d'éviter une baisse future de leur revenu réel. Avant d'exposer le contenu de la théorie positive de la monnaie d'Aftalion, intéressons-nous d'abord à sa méthode et à sa conception de la monnaie.

2.1.1. Albert Aftalion : sa méthode et sa conception de la monnaie

La théorie psychologique de la monnaie d'Aftalion a été élaborée à partir des faits monétaires apparus au lendemain de la Première Guerre mondiale⁵. L'induction est la méthodologie adoptée par Aftalion, il mobilise à cet effet les outils statistiques pour une meilleure compréhension des faits (Blancheton, 1998). Sur ce plan, Aftalion marque une différence notable avec l'école autrichienne notamment Wieser, à ce sujet, il affirme : « *Une première différence consiste dans la méthode employée. La doctrine de Wieser est une application à la monnaie de la théorie générale de la valeur. Le point de départ de la théorie du revenu de Wieser est donc théorique. Dans notre exposé, au contraire, nous sommes partis des faits. Ce sont les variations des prix consécutives aux variations du change après la guerre de 1914 qui ont conduit à l'élaboration de la théorie.* » (Aftalion, 1948, pp. 239-40). En privilégiant l'observation des faits, Aftalion apporte plusieurs modifications à la théorie du revenu empruntée à Wieser. Ce faisant, il aboutit à la théorie psychologique de la monnaie. Cette dernière tire ses racines dans la théorie du revenu de Tooke (1838) et Wieser (1910). C'est avec ce dernier que Aftalion partage le plus de parenté. Chez

5. Voir Nenovsky (2006a) qui a testé la théorie psychologique d'Aftalion. Il a testé le lien entre le taux de change et les prix en France et en Bulgarie pendant la période de l'entre-deux-guerres.

Wieser, l'utilité constitue le fondement de la valeur de la monnaie. En effet, cette dernière dépend de son utilité qui elle-même dépend du niveau du revenu des agents économiques. Autrement dit, une hausse du revenu traduit une baisse de l'utilité de la monnaie du fait de la baisse de l'importance accordée à l'unité monétaire.

Ainsi, la valeur d'une monnaie est fonction de l'utilité de la dernière unité de revenu. Il existe donc une relation décroissante entre le revenu et la valeur de la monnaie (Dangel-Hagnauer, 2002). Telle est la conception de la valeur qu'Aftalion hérite de l'école autrichienne notamment de Wieser. Toutefois, Aftalion, se distingue de son prédécesseur quant aux facteurs qui affectent le revenu. À un premier niveau de son analyse, Aftalion montre que des variables autres que la quantité de monnaie, notamment le taux de change sont susceptibles d'influencer le niveau de revenu, et donc la valeur de la monnaie. À un second niveau, Aftalion stipule que des facteurs psychologiques autres que le revenu tels que les prévisions sont capables d'expliquer la valeur de la monnaie. Le taux de change a donc deux composantes : la première est quantitative, il s'agit du revenu, la seconde est d'ordre plutôt qualitatif, les prévisions. La question de la valeur est au cœur des préoccupations d'Aftalion.

2.1.2. Aftalion et la théorie du revenu : sa contribution

L'étude minutieuse des faits conduit Aftalion à mettre en perspective d'autres variables susceptibles d'entraîner la hausse des revenus. Rappelons que dans la théorie du revenu de Wieser, la hausse de la quantité de monnaie constitue le facteur essentiel de l'augmentation des revenus. Cependant, Aftalion remarque que la dépréciation du taux de change peut entraîner un accroissement des revenus, ce qui peut déboucher sur une baisse de la valeur de la monnaie. Désormais, le taux de change constitue une variable explicative de la valeur de la monnaie : *« On doit dire que l'ordre de succession des phénomènes est celui-ci 1° hausse des changes étrangers ; 2° variation immédiate des certains prix, prix des produits importés et exportés ; 3° variation des revenus ; 4° généralisation de la hausse des prix ; 5° variation des éléments monétaires, de V, de V', de M' et de M⁶ Certains prix haussent directement sous l'influence des prix extérieurs et du change indépendamment du revenu. Mais l'accroissement du revenu qui, pour partie, résulte de l'ascension de ces prix entraîne ensuite la généralisation du mouvement, la hausse des prix*

6. « V désigne la vitesse de circulation de la monnaie en circulation, V' la vitesse de circulation des dépôts en banque transmissible par chèque, M la monnaie en circulation et M' les dépôts en banque transmissibles par chèque. » (Aftalion, 1948, p. 19).

2.1. FONDEMENTS DE LA THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE D'AFTALION

domestiques. Nombre d'individus se sentant plus riches attachent moins d'importance à chacune des unités monétaires et sont disposés à donner plus d'argent pour les marchandises qu'ils désirent plutôt que de s'en passer. La courbe de leur demande augmente. D'où hausse des prix. » (Aftalion, 1948, p. 187). De ce qui précède, il ressort plusieurs enseignements.

Premièrement, la dépréciation du change est susceptible d'entraîner une hausse du revenu national. Le revenu est le premier canal par lequel la dépréciation du change conduit à une augmentation des prix. Deuxièmement, la théorie des prix exposée par Aftalion est une théorie de l'inflation basée sur la demande. La variation de cette dernière due à une hausse du revenu constitue le dernier canal par lequel le change entraîne un accroissement des prix. La hausse des prix est le fait des consommateurs. Ainsi, l'apport d'Aftalion à la théorie du revenu est d'avoir établi le lien entre le taux de change et le revenu. Autrement dit, il montre que la dépréciation du taux de change conduit à une augmentation des revenus en monnaie nationale des détenteurs de devises étrangères notamment les exportateurs, les importateurs de biens et services puis les « détenteurs de titres étrangers ».

En poussant ses observations, Aftalion fait une autre découverte importante. Il insiste sur le fait que, dans certains cas, le revenu et la valeur de la monnaie ne sont plus liés. Face aux insuffisances de la théorie du revenu, Aftalion stipule l'existence des facteurs psychologiques susceptibles d'influencer la valeur de la monnaie : « *Mais si on passe à d'autres expériences, à celles qu'on a pu observer dans certains des pays de l'Europe centrale, où le papier-monnaie avait subi les énormes dépréciations que l'on sait, la théorie du revenu ne semble plus satisfaisante. Et de même que les expériences jusqu'ici considérées ont amené à la théorie du revenu, de même les expériences des pays de l'Europe centrale, l'expérience allemande notamment, incitent à certaines corrections ou additions à la théorie du revenu.* » (Aftalion, 1948, p. 224). Ainsi, la théorie du revenu est incapable comme la théorie quantitative de la monnaie d'expliquer les hyperinflations, un contre-exemple qui invalide en partie la théorie du revenu. Les insuffisances de la théorie du revenu débouchent sur la « *théorie psychologique ou positive de la monnaie* », la valeur de la monnaie dépend désormais des facteurs qualitatifs.

2.1.3. De la théorie du revenu à la théorie positive de la monnaie : le rôle des prévisions

La théorie psychologique de la monnaie est un prolongement de la théorie de revenu. Cette théorie a permis à Aftalion de combler les lacunes de la théorie du revenu. Celle-ci fournit de nouveaux fondements à la valeur de la monnaie ; le change est à la fois un « *facteur quantitatif et qualitatif* » de la valeur de la monnaie : « *La valeur sociale de la monnaie va résulter de ces appréciations individuelles [...] De la valeur sociale de la monnaie, fait objectif, nous remontons alors à sa valeur individuelle, aux mobiles internes, subjectifs, qui constituent le véritable fondement de la valeur de la monnaie [...] Dans ce fondement de la valeur individuelle de la monnaie, de même qu'au premier degré de l'explication, entrent des éléments quantitatifs et des éléments qualitatifs.* » (Aftalion, 1948, pp. 388-91). La valeur de la monnaie provient des « *appréciations individuelles* » que les agents économiques ont de la monnaie nationale. Ces appréciations individuelles ont deux composantes : l'une quantitative et l'autre qualitative.

D'un point de vue quantitatif, la valeur de la monnaie dépend du revenu que chaque agent économique reçoit. Et, plus le revenu global en termes monétaires est élevé moins la monnaie a de la valeur. Il existe donc une relation décroissante entre le revenu et la valeur de la monnaie (Dangel-Hagnauer, 2002). Les prévisions constituent, dans la théorie psychologique, le facteur qualitatif permettant d'appréhender la valeur de l'unité monétaire. Aftalion associe à chaque régime monétaire les déterminants des prévisions. Les prévisions des agents économiques dépendent de l'évolution du taux de change : « *Au cas d'inconvertibilité, le facteur du changement des prévisions consiste surtout dans le change. C'est par les prévisions tenant aux variations du change que nous avons expliqué les variations des prix dans les pays où la dépréciation de la monnaie avait été extrêmement forte quelques années après la guerre de 1914. Dans le cas de la monnaie d'or ou d'argent, de billet convertible, les prévisions jouent un rôle beaucoup plus faible quant aux variations de la valeur de la monnaie tenant à la monnaie.* » (Aftalion, 1948, pp. 393-94). Selon Aftalion, le change est l'indicateur par le biais duquel les agents économiques forment leurs prévisions. Ainsi, une variation du change se traduit par une modification des prévisions, d'où une variation de la valeur de la monnaie. Par ses actions quantitatives et qualitatives, la dépréciation du change conduit à des flambées de prix. Grâce à ces amendements faits à la théorie du revenu, Aftalion est désormais en mesure de donner une explication aux crises monétaires.

2.1. FONDLEMENTS DE LA THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE D'AFTALION

La théorie psychologique de la monnaie a permis à Aftalion d'expliquer les tensions inflationnistes observées en Allemagne après la Première Guerre mondiale. L'Allemagne fait partie d'ailleurs des cas dans lesquels la théorie du revenu était invalide. À ce sujet, il affirme que : « *l'action des facteurs psychologique est devenue quasi exclusive* » (Aftalion, 1948, p. 312). C'est le taux de change qui conditionne la psychologie des agents économiques. En d'autres termes, il oriente leurs décisions : « *Le facteur psychologique en action tendait à être de plus en plus la prévision. Comme on avait trop fréquemment constaté en Allemagne qu'au fléchissement du mark succédait une ascension des prix, on a admis, on a prévu de plus en plus que toute dépréciation du mark devait déterminer une diminution du pouvoir d'achat intérieur de la monnaie, une hausse des prix. Cette prévision d'une hausse future accélérât la hausse, finissait par la rendre immédiate. La montée des prix s'accomplissait instantanément à toute variation du change, sans intervention des revenus, par une dépréciation directe de la monnaie.* » (Aftalion, 1948, p. 309). En fait, selon Aftalion, la prévision est le « *facteur psychologique* » par lequel la dépréciation du change entraîne une augmentation des prix, car par expérience les agents économiques savent qu'une dépréciation du change conduira à une baisse du pouvoir d'achat de la monnaie domestique.

Mais comment la hausse des prix se manifeste-t-elle concrètement ? Pour ce faire, Aftalion opère une distinction entre les prix d'achat et les prix de rachat. Selon lui, les prix pratiqués par les offreurs pendant les périodes de haute inflation dépendent non pas du prix d'achat, mais du prix de rachat des biens. Il développe à cet effet ce qu'il appelle la « *politique de prix de remplacement* » pour appréhender l'impact des « *facteurs psychologiques* » sur les prix. Ainsi, les « *politiques de prix de remplacement* » consistent à fixer les prix en fonction du « *prix de remplacement* », c'est-à-dire du prix de rachat des biens. Ce dernier dépend de l'évolution du cours du change. En effet, si la monnaie nationale se déprécie cela signifie que la valeur future des recettes va baisser. Dès lors, ils augmentent le prix des biens disponibles dans l'espoir de se réapprovisionner dans le futur. Cette stratégie nourrit la spirale inflationniste : « *Ils vendent aux prix auxquels ils peuvent eux-mêmes racheter leurs marchandises. Ou même à des prix tenant compte de la hausse qu'ils prévoient comme conséquence des baisses nouvelles du change national. Même les vendeurs de produits domestiques prévoient les conséquences des baisses du change et majorent leurs prix [...] Ils se basent non sur les prix auxquels ils avaient acheté, mais sur les prix auxquels ils pensent qu'il faudra racheter demain, après-demain, au moment où ils procéderont au réapprovisionnement du magasin.* » (Aftalion, 1948, p. 309). Il montre comment

la dépréciation du change peut agir directement sur les prix via les facteurs psychologiques. Dans la pratique, ce sont les « *politiques des prix de remplacement* » menées par les offreurs qui nourrissent les tensions inflationnistes. Les offreurs indexent leurs gains sur le niveau des prix futurs — ce dernier dépend de l'évolution du change. Ces pratiques d'indexation mettent en exergue une défiance des agents économiques à l'égard de l'unité de compte domestique⁷, mais pas un rejet de cette dernière. En effet, dans le processus décrit par Aftalion, les agents économiques continuent d'évaluer leurs gains réels dans l'unité de compte domestique. Raison pour laquelle les gains sont indexés sur les prix futurs.

Les prix ne sont plus expliqués par le comportement du consommateur (théorie du revenu) mais par le comportement du vendeur (théorie psychologique ou positive de la monnaie). Lorsque ce dernier anticipe une baisse de la valeur réelle des gains, il augmente les prix afin de se protéger de la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie. Tant que le taux de change va se déprécier, les vendeurs vont anticiper une érosion de leurs gains, ce qui va nourrir la hausse des prix : « *Le change devient l'indicateur des prix, le baromètre de la valeur intérieure de la monnaie sur lequel tout le monde a les yeux fixés. Ce n'est ni par l'intermédiaire de la vitesse de circulation comme le voudrait la théorie quantitative, ni par l'intermédiaire des revenus comme le voudrait la théorie du revenu, que la dépréciation intérieure de la monnaie a lieu. C'est directement que cette dépréciation, que la hausse des prix suit la dépréciation extérieure.* » (Aftalion, 1948, p. 247). La double relation entre le change s'explique, d'une part, à travers la variation du revenu. Une dépréciation du taux de change entraîne une hausse des revenus et des dépenses, ce qui conduit à un accroissement des prix. D'autre part, la relation change-prix s'explique via les prévisions. En effet, lorsque le taux de change se déprécie, les acteurs économiques prévoient par là une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie domestique, ce qui fait que les offreurs augmentent leurs prix afin d'éviter l'érosion de leurs gains réels exprimés en monnaie nationale.

2.1.4. La théorie psychologique du change d'Albert Aftalion

Après avoir exposé les nouveaux fondements de la valeur de la monnaie, Aftalion cherche à expliquer les facteurs explicatifs du change. Il souligne les insuffisances des théories traditionnelles du change. Fidèle à sa méthode, l'auteur confronte, la théorie de la parité des pouvoirs d'achat et la théorie de la balance des comptes aux faits. Il montre que dans certains cas, il y a

7. Voir à ce sujet Orléan (2011) sur la théorie psychologique d'Aftalion.

eu dépréciation du taux de change bien que le solde de la balance des comptes soit positif : c'est le cas par exemple de France entre 1922 et 1924. Quant aux limites de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, la théorie psychologique d'Aftalion exposée plus haut constitue en elle-même une remise en cause de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat ; car selon Aftalion, ce sont les variations futures du taux de change qui détermine le niveau des prix. Dans ce cas, quels sont les déterminants du taux de change ?

Selon Aftalion, le change possède des fondements psychologiques. Comme dans le cas de la monnaie nationale, Aftalion montre que la valeur de la monnaie étrangère a deux facteurs étroitement liés, qui eux-mêmes sont fonctions des « *appréciations individuelles* » des agents économiques. Il s'agit, d'une part, des facteurs quantitatifs et, d'autre part, des facteurs qualitatifs. Les facteurs qualitatifs sont essentiellement « *la confiance* » et « *les prévisions* » : « *À la lumière des expériences monétaires contemporaines on insiste souvent sur la grande importance en matière de change de ce qu'on appelle le facteur psychologique, la confiance, les prévisions.* » (Aftalion, 1948, p. 493). La valeur d'une monnaie étrangère comme une monnaie nationale est fonction de leurs pouvoirs d'achat futurs, de leurs attentes dans le futur. Le taux de change va être fonction des « *appréciations individuelles* » des unités monétaires nationales et étrangères.

Cette attente ou l'utilité de cette dernière va dépendre de la quantité de devise détenues par les agents économiques. C'est en sens qu'Aftalion mobilise la « *loi de l'utilité décroissante* » afin d'intégrer les facteurs quantitatifs dans sa théorie psychologique du change. Cette loi implique que l'utilité de la monnaie étrangère diminue avec la quantité de devises détenue par les agents économiques. Plus une monnaie étrangère est rare, plus son utilité est grande, et plus sera élevé le prix de la monnaie étrangère : « *le prix qu'on consent à payer pour le nombre d'unités correspondant dépend de ce qu'on attend de la dernière unité.* » (Aftalion, 1948, p. 492). Dans le cas du marché des changes, cette loi implique que la valeur de la monnaie étrangère augmente avec l'utilité de cette dernière. La quantité de monnaie nationale nécessaire pour acquérir une unité de devise augmente avec l'utilité découlant de la détention de la monnaie étrangère. Afin d'illustrer ses propos, Aftalion évoque le cas de la France : « *Les véritables causes des mouvements du change en 1925-1926 doivent être cherchées ailleurs que dans la balance des comptes ou que dans la circulation monétaire et les variations du pouvoir d'achat intérieur du franc. Le grand facteur des mouvements du change a encore été le facteur psychologique, la confiance plus ou moins grande dans le franc et son avenir. Mais cette fois, c'est la politique intérieure française qui a déterminé les variations de la confiance dans le franc. Politique intérieure, d'une façon*

2.1. FONDEMENTS DE LA THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE D'AFTALION

générale, mais plus particulièrement politique financière, politique fiscale [...] La fuite devant la monnaie se combine avec la fuite devant le fisc. L'exportation des capitaux prend d'énormes proportions. On recherche à tout prix les monnaies étrangères, titres étrangers pour se prémunir à la fois contre la baisse escomptée du franc et contre les exigences de la fiscalité. Le cours des changes étrangers s'élève fortement. » (Aftalion, 1948, p. 449). Nous pouvons affirmer qu'il y a une relation décroissante entre l'utilité d'une devise et la confiance dans une monnaie nationale. Si cette dernière se dégrade, la monnaie étrangère va avoir une utilité élevée, ce qui va entraîner une dépréciation du taux de change.

En prenant pour fondement la théorie du revenu de Wieser, Aftalion aboutit à une théorie psychologique de la monnaie. Le cours de change constitue une variable essentielle de sa théorie. Le taux de change a un caractère à la fois quantitatif et qualitatif. En effet, la dépréciation du taux de change entraîne une hausse du revenu, ce qui provoque une augmentation de la demande des biens, d'où une hausse des prix. Cela constitue une première version de la théorie psychologique de la monnaie. Mais, lorsque la fluctuation des prix devient persistante alors les anticipations sur l'évolution du change sont primordiales. Les prévisions quant à la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie sont faites sur la base de l'évolution du taux de change. Dans cette seconde version, le lien entre le taux de change et les prix est direct. Telle est l'essence de la théorie psychologique ou positive de la monnaie. Aftalion fait état d'une défiance de l'unité de compte, mais cette dernière n'est pas rejetée. Il n'y a donc pas de développement de pratiques monétaires parallèles. De ce fait, l'analyse proposée par Aftalion permet de comprendre les périodes de haute inflation, mais pas l'hyperinflation.

Toutefois, il est important de souligner qu'Aftalion n'est pas le seul économiste français de son époque à mettre en exergue le rôle du change dans la trajectoire des crises monétaires intervenues aux lendemains de la Première et de la Seconde mondiale ; Nogaro, un autre économiste français, contemporain d'Aftalion, souligne lui aussi le rôle prépondérant du change dans la trajectoire des phénomènes monétaires. Sa version de la théorie positive intègre le rejet de l'unité de compte et donc les pratiques monétaires parallèles dans la compréhension des crises hyperinflationnistes.

2.2. Théorie positive de la monnaie de Nogaro : contribution à l'explication des crises monétaires

À l'instar d'Aftalion, Nogaro s'oppose farouchement à la théorie monétaire dominante⁸. Pour les partisans de la théorie quantitative de la monnaie, l'offre et la demande de monnaie sont les variables explicatives des prix et du taux de change. Face à l'hégémonie de la théorie quantitative de la monnaie, Nogaro insiste sur le rôle du change dans la dynamique des crises monétaires. Nogaro publie en 1922, un ouvrage intitulé : *Réparations, dettes interalliées, restauration monétaire*⁹. Dans cet ouvrage consacré à la crise monétaire allemande intervenue au lendemain de la Première Guerre mondiale, Nogaro identifie une double relation entre le taux de change et les prix.

Dans un premier temps, Nogaro souligne que la dépréciation du change conduit à une hausse des prix, via le renchérissement des prix des biens importés, ce qui provoque une augmentation de la demande de monnaie d'où une hausse de la quantité de monnaie en circulation. Nogaro pousse le raisonnement plus loin et postule, dans un second temps, une seconde relation entre le taux de change et les prix. Cette seconde relation se manifeste à travers les pratiques d'indexation des prix, qui nourrissent non seulement la dynamique inflationniste, mais conduisent aussi à l'effondrement de la monnaie nationale. Deux ans plus tard, c'est-à-dire en 1924, dans son ouvrage : *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Nogaro soutient que cette relation peut être généralisée au-delà du cas Allemand. D'autres pays de l'Europe sont touchés par des crises monétaires similaires. De plus, il intègre la dimension temporelle dans son analyse et débouche sur le rôle des anticipations et des phénomènes de sur-indexation dans la dynamique des crises monétaires. Fidèle à sa méthode d'observation, Nogaro aboutit à la même conclusion lorsqu'il s'intéresse à l'hyperinflation hongroise intervenue au lendemain de la Seconde Guerre mondiale : le change est au cœur des phénomènes monétaires. Ces constatations prennent alors la forme d'une « *théorie positive de la monnaie* » en 1948 avec la publication de son ouvrage : *La monnaie et les systèmes monétaires*. Cette théorie est l'aboutissement d'un projet lancé par Nogaro en 1906 dans son article intitulé *Contribution à une théorie réaliste de la monnaie*.

8. Angell (1925, 1926) cite Nogaro à plusieurs reprises pour sa prise de position contre la théorie quantitative de la monnaie et pour son approche par le change.

9. La question des réparations allemandes a fait l'objet d'un débat houleux au lendemain de la Première Guerre mondiale entre Ohlin, Rueff et Keynes. Voir à ce sujet Poulon-Lafaye (1988).

Plusieurs faits ont concouru à l'élaboration de cette théorie positive ou réaliste. Il s'agit du bimétallisme du XIXe siècle et des crises monétaires apparues après les deux Premières Guerres mondiales.

Nogaro ne fournit pas d'explications quant à la différence entre une crise monétaire et une crise inflationniste¹⁰. Nous pouvons donc distinguer ici la première de la seconde à partir des fonctions monétaires remises en cause et le développement des pratiques monétaires parallèles des acteurs économiques, c'est-à-dire l'utilisation d'une monnaie étrangère dans le compte. Le rejet de l'unité monétaire nationale dans sa dimension d'unité de compte provoque une césure entre une inflation et une crise monétaire. Cette dernière se manifeste principalement par les phénomènes d'indexation et de sur-indexation des prix sur le cours du change. Ces pratiques traduisent un rejet de l'unité de compte domestique.

Nous proposons une reconstruction de l'approche de Nogaro quant à l'explication des crises monétaires, et ce à partir de ses travaux publiés dans la première moitié du XXe siècle. L'idée sous-jacente à la théorie positive de la monnaie de Nogaro est la suivante : la dépréciation du change conduit à la hausse initiale des prix, à travers le renchérissement des biens importés. Lorsque les tensions inflationnistes persistent, cela provoque une détérioration de l'unité de compte et de la réserve de valeur. De ce fait, la monnaie domestique est rejetée au profit d'une monnaie étrangère.

2.2.1. Critique de la théorie quantitative par Nogaro

- **La méthodologie de Nogaro**

Les réflexions portant sur la méthodologie occupent une place centrale dans les travaux de Nogaro. Il théorise sa méthode en 1939 dans : *La méthode de l'économie politique*, il combine à cet effet, la recherche historique et analyse théorique (Le Van-Lemesle, 2004). Adepte du raisonnement inductif, Nogaro a toujours mis l'accent sur l'observation des faits dans ses recherches. Il accorde une primauté à la « *recherche historique* » : « *L'économie politique est une science de l'homme, vivant en société, qui appelle nécessairement la recherche historique.* » (Nogaro, 1939, p. 23). Partir des faits est la méthodologie défendue par Nogaro ; c'est pour cette raison que

10. Signalons que Nogaro n'utilise pas le terme hyperinflation dans ses écrits, il utilise plutôt le terme crise monétaire.

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

Garrigou Lagrange (1950) qualifie Nogaro « *d'historien* ». Pour Nogaro, la collecte des données issues de l'observation doit privilégier celles permettant de comprendre le comportement des agents économiques, et doit tenir compte aussi du comportement du chercheur en tant qu'acteur économique¹¹. Ainsi, tous les détails sont importants dans la collecte des données y compris celles relatives aux chercheurs, si bien que l'économiste est à la fois « *acteur* » et « *témoin* » des faits qu'il étudie.

• Nogaro et la conception nominaliste de la monnaie

En adoptant la méthode historique, Nogaro étudie minutieusement le bimétallisme du XIXe siècle. L'étude de ce cas lui a permis de proposer la conception nominaliste de la monnaie en 1908 : « *C'est l'étude du bimétallisme qui a amené Nogaro au Nominalisme monétaire* » (James, 1950, p. 25). Nogaro prend ses distances avec la conception de la « *monnaie-marchandise* », selon lui cette conception de la monnaie révèle des limites quant à l'explication des phénomènes monétaires : la loi de l'offre et de la demande est insuffisante pour expliquer la variation des prix.

Avant la Première Guerre mondiale, Nogaro s'intéresse au bimétallisme. Les résultats auxquels il aboutit sont en contradiction avec la théorie quantitative de la monnaie. En 1908, trois ans après la publication du livre de Knapp¹², Nogaro aboutit à des résultats similaires à ceux du père de l'approche chartaliste de la monnaie¹³. Nogaro (1908, p. 669) écrit : « *L'autorité publique peut actuellement, dans les limites où elle exerce son pouvoir, faire circuler comme monnaie un objet quelconque (par exemple un billet de papier ou jeton métal) portant la mention d'un certain nombre d'unités en monnaie de compte. Lorsqu'elle donne à une marchandise la qualité de monnaie, la valeur de cette marchandise elle-même se détermine dans les conditions toutes particulières qui sont celles d'une monnaie et que nous avons indiquées plus haut. Ainsi s'explique que lorsque la qualité de monnaie a été conférée à des matières différentes, par exemple à deux métaux, leur relation de valeur puisse rester constante : le cours de l'un et de l'autre étant*

11. « *En ce qui concerne la perception directe, il ne s'agit pas seulement, pour l'économiste, de noter exactement et interpréter correctement les faits dont il est témoin. Car il n'est pas seulement témoin, il est aussi acteur - fut-ce dans un rôle assez effacé. Il doit donc s'interroger lui-même, non seulement sur ce qu'il voit, mais sur ce qu'il ressent lorsque - comme acheteur ou vendeur, par exemple - il intervient dans l'activité économique [...] L'économiste doit donc, pour utiliser la connaissance qu'il peut en avoir, procéder à un délicat travail d'introspection, et l'accomplir avec beaucoup de perspicacité et de patience.* » (Nogaro, 1939, pp. 129-30).

12. Knapp (1905). La traduction anglaise parue en 1924, voir Knapp (1924).

13. Voir Blanc (2000b) sur la question de la nature de la monnaie chez Nogaro.

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

déterminé, non comme celui d'une marchandise ordinaire, par ces conditions de la production, mais par leur qualité commune de monnaie. » Nous retrouvons l'influence du nominalisme chez Nogaro, il conçoit la monnaie comme une unité de compte définie par les autorités politiques ; ce sont là les similitudes entre la thèse de Nogaro et celle de Knapp.

Toutefois, Nogaro indique qu'il n'a pas été influencé par Knapp et que ses idées ont développées parallèlement à celles de Knapp : « On trouvera dans l'intéressant ouvrage de Knapp, *Staalliche Theorie des Geldes*, des développements énergiques de cette idée. Nous nous faisons un devoir de signaler cet ouvrage et son antériorité, convaincu d'ailleurs que le lecteur se rendra compte que nous sommes arrivé à des conclusions analogues par nos propres voies, et que si, sur des points essentiels, nous émettons les mêmes affirmations, notre procédé de démonstration est tout personnel et spontané¹⁴. » (Nogaro, 1908, p. 666). Influencé par Knapp ou pas, Nogaro est un des fervents représentants du nominalisme en France dans la première moitié du XXe siècle.

Sa conception va au-delà de celle proposée par Knapp : « Au fond, le nominalisme de Nogaro ainsi que l'accent qu'il met, vers la fin de sa vie, sur le principe des monnaies index, tend à substituer à sa hiérarchie première des fonctions monétaires qui met en avant l'intermédiaire des échanges, une hiérarchie fondée sur l'unité de compte. Il va en cela beaucoup plus loin que Knapp dont le nominalisme n'aura guère servi qu'à dresser un panorama des moyens de paiement. » (Blanc, 2000b, p. 263). Dans cette conception nominaliste défendue par Nogaro, la monnaie n'est pas une marchandise, la monnaie est avant tout une unité de compte autrement dit, la monnaie n'a pas de valeur intrinsèque. Certes, la monnaie peut prendre forme dans une marchandise, mais sa valeur est indépendante de cette dernière. Ce n'est pas la valeur des métaux précieux qui détermine celle de l'unité monétaire (Blanc, 2000b; Le Van-Lemesle, 2004).

Au-delà du fait que la monnaie n'a pas de valeur intrinsèque, Nogaro soutient que l'offre et la demande de monnaie ne sont pas les déterminants de la valeur de l'unité monétaire. Un accroissement de l'offre de monnaie n'entraîne pas une baisse de la valeur de la monnaie, de même une baisse de l'offre de monnaie ne provoque pas une hausse de la valeur de l'unité monétaire. Cette dernière est le fait de l'action des autorités politiques qui définissent l'unité de compte nationale à travers un cadre juridique approprié, ce qui permet de garantir son acceptation auprès

14. Cette citation est une note de bas de page. Des décennies plus tard, Nogaro affirme : « Les idées développées dans ce chapitre découlent directement de notre étude *l'Expérience bimétalliste du XIXe siècle et la théorie de la monnaie*, publiée en 1908 dans la *Revue d'économie politique*, et dont plusieurs passages ont été reproduits ici. Nous avons cru devoir alors mentionner, en vue d'une comparaison, l'ouvrage de G. F. Knapp, *Staatliche Theorie des Geldes*, que nous avons lu seulement en corrigeant les épreuves de l'article précité. » (Nogaro, 1924, p. 249).

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

des acteurs économiques : « *Le papier monnaie peut être une monnaie véritable à condition d'être convertible à l'étranger, et c'est l'autorité publique et la confiance que l'on a en elle, qui donne sa valeur aux signes monétaires.* » (Le Van-Lemesle, 2004, p. 594). L'État à travers les lois occupe donc une place importante dans la détermination de la valeur de la monnaie : « *Il est établi également que, dans certaines conditions, l'État peut assurer une relation de valeur stable entre des instruments monétaires, qui ne sont pas des « marchandises » (comme des billets), et une monnaie marchandise, comme un métal. Et nous ajoutons enfin que, même lorsqu'il donne la fonction de monnaie à une marchandise, la valeur de cette marchandise est déterminée non par sa qualité de marchandise, mais par le régime légal de la frappe libre.* » (Nogaro, 1908, p. 666). Ceci explique pourquoi Nogaro cherchait une « *solution juridique* » aux phénomènes de crises monétaires (Nogaro, 1924, 1948b). Lorsqu'au lendemain de la Première Guerre mondiale les crises hyperinflationnistes font leur apparition, Nogaro privilégie la « *recherche historique* », il en conclut que la théorie quantitative de la monnaie et la théorie de la parité du pouvoir d'achat sont en discordance avec les faits. En outre, ces faits lui ont permis de renforcer sa conception nominaliste de la monnaie.

• Les premières tentatives de rejet de la théorie quantitative de la monnaie

Avant de s'intéresser à l'étude des crises monétaires, Nogaro avait déjà adressé une série de critiques à l'endroit de la théorie quantitative de la monnaie. Ses premières critiques remontent en 1904 dans sa thèse de doctorat intitulée : « *Le rôle de la monnaie dans le commerce international et la théorie quantitative* ». Pour Nogaro, les principes qui régissent la théorie du commerce international découlent de la théorie quantitative de la monnaie. Il remet en cause l'ajustement automatique de la balance des comptes défendu par les auteurs comme David Hume et David Ricardo. C'est ce qu'il appelle « *la théorie ricardienne du commerce international* » qui n'est rien d'autre que l'application de théorie quantitative de la monnaie au niveau international. En effet, au sein de cette théorie, un déficit de la balance des comptes se traduit par des sorties d'or, ce qui réduit la masse monétaire. La baisse des prix qui en résulte provoque une augmentation des exportations et une diminution des importations de sorte que l'équilibre de la balance des paiements soit restauré (Nogaro, 1904, p. 76). De ce processus d'ajustement, Nogaro souligne trois relations qu'il tente de remettre en cause tout le long de sa thèse de doctorat. Il s'agit « *1° La balance des comptes et les mouvements de la monnaie métallique ; 2° Les mouvements de la monnaie métallique et ceux des prix ; 3° Les prix et le commerce extérieur.* » (Nogaro,

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

1904, p. 85). Concernant la première relation, Nogaro montre que d'autres moyens de paiements internationaux notamment les lettres de change peuvent être utilisées dans les transactions internationales. De ce fait, la quantité disponible de métaux précieux peut ne pas être affectés par l'état de la balance des comptes. Ainsi, le lien entre le solde de la balance des comptes et le mouvement des métaux précieux est remis en cause.

Quant à la deuxième relation, Nogaro souligne plusieurs insuffisances. D'abord, il montre que les partisans de la théorie quantitative de la monnaie omettent l'influence de la demande de métaux précieux. Nogaro part de l'hypothèse qu'il y a entrée de métaux précieux. Dans ces conditions, si la demande d'or ou d'argent s'accroît alors l'offre de monnaie fiduciaire n'augmentera pas : « *Une partie des métaux transportés peut être employée à des usages industriels ; elle peut aussi être empruntée à des réserves ou thésaurisée : de telle sorte qu'elle peut n'avoir pas diminué la circulation d'un pays, ou ne pas accroître celle d'un autre.* » (Nogaro, 1904, pp. 121-122). Selon Nogaro, l'augmentation de la quantité d'or disponible n'entraîne pas nécessairement une augmentation de l'offre de monnaie nationale. Ainsi, un accroissement du stock d'or ne provoque pas une hausse des prix.

Ensuite, Nogaro montre que les prix domestiques peuvent varier indépendamment du niveau de l'offre de monnaie. En effet, pour une économie ayant une propension à importer élevée, une hausse des prix des biens importés entraîne une augmentation des prix intérieurs. Concernant la troisième relation, Nogaro conteste le lien entre niveaux des prix intérieurs et celui de la demande de biens étrangers. Sa critique se base sur des arguments statistiques. Il affirme à ce sujet qu' : « *Il est impossible de savoir si la somme des exportations ou des importations postérieures à la variation des prix aura une valeur supérieure, égale ou inférieure à celle des exportations ou des importations antérieures.* » (Nogaro, 1904, p. 156)

Après sa thèse, Nogaro cherche à renforcer ses critiques vis-à-vis de la théorie quantitative de la monnaie. Pour cela, il se rend en Australie dans une zone minière afin de vérifier l'impact d'une hausse de la production d'or sur le niveau des prix¹⁵. Après son enquête de terrain, Nogaro aboutit au résultat selon lequel la hausse de la production d'or n'affecte pas le niveau des prix. Il met en évidence des facteurs explicatifs tels que la hausse des coûts notamment ceux liés aux

15. Le Van-Lemesle (2004, pp. 591-592) explique comment Nogaro s'est rendu en Australie : « *Comme Aftalion, Nogaro a bénéficié d'une aide de la faculté de droit. Il part donc en Australie pour observer le mouvement des prix à proximité des nouvelles mines d'or [...] Bertrand Nogaro part donc en Australie où des mines d'or ont été découvertes en 1886. Situées dans le désert, elles ont multiplié par huit la production de l'or. Nogaro étudie le mouvement des prix à proximité.* ».

transports des biens. En effet, les zones minières sont localisées dans les zones désertiques, ce qui fait que le transport des biens est difficile et coûteux, ce qui explique les tensions inflationnistes dans ces zones.

Nogaro pousse le raisonnement plus loin et met en évidence l'action de l'offre de monnaie sur la production. Un lien qui était déjà présent chez Tooke et Say (Béraud, 2003; Tiran, 2003) ou (Jacoud, 2014, 2017). Nogaro rejette donc la dichotomie classique. Ainsi, l'augmentation de la quantité de monnaie pourrait avoir un impact positif sur la production, ce qui fait que les prix peuvent baisser. Telle est sa principale objection adressée à la théorie quantitative de la monnaie : « *Nous constatons, en effet, que bien souvent l'accroissement de la quantité de monnaie, en accroissant la demande des marchandises, fait hausser les prix et baisser corrélativement la valeur de la monnaie. Mais la monnaie exerce aussi sur les prix d'autres influences. Ces stocks d'or produits qui vont s'accumuler dans nos banques donnent lieu à un accroissement du crédit, à une production plus intense et finalement à une offre plus grande de marchandise. Et il ne nous apparaît pas que l'on puisse affirmer à priori et en toute hypothèse, laquelle de ces deux influences l'emporte sur l'autre.* » (Nogaro, 1906, p. 667)

• Bertrand Nogaro et l'idée d'une monnaie internationale

Les travaux de Nogaro (1908) sur le bimétallisme lui ont permis de mettre en relief le rôle de la balance des comptes dans l'explication des fluctuations du change. Après la Première Guerre mondiale, (Nogaro, 1922b) souligne la nécessité d'un nouveau système international capable de faciliter les échanges entre les différents pays. Pour ce faire, il propose un système international qui permettrait de remédier à l'insuffisance de l'or dans les règlements internationaux, ce qui va permettre de limiter le déséquilibre de la balance des comptes et donc l'instabilité des taux de change : « *Pour mettre fin à cette instabilité et à cette excessive dépression des changes, il faut donc donner une nouvelle base aux règlements internationaux : et tel devrait être, à mon avis le rôle d'un Institut international d'émission, opérant en liaison avec des offices nationaux de change.* » (Nogaro, 1922b, p. 156). L'objectif de Nogaro est de proposer un système doté d'une monnaie internationale complémentaire à l'or qui puisse servir de moyen de paiement dans les

Certains passages de son article de 1906 attestent de sa présence en Australie « *Une enquête qu'il nous a été donné de faire récemment dans l'Australie Occidentale nous permet d'établir des faits — un peu différents sans doute — mais qui, précisément parce qu'ils sont contemporains, nous donnent des notions plus exactes sur l'influence que peuvent exercer de nos jours les pays producteurs d'or sur la formation des prix mondiaux.* » (Nogaro, 1906, p. 694) .

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

transactions internationales.

Nogaro (1922a, 1924) part du constat qu'une partie des stocks d'or a été thésaurisée par les particuliers si bien que certains pays ne disposent plus d'or pour effectuer les paiements internationaux. Il y a d'une part, les pays endettés avec une balance des comptes déficitaire. Et d'autre part, les créanciers disposant d'un solde positif. Afin de permettre aux pays déficitaires d'importer des biens nécessaires à la production nationale, Nogaro (1922a, 1924) propose la création de deux institutions financières et d'une unité de paiement internationale. L'une internationale qu'il appelle « *Institut International de Crédit* » et l'autre nationale qu'il nomme « *Office National de Change* ».

L'Institut International de Crédit émet des titres auprès de tous les pays notamment auprès des pays créditeurs. Les pays déficitaires ne disposant pas d'une quantité suffisante d'or peuvent désormais bénéficier des titres auprès des Offices Nationaux afin d'importer des biens en provenance du pays créditeur. Dans ce système proposé par Nogaro, les participants au commerce international s'engagent à accepter les titres émis par l'Institut International de Crédit comme un moyen de paiement international. Dans ces conditions, la couverture intégrale de ce dernier en or n'est pas nécessaire. En effet, l'adhésion de plusieurs pays au système monétaire assure l'acceptation de la monnaie internationale, ce qui fait que le pays qui reçoit cette monnaie après une exportation n'est pas obligé de la convertir en or auprès de l'Institut International de Crédit. Il peut l'utiliser à son tour pour importer de biens et services puisque la monnaie internationale sera acceptée par les exportateurs. Finalement, la couverture n'est pas assurée par l'or, elle est virtuelle fondée sur la confiance et l'adhésion des acteurs. Le régime proposé par Nogaro au lendemain de la Première Guerre mondiale est un système complémentaire au régime d'étalon-or, notamment dans les transactions internationales.

Entre les deux guerres, les idées de Nogaro évoluent. Selon lui, le système d'étalon-or est inefficace au plan international : « *Le vieux régime d'étalon d'or est, en raison de l'ampleur possible des règlements extérieurs, manifestement moins efficace, et doit être considéré comme périmé.* » (Nogaro, 1935, p. 381-82). Il propose à cet effet un plan en 1945, proche du *plan Keynes* dans lequel l'or est remplacé par l'unité de compte internationale dans les paiements internationaux (Nogaro, 1945). L'objectif de Nogaro est d'aboutir à un système d'« *étalon-or sans or* » dans lequel la monnaie internationale est convertible en or ou dans les autres monnaies nationales, mais où la couverture de l'unité de paiement internationale n'est pas nécessaire.

2.2.2. L'analyse des crises monétaires de son époque : l'insistance sur la relation change/prix

• L'importance de la dépréciation du change dans le déclenchement des tensions inflationnistes

En 1922, Nogaro publie le livre : *Réparations, dettes interalliées, restauration monétaire*, ouvrage consacré à l'épineuse question des réparations et aux problèmes monétaires en Europe, en particulier en Allemagne. Cet ouvrage constitue une véritable attaque contre la théorie quantitative de la monnaie et la théorie de la parité du pouvoir d'achat. Pour Nogaro, la question des crises monétaires va au-delà de la régulation de la quantité de monnaie en circulation. La variable importante de ces crises n'est pas la quantité de monnaie, mais le change. À cet effet, il affirme : « *En dehors d'un programme assez vague adopté plus tard à Gênes, — sur lequel nous reviendrons, — les grands congrès internationaux se sont bornés jusqu'ici à prodiguer aux pays à change instable les bons conseils : équilibrer le budget, afin de réduire l'inflation, et réduire l'inflation, afin de faire baisser les prix et d'améliorer le change. Or, par une singulière ironie des choses, nous avons vu récemment, en Allemagne notamment, le change se déprécier d'abord, par sautes brusques et énormes, et sa chute provoquer la hausse des prix qui, à son tour, provoque des émissions de billets nouvelles, et aggrave le déséquilibre budgétaire ! Car c'est bien dans ce sens, — diamétralement opposé, cette fois du moins, à celui que suppose une théorie un peu simpliste —, que nous voyons actuellement se dérouler le cycle des événements !* » (Nogaro, 1922a, p. 109). Nogaro s'oppose bien à la théorie quantitative de la monnaie : l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation n'est pas la cause de la hausse des prix, mais la conséquence de cette dernière. Il s'oppose aussi à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat, car le taux change est une variable explicative des prix et non le contraire. Ainsi, la stabilisation de la crise monétaire passe nécessairement par une stabilisation du taux de change.

La thèse défendue par Nogaro est en adéquation avec celle développée par la théorie de la balance des paiements, développée en Allemagne par Helfferich (1923) dans son livre *Das Geld* traduit en Anglais en 1927. Dans la théorie de la balance des paiements, le change est une variable explicative des prix, le change agit sur les prix via le renchérissement des biens importés. C'est la thèse que défend aussi Nogaro : « *Nous arrivons ainsi à une conception diamétralement opposée*

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

à celle de M. Cassel il existe bien une corrélation entre le change, et la parité des pouvoirs d'achat : mais la parité du pouvoir d'achat, loin de déterminer le change, s'établit d'après lui. Envisagée dans ce sens, la relation de cause à effet s'explique d'ailleurs aisément : lorsque les importateurs voient leurs prix de revient monter, par suite des prix auxquels leur reviennent les traites sur l'étranger, il en résulte une hausse des prix des produits importés, qui se répercute sur l'ensemble des prix intérieurs. » (Nogaro, 1922a, pp. 116-17).

Pour Nogaro et Helfferich, la dépréciation du change conduit à une hausse des prix via l'augmentation des prix des biens importés. Dans ce contexte inflationniste, les agents économiques ont besoin de plus de liquidité pour effectuer leurs achats de biens et services. En d'autres termes, les encaisses nominales augmentent. De ce fait, l'offre de monnaie en circulation augmente : « les prix intérieurs une fois entraînés par les mouvements du change, la quantité d'unités monétaires nécessaire pour les transactions de toute sorte va croissant. » (Nogaro, 1924, pp. 94-95). Ainsi, les tensions inflationnistes provoquent une hausse de la demande d'encaisses nominales, ce qui entraîne une augmentation de l'offre de monnaie en circulation. Toutefois, il est important de préciser qu'il n'y a pas de création de monnaie supplémentaire, ce qui fait que la hausse des prix influence la quantité de monnaie en circulation, mais pas la masse monétaire totale : « Nous disons bien « en circulation » : car l'accroissement de la quantité de monnaie n'agit que dans la mesure où sa circulation augmente : la monnaie thésaurisée, contrairement à ce qu'affirmaient certains documents officiels, est sans influence sur la demande, et, par conséquent, sur les prix. » (Nogaro, 1924, p. 167)

• De la défiance de l'unité de compte à la substitution monétaire

Le principal facteur qui pousse les agents économiques à substituer une monnaie étrangère à une monnaie nationale est la détérioration progressive de l'unité de compte et de la réserve de valeur. Lorsque cette dernière persiste, les agents économiques modifient leurs comportements vis-à-vis de la monnaie domestique au point d'abandonner cette dernière au profit d'une unité monétaire étrangère. Nogaro montre que cette substitution concerne aussi bien l'unité de compte que la réserve de valeur et dans certains cas l'unité de paiement. En effet, lorsque les acteurs économiques tiennent compte de la dépréciation future du change alors ils anticipent une hausse des prix et donc une détérioration de l'unité de compte domestique. Ce faisant, les agents économiques évitent d'utiliser cette dernière dans les contrats, car la hausse des prix future conduira à une baisse de la valeur monétaire du contrat et donc à des pertes : « La dépréciation s'accéléralant,

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

les salariés ne parviennent plus, malgré des relèvements perpétuels dans le taux des salaires, à ajuster leur revenu aux variations des prix ; on en arrive à affecter les salaires d'un coefficient de relèvement automatique, correspondant à l'indice du coût de la vie ; mais, bientôt, les variations des prix sont telles, d'un jour à l'autre, et même d'une heure à l'autre, qu'on ne peut plus savoir ce que représente une paye de quinzaine ou même hebdomadaire. » (Nogaro, 1924, p. 98). L'unité de compte domestique censée évaluer les grandeurs économiques n'est plus capable d'exprimer les valeurs économiques. Son utilisation conduit à une incohérence dans le calcul économique et à des pertes.

Notons par ailleurs, l'existence d'une inégalité entre le créancier et le débiteur, car la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie est profitable pour le dernier. En effet, en présence d'une hausse continue des prix, la valeur réelle des dettes a tendance à baisser. Face à la détérioration progressive de l'unité de compte domestique, les acteurs économiques préfèrent utiliser une unité de compte étrangère dans les contrats de sorte à maintenir de façon constante la valeur de ces derniers : *« Aussi, lorsque la dépréciation se poursuit et s'accélère, voit-on se multiplier les efforts pour corriger constamment et automatiquement ses effets dans toutes les relations de créancier et débiteur. On en arrive à établir les échelles de salaires qui varient automatiquement avec le coût de la vie (pouvoir d'achat intérieur de la monnaie) ou avec la valeur de l'or. On en arrive à conclure sur la base de l'or (en fait, d'une monnaie étrangère) la plupart des transactions commerciales et industrielles. »* (Nogaro, 1924, p. 262).

La baisse du pouvoir d'achat de la monnaie conduit les agents économiques à sauvegarder leurs avoirs et leurs épargnes en monnaie étrangère afin d'éviter une baisse future de leurs encaisses réelles détenues. Ainsi, toutes sommes reçues en monnaie nationale sont converties en devise sur les marchés de change : *« Les agriculteurs, qui livrent leurs produits sur le marché, bénéficient sans doute de la hausse, mais il leur faut acheter immédiatement la contre-valeur des marchandises vendues s'ils veulent être assurés d'en obtenir l'équivalent. Aucune épargne n'est plus possible — sinon en se procurant des monnaies étrangères — sous un tel régime, puisque, d'un jour à l'autre, le montant en monnaie d'un bénéfice ou d'une économie peut perdre le pouvoir d'achat qu'il représente. »* (Nogaro, 1924, pp. 98-99). La fonction de réserve de valeur se détériore dans les périodes de baisse persistante du pouvoir d'achat de la monnaie. Lorsque les agents économiques anticipent une baisse de la valeur réelle de leur épargne en monnaie nationale, alors ils préfèrent épargner dans une devise afin d'éviter une érosion de leur pouvoir d'achat.

• Le rôle des indexations dans la trajectoire des crises monétaires

Dans un régime de forte inflation, Nogaro cherche à mettre à jour une dimension qualitative des crises monétaires, c'est-à-dire le comportement des agents économiques face à la détérioration progressive de l'unité de compte domestique. En effet, ils substituent la monnaie nationale à une monnaie étrangère. Lorsque la substitution concerne l'unité de compte de la monnaie nationale, cela se traduit par les pratiques d'indexations qui tendent à exacerber les tensions inflationnistes : « *Mais il y a plus encore : lorsque, par suite d'une dépréciation croissante de la monnaie intérieure, personne ne sait plus ce que cette monnaie vaudra le lendemain ; lorsque le commerce, obligé de baser ses opérations, non pas sur un prix de revient antérieur, mais sur un prix de remplacement futur, qu'il ignore, en arrive à formuler ses contrats en or ou en devises étrangères et à fixer ses prix d'après la cote du dollar, la corrélation entre le mouvement des prix et le change devient tout à fait étroite.* » (Nogaro, 1922a, pp. 117-18). La relation change - prix peut s'expliquer à travers les phénomènes d'indexation des prix sur le cours du change. Dans ce cas de figure, les prix suivent le taux de change. Et comme ce dernier se déprécie alors cela nourrit les tensions inflationnistes.

Au-delà même du caractère inflationniste de ces pratiques d'indexation, celles-ci mettent en relief le rejet de la monnaie dans sa dimension d'unité de compte, car les agents économiques se réfèrent à une unité de compte étrangère en l'occurrence le dollar américain dans les transactions intérieures. Comme on peut le constater, Nogaro pose dès 1922 le problème des crises monétaires : l'existence des phénomènes d'indexation et donc du rejet de l'unité de compte nationale.

En 1924, dans son ouvrage *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Nogaro révèle que ce fléau ne touche pas uniquement l'Allemagne. D'autres pays de l'Europe sont touchés par des crises monétaires similaires : « *Au total, la dépréciation intérieure de la couronne, longtemps inférieure à la perte au change - dans la période d'Ausverkauf - s'est accélérée à partir de 1921, ainsi qu'il arrive dans les pays (Allemagne, Pologne, etc...) où la dépréciation est telle que la coutume s'établit de fixer instantanément les prix intérieurs d'après la cote du change ; et elle avait atteint, au moment de la stabilisation de la couronne, un niveau assez voisin de celui de la perte au change, les prix intérieurs étant à peu près à la parité des prix mondiaux. L'arrêt dans la hausse paraît s'être manifesté presque aussitôt que la couronne a été stabilisée et, en dépit de l'augmentation de la circulation intérieure.* » (Nogaro, 1924, pp. 132-33). Comme le souligne Nogaro, les crises monétaires remettent en cause le fonctionnement

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

normal des économies monétaires.

Nogaro aboutit au même résultat lorsqu'il s'intéresse à l'expérience monétaire hongroise de 1946. Celle-ci a attiré l'attention de Nogaro, car elle confirme l'idée selon laquelle l'indexation des prix joue un rôle important dans la dynamique des crises monétaires. Le rejet de la monnaie nationale se manifeste aussi bien dans la fonction d'unité de compte que dans celle de réserve de valeur. Les prix intérieurs sont indexés sur le cours du change de telle sorte que le lien entre le change et les prix est direct. C'est le constat fait par Nogaro en 1948 : « *D'ailleurs le dollar n'apparaît pas ici seulement comme une monnaie étrangère. Il se présente sous la forme de billets à l'intérieur du pays ; il est recherché, ainsi que l'or, comme une monnaie qui conserve son pouvoir d'achat. Son cours sur le marché libre paraît être surtout l'expression d'un agio intérieur qui réagit sur les prix ; car dans l'industrie, on établit les prix de revient en dollars.* » (Nogaro, 1948b, p. 159). Et, dans un article consacré à l'hyperinflation hongroise, il confirme : « *On the other hand, we know that industrialists adopted the custom of computing their manufacturing costs in dollars which, according to some observers, contributed more than the sliding scale of wages to the accelerated price rise of industrial products. And there is evidence that merchants acted in the same way. The extreme depreciation of the pengo may be explained by the general custom of adopting as a money of account a money, namely the dollar, which fluctuated dizzily upward in a highly speculative market, with consequent impacts on all prices.* » (Nogaro, 1948a, p. 536). À partir des éléments d'analyse proposés par Nogaro, il ressort que le facteur décisif de cette hyperinflation est l'indexation des prix sur le cours du change. Ces phénomènes d'indexation sont au cœur de la crise monétaire hongroise. Il convient de souligner que ces conclusions sont en adéquation avec ceux obtenus au lendemain de la Première Guerre mondiale.

• Intégration des anticipations et le rôle des phénomènes de sur-indexations dans la dynamique des crises monétaires

Nogaro va plus loin dans son analyse des crises monétaires, il intègre le temps dans son analyse théorique et débouche sur le rôle des anticipations dans la dynamique des crises monétaires. La prise en compte des anticipations vient de l'observation des conséquences en termes réels du décalage entre le paiement et les dépenses. En effet, la baisse du pouvoir d'achat durant l'intervalle de temps qui sépare les recettes et les dépenses entraîne une perte pour les producteurs : « *Dans la pratique, on constate que cette adaptation s'opère d'une façon extrêmement inégale selon la nature des obligations. Les recettes résultant de la vente des produits doivent se modifier*

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

à peu près en proportion du prix de ces produits si le débouché n'en est pas restreint, et les vendeurs peuvent même trouver dans une augmentation de leurs prix de vente une compensation à la diminution générale du pouvoir d'achat de la monnaie. Toutefois il leur faut tenir compte d'une diminution éventuelle du pouvoir d'achat de la monnaie entre le moment où ils l'ont reçue et celui où ils la dépensent, soit pour leur réapprovisionnement, soit pour leur consommation personnelle. » (Nogaro, 1924, pp. 260-61). Pour éviter de faire des pertes entre le paiement et les dépenses, les producteurs tiennent compte de la dépréciation future du taux de change dans la fixation des prix, si bien que les prix suivent le cours du change futur ; d'où les pratiques de « *sur-indexation*¹⁶ ». Dans ce cas de figure, la hausse des prix est plus importante ; c'est le constat fait par Nogaro (1935, p. 105) : « *Comme sa dépréciation extérieure avait été plus forte et plus rapide que sa dépréciation intérieure, la généralisation des contrats en monnaie stable, où le dollar jouait, en fait, le rôle d'étalon, le mark papier n'étant plus qu'instrument de paiement, a abouti à une hausse encore plus rapide des prix en Allemagne et à une identification à peu près complète de la dépréciation intérieure et de la dépréciation extérieure, non sans risque de voir bientôt la première dépasser la seconde : car les vendeurs anticipent sur la dépréciation qu'ils prévoient en vue d'assurer leur bénéfice et leur réapprovisionnement.* »

Lorsque les offreurs tiennent compte du délai entre le paiement et les dépenses, alors ils intègrent dans les prix de vente la dépréciation de la monnaie domestique anticipée qui interviendra entre le moment de la perception de la recette en monnaie domestique et le moment lors duquel le change de ces recettes en devise est effectué. Les prix dépendent du cours du change anticipé, si bien que le taux d'inflation, nous dit Nogaro, croît plus vite que le taux de change. Dans tous les cas, l'idée maîtresse est que l'instabilité du change dans un contexte de concurrence monétaire nourrit la crise monétaire.

L'idée fondamentale des crises monétaires qui sous-tend la théorie positive de la monnaie de Nogaro peut se résumer comme suit : « *The history of monetary crises suggests that great*

16. Une problématique qui a été abordée par Orléan en 2007 « *Cependant, ces pratiques d'indexation n'apportent qu'une réponse partielle aux questions posées. La réalité est qu'en l'absence d'une unité de compte stable, il est extrêmement difficile de savoir ce que les choses valent. Par exemple, évaluer le coût de remplacement pour un producteur ou un détaillant dans une situation d'augmentation générale et continue des prix suppose plus que l'indexation. Il s'agit alors de prévoir ce que sera l'évolution future des coûts ! Ainsi, même lorsqu'on utilise, à tout instant, le cours du dollar pour former le prix, il ne s'ensuit pas moins que la somme reçue, par exemple un salaire ; verra son pouvoir d'achat amputé au moment de sa dépense [...] La conséquence est qu'à partir d'août 1923, on observe des accords salariaux qui stipulent de calculer les salaires sur la base des prix anticipés pour la semaine suivante. Et l'on retrouve cette même pratique de sur-indexation pour l'ensemble des prix.* » (Orléan, 2007b, p. 207).

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

depreciations arise especially if there exists a gap between two currencies, be it external (crisis of foreign exchange) or internal. It may well be that Hungary's monetary experience, if studied more closely, confirms this thought. » (Nogaro, 1948a, p. 536). Le fondement de cette théorie est le taux de change. La relation change - prix revêt une double nature. En effet, la dépréciation du change en renchérissant les coûts à l'importation conduit à une hausse des prix. Cette relation change - prix est indirecte, elle est observée pendant les périodes de stabilité de l'unité de compte. De plus, elle ne touche pas l'ensemble des biens, elle ne touche que les biens importés. Cela constitue la première nature du taux de change dans la théorie positive de la monnaie de Nogaro.

Dans les périodes de rejet de l'unité de compte domestique, Nogaro identifie une seconde relation entre le change et les prix. Dans cette phase, le taux de change constitue un indicateur à partir duquel les agents économiques convertissent leurs avoirs, revenus et gains en monnaie étrangère. Ces éléments d'analyses concernant les phénomènes d'indexation et leur explication sont absents dans les travaux consacrés à Nogaro. Toutefois, on retrouve certains auteurs comme Bertrand (1950) qui ont exposé de façon sommaire les écrits de Nogaro sans pour autant expliciter les différentes étapes des crises monétaires et leurs manifestations. Néanmoins, le constat fait par Bertrand (1950, pp. 246-47) montre toute la profondeur et l'originalité de pensée de Nogaro : « *Dans le cas d'hyperinflation, apparaît une forme particulière de ces relations dont Nogaro a donné de bonne heure une analyse très complète : c'est le phénomène de fuite devant la monnaie où la demande de monnaie tend vers zéro, les vendeurs finissant par refuser d'accepter en paiement la monnaie dépréciée, et les détenteurs de monnaie cherchant à s'en débarrasser le plus vite possible, même à perte. Dans un article récent sur la dépréciation monétaire en Hongrie [...] Nogaro souligne encore l'action de ce facteur, en y ajoutant l'esquisse d'une théorie psychologique de la fuite devant la monnaie, selon laquelle un effet accélérateur serait dû à la coexistence d'un étalon stable (dollar, or ou même cigarette) et de l'étalon en cours de dépréciation rapide. Son idée, je crois, est que la possibilité de mesurer la dépréciation par rapport à un mètre inspirant confiance, plutôt que par rapport à la masse confuse des prix particuliers, rend plus immédiate et plus précise la conscience de la chute de la monnaie et la peur de sa prolongation.* »

• Fuite devant la monnaie et exacerbation de la crise de change

Nogaro distingue deux aspects fondamentaux dans la variation du change qui apparaissent de manière séquentielle. Dans un premier temps, « *la spéculation* », et « *la fuite des capitaux* » sont les principaux facteurs explicatifs du change. Dans un second temps, « *la fuite devant la monnaie nationale*¹⁷ » s'étend aux ménages, ce qui conduit à une exacerbation de la crise de change. En ce qui concerne le premier stade, Nogaro écrit : « *Les changes des pays vaincus, notamment le change allemand, qui a poursuivi sa course vers le néant, il semble bien que l'action psychologique de la spéculation a joué également un rôle dominant dans leurs évolutions [...] Cependant, la chute du change allemand doit être attribuée, pour une part, à une cause beaucoup plus matérielle et immédiate, c'est-à-dire à une évasion des capitaux qui déséquilibrait totalement la balance des comptes : il s'agit sans doute tout d'abord d'une évasion voulue et réalisée surtout en laissant en dépôt à l'étranger la valeur en monnaies étrangères d'une notable partie des exportations, au lieu de livrer les tirages correspondants au marché du change.* » (Nogaro, 1924, pp. 90-91). Selon Nogaro la « *spéculation* » et la fuite des capitaux due à des « *facteurs psychologiques* » sont susceptibles d'entraîner la dépréciation du change. Celles-ci via une détérioration du solde de la balance des paiements provoquent une dépréciation du change. Dans cette phase, la monnaie n'est pas remise en cause par les ménages dans sa dimension de réserve de valeur et de moyen de paiement.

C'est dans une seconde phase que Nogaro identifie un facteur endogène capable d'exacerber la crise de change. Ainsi, la « *fuite devant la monnaie nationale* » au profit de la monnaie étrangère s'étend à tous les acteurs économiques entraînant une détérioration persistante de la balance des paiements. C'est le constat fait par Nogaro (1924, p. 91) : « *Il y eut ensuite une évasion provoquée par la panique ; car, lorsqu'une monnaie perd, de jour en jour, de sa valeur au change et de son pouvoir d'achat intérieur, elle ne peut plus servir d'instrument d'épargne, et tous ceux qui veulent mettre de côté quelques économies cherchent à se procurer une monnaie étrangère de valeur stable : ainsi apparaît une demande toujours croissante de devises sur l'étranger — ou même de billets étrangers — totalement indépendante des besoins de règlement à l'extérieur, et qui ne peut manquer de déséquilibrer radicalement la balance des comptes. C'est ainsi que la recherche en Allemagne de monnaies étrangères par des particuliers de toute catégorie n'a pu manquer de contribuer, d'une façon décisive, à l'effondrement du mark.* »

17. Cette expression est utilisée par Nogaro pour désigner le rejet de la monnaie dans sa dimension de réserve de valeur.

2.2. THÉORIE POSITIVE DE LA MONNAIE DE NOGARO : CONTRIBUTION À L'EXPLICATION DES CRISES MONÉTAIRES

La profondeur de l'analyse de Nogaro réside dans l'importance accordée à la dégradation de la fonction de réserve de valeur et de paiement dans l'explication des mouvements du change. Lorsque les agents économiques perdent confiance dans la monnaie nationale alors ils cherchent à convertir cette dernière en monnaie étrangère. Cela entraîne une augmentation de la demande de devises sur le marché de change, ce qui est de nature à provoquer une dépréciation du taux de change. À partir de ces éléments d'analyse mis en relief par Nogaro, nous pouvons énumérer deux niveaux quant à la « *fuite devant la monnaie nationale* ». Un premier niveau où cette fuite est le fait des détenteurs de capitaux. Puis, un second niveau où la « *fuite devant la monnaie nationale* » n'est pas seulement le fait des détenteurs de capitaux, mais aussi des ménages et d'autres secteurs de l'économie qui cherchent à détenir les unités de monnaie étrangère non seulement pour l'épargne, mais aussi pour les paiements. Ces deux niveaux d'explication permettent d'appréhender le déclenchement et l'approfondissement des crises de change.

Conclusion du chapitre 2

Bertrand Nogaro et Albert Aftalion nous offrent deux versions de la théorie positive de la monnaie. Si les deux auteurs accordent la primauté au change dans leurs explications des crises hyperinflationnistes, force est de constater que la nature des relations qui lient le change au prix sont différentes. À un premier niveau d'analyse, ils sont opposés quant au lien entre le change et les prix. Pour Aftalion, la dépréciation du change conduit à une hausse des prix, via la hausse des revenus exprimés en monnaie domestique alors que pour Nogaro une dépréciation de la monnaie nationale entraîne une hausse des prix, à travers une hausse des coûts des biens importés.

À un second niveau d'analyse, leurs interprétations du lien entre le change et les prix divergent. Chez Aftalion, les prévisions ou les anticipations sont d'une grande importance. L'idée qui sous-tend la théorie positive de la monnaie d'Aftalion est que les acteurs économiques prévoient une diminution de leurs revenus réels exprimés en monnaie domestique en cas de dépréciation du change. Par conséquent, les offreurs augmentent leurs prix afin d'éviter une érosion de leurs revenus réels en monnaie nationale. L'apport d'Aftalion est d'avoir mis en exergue une forme particulière d'indexation qui est celle des gains sur le niveau des prix futurs.

À la différence d'Aftalion, Nogaro privilégie l'impact de la dépréciation du taux de change sur les revenus exprimés en monnaie étrangère. Il intègre la substitution de l'unité de compte domestique dans son analyse. De ce fait, la dépréciation du change se traduit par une diminution des revenus exprimés en monnaie étrangère. Pour éviter une baisse de leurs revenus exprimés en devise, les offreurs augmentent le prix des biens et services. Cette stratégie adoptée par les offreurs se manifeste à travers les pratiques d'indexation des prix sur le cours de change. Nogaro intègre dans son analyse le rejet de l'unité de compte puisque les acteurs économiques expriment leurs revenus dans une devise.

Aftalion s'arrête à la défiance de l'unité de compte domestique, il n'intègre pas, du moins de façon explicite, dans son analyse la substitution de l'unité de compte nationale. Nogaro, contrairement à Aftalion, pousse le raisonnement plus loin et soutient que la détérioration durable de l'unité de compte débouche sur l'utilisation d'une monnaie étrangère dans le compte, ce qui exacerbe la spirale inflationniste.

Conclusion de la partie 1

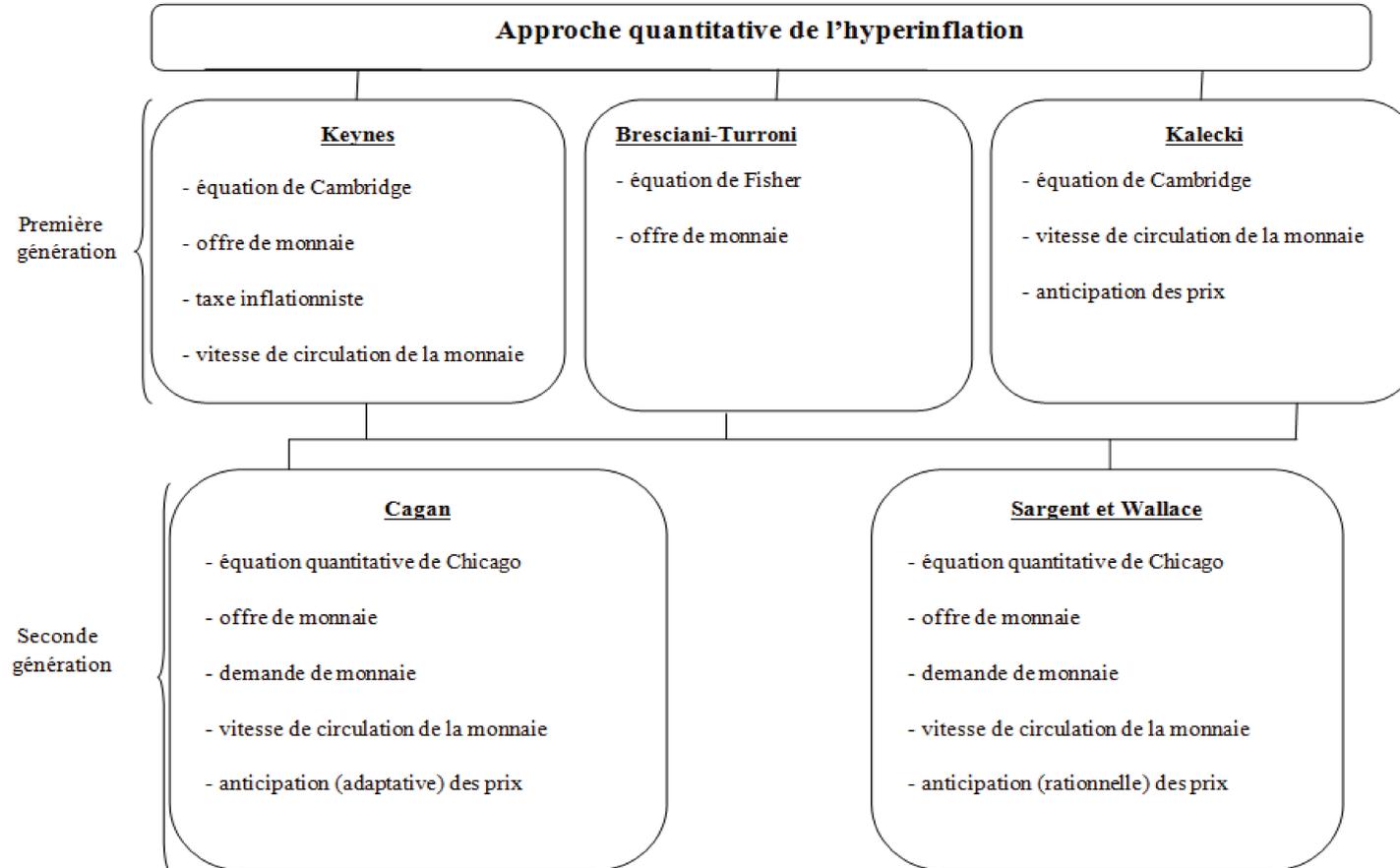
Les schémas 7 et 8 mettent en perspective les principaux partisans de l'approche quantitative et qualitative. Deux générations se succèdent. La première génération de l'approche quantitative regroupe les travaux des auteurs comme Keynes (1923), Bresciani-Turroni (1937) et Kalecki (1962) qui, en se basant sur la théorie quantitative de la monnaie, ont mis en exergue le rôle de la création de la monnaie et de la vitesse de circulation dans la trajectoire des hyperinflation. Après les hyperinflation de la Seconde Guerre mondiale émerge une seconde génération portée par les auteurs comme Cagan (1956), Allais (1966), Barro (1970) ou Sargent et Wallace (1973). Selon cette seconde génération, la hausse de l'offre de monnaie permet d'expliquer l'origine de l'inflation, mais pas l'hyperinflation. Cette dernière dépend de la demande de monnaie des agents économiques, qui elle-même est fonction des anticipations des agents économiques quant à l'évolution du niveau des prix.

Qu'il s'agisse de la première génération ou de la seconde génération, dans l'approche quantitative, l'hyperinflation a trait à la quantité de monnaie offerte ou demandée. Cette version des crises monétaires va être remise en cause, dans un premier temps, par les auteurs tels que Nogaro (1922a, 1924), Helfferich (1927), Aftalion (1927, 1948) ou encore Robinson (1938). Pour ces auteurs, ni la hausse des prix initiale ni l'hyperinflation n'a pour origine l'augmentation de la masse monétaire. C'est le taux de change qui explique non seulement l'inflation, mais aussi l'hyperinflation ; ces auteurs appartiennent à la première génération de l'approche qualitative. Au sein de celle-ci, les pratiques monétaires parallèles jouent un rôle très important dans la dynamique des hyperinflation. Cette problématique va faire l'objet d'approfondissement par les institutionnalistes monétaires francophones : Aglietta et Orléan (1998), Orléan (2011) ou Théret (2007b,a). Dans cette approche qualitative, la hausse des prix a plusieurs sources : hausse des coûts de production due à l'augmentation des salaires et à la dépréciation du change. Quant à l'accélération des prix, celle-ci est causée par les pratiques d'indexation des salaires sur les prix ; c'est le point de vue défendu par les auteurs néo-structuralistes tels que Arida et Lara-Resende (1985), Lopes (1986) ou Pereira et Nakano (1987).

Nous mobilisons l'approche qualitative dans la partie 2 afin d'analyser quelques cas d'hyperinflation qui ont été peu étudiées dans l'histoire. Il s'agit des expériences hongroises de 1919-1924 et de 1945-1946 puis de l'hyperinflation zimbabwéenne (1997-2008). Nous cherchons

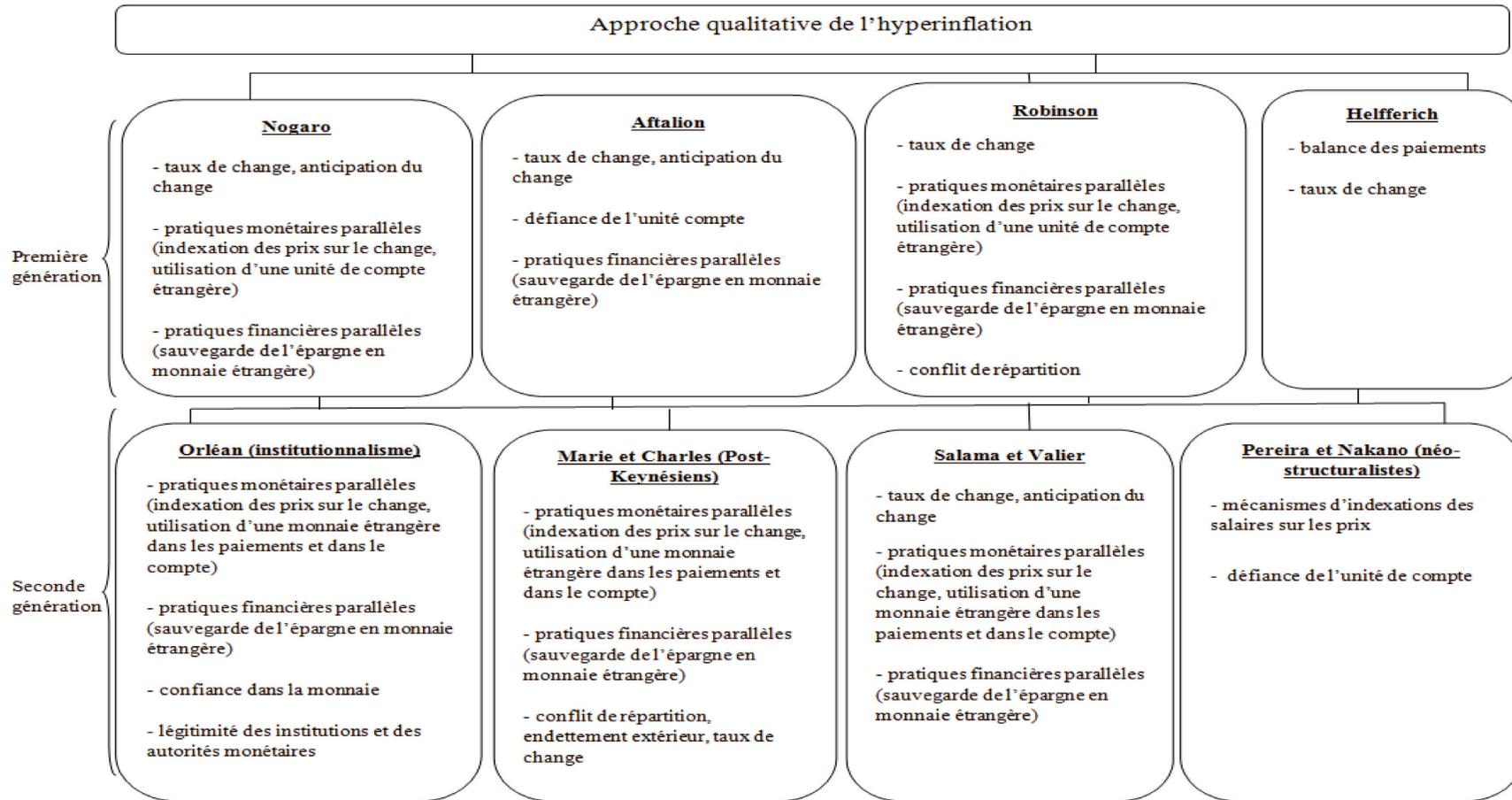
à établir une typologie des crises hyperinflationnistes, et ce à travers le développement des pratiques monétaires parallèles des acteurs économiques. L'analyse de ces crises nous permettra d'identifier deux types d'hyperinflation. Une autre question qui mérite d'être abordée dans la partie 2 concerne les conditions de réussite d'un système de monnaie-index. Cet outil souffre d'une base théorique solide dont il est nécessaire de compléter. Pour ce faire, il est important de revenir sur d'autres cas de monnaie-index tels que les expériences hongroises de 1924 et de 1946. Cela va nous permettre d'élargir les bases historiques d'un tel système, et d'identifier les facteurs sociopolitiques nécessaires à la réussite de ce système, ce qui va nous permettre de compléter les bases théoriques du système de monnaie-index. Celui-ci devient alors une alternative sérieuse au *Currency Board* et à la dollarisation.

Schéma 7 : Approche quantitative de l'hyperinflation



Source : construction personnelle

Schéma 8 : Approche qualitative de l'hyperinflation



Source : construction personnelle

PARTIE II

Pratiques monétaires et dynamiques hyperinflationnistes : études de cas

Pour établir une typologie des crises hyperinflationnistes, nous nous intéressons à 4 cas d'hyperinflation enregistrés en Hongrie (3 cas) aux lendemains de la Première et de la Seconde Guerre mondiale, et au Zimbabwe (1 cas) au début de ce XXI^e siècle. Après la Première Guerre mondiale, le contexte international est marqué par la suspension du système d'étalon-or. Les crises hyperinflationnistes apparaissent dans un contexte où la monnaie hongroise n'était plus convertible en or — de plus, le taux de change est flottant dans cette période. Sur le plan politique, la Hongrie fait face à une instabilité politique sans précédent, matérialisée par un bouleversement de l'ordre politique. La Hongrie rétablit le régime de convertibilité en janvier 1927 : le système d'étalon change-or quelques années après la fin de l'hyperinflation.

La seconde série d'hyperinflation hongroise apparaît après la Seconde Guerre mondiale marquée par la destruction des moyens de production. Au sortir de la guerre, le paysage hongrois est marqué par des tensions politiques et sociales ; le régime monétaire est caractérisé par la suspension de la convertibilité du pengo. Quant au taux de change, il est flottant après la Seconde Guerre mondiale, et ce jusqu'en août 1946, date à laquelle la Hongrie adopte les recommandations des Accords de Bretton Woods. La nouvelle monnaie, le forint, est définie par rapport au dollar américain avec lequel elle entretient une parité fixe.

L'hyperinflation zimbabwéenne s'est produite dans un contexte marqué par une réforme agraire. Cette dernière a débouché sur des tensions politiques et sociales qui ont fragilisé la légitimité des autorités politiques. Cette crise se déclenche dans un régime de change flottant, administré par les autorités monétaires. Quant au dollar zimbabwéen, il n'était pas convertible en devise. En 2009, le Zimbabwe adopte un régime de dollarisation afin de mettre un terme à plusieurs années d'instabilité monétaire.

Chapitre 3

Tensions politiques, sociales et crises hyperinflationnistes : le cas hongrois de 1919-1924

« *L'histoire de la monnaie n'est rien d'autre que l'histoire des conflits que la monnaie ne cesse de susciter.* » (Orléan, 2017, p. 115)

L'effondrement de l'empire austro-hongrois le 31 octobre 1918 met fin à l'union monétaire¹ entre les pays formant l'empire. Dès lors, chaque pays dispose d'une période de 12 mois pour procéder au retrait de la couronne austro-hongroise et pour mettre en circulation une nouvelle unité monétaire. Bien avant que les autorités monétaires ne procèdent à cette opération, la Hongrie va connaître une brève période de révolution qui va laisser des traces indélébiles aussi bien sur le plan politique que sur le plan monétaire. En mars 1919, les Bolchéviques prennent le pouvoir et ce, jusqu'en août 1919 ; un secteur clé de l'économie hongroise, l'agriculture va s'opposer au régime révolutionnaire allant jusqu'à refuser la monnaie émise par les révolutionnaires. Le poids du secteur agricole dans la population et dans l'économie est considérable — c'est pourquoi la contestation orchestrée par le secteur agricole est décisive pour comprendre cette instabilité monétaire. Cette période révolutionnaire va être marquée par une concurrence de monnaies :

1. La couronne austro-hongroise était l'unité monétaire légale en Hongrie et en Autriche depuis 1892.

une monnaie utilisée par le secteur agricole et une autre utilisée par le secteur public dirigé par les révolutionnaires (Varga, 1922). Ce désordre monétaire provoque une importante hausse des prix : le taux d'inflation mensuel atteint 37,04% en juillet 1919 alors qu'il était de 2,02% en février de cette même année².

Après quelques mois d'agitation politique marqués par une révolution, la Hongrie renoue avec la stabilité politique en mars 1920, avec à sa tête le régent Horthy (Molnár, 1996). Cependant, les questions financières sont loin d'être résolues. Les finances publiques hongroises se détériorent, la dette explose du fait des réparations de guerre. Quant à la production, elle est affectée par le Traité de Trianon qui a conduit à la mutilation de la Hongrie, ce qui s'est traduit par une réduction du territoire hongrois et de la production nationale (tableau 3.1). Ce faisant, le revenu national net baisse de plus de 60% ; c'est dans ce contexte que les nouvelles autorités décident de mettre en place une réforme financière afin d'assainir les finances publiques. L'impôt sur les dépôts (comptes courants et épargnes) constitue la principale caractéristique de cette réforme. Cette dernière ne laisse pas indifférent les groupes socioéconomiques ; cette réforme va être contestée par le secteur agricole débouchant sur les tensions politiques. Il s'en suit une fuite devant la monnaie hongroise et l'utilisation des monnaies étrangères dans les transactions intérieures (Mitzakis, 1925).

La crise hongroise a attiré l'attention d'auteurs comme Varga (1922), Mitzakis (1925), Boross (1984), Dornbusch (1992) et plus récemment Lampland (2016). Selon Boross (1984), la hausse des prix enregistrée en Hongrie provient de la hausse de la demande intérieure rendue possible par une création excessive de monnaie. Cette hausse de la demande, face à une pénurie de biens et services, a provoqué une forte hausse des prix. Bien que la plupart des travaux aillent dans le sens de Boross (1984), Mitzakis (1925), quant à lui, avait souligné le rôle du taux de change dans la trajectoire de la crise monétaire hongroise. Selon lui : « *En ce qui concerne les prix, la théorie quantitative de la monnaie ne s'est pas vérifiée, du moins dans ses affirmations catégoriques. La vitesse de dépréciation de la couronne a fait adopter des stipulations or ou devises appréciées qui ont d'abord fait niveler les prix intérieurs suivant les soubresauts de la côte des changes. Enfin, dans la phase ultime d'inflation, les variations des prix ont dominé et précédé celles des changes parce qu'elles anticipaient les chutes ultérieures de l'étalon monétaire.* » (Mitzakis, 1925, pp. 184-85). Si la version de Mitzakis nous paraît plausible, il n'en demeure pas moins que plusieurs

2. Ces données sont issues de Boross (1984). Les taux d'inflation sont calculés à partir de l'indice des prix en gros.

questions restent en suspens. Il s'agit du rôle de la contestation de l'autorité politique et de la politique économique dans l'effondrement de la couronne. Notre contribution à l'explication de la crise monétaire hongroise consiste à fournir une étude à la fois historique et qualitative dans laquelle les facteurs politiques et sociaux jouent un rôle prépondérant.

La crise hyperinflationniste hongroise de 1919-1924 se décompose en deux grands épisodes ; le premier épisode débute en mars 1919 avec la remise en cause du pouvoir révolutionnaire par le groupement agricole pour finir en mars 1920. Cet épisode est marqué par un rejet de la monnaie émise par les révolutionnaires. Par conséquent, la plupart des transactions vont s'effectuer dans la couronne bleue, la monnaie utilisée par les agriculteurs. Il s'en suit un désordre monétaire et une flambée des prix. Dans cet épisode, le refus de la monnaie légale est d'ordre politique ; c'est un moyen de remettre en cause la légitimité des Bolchéviques. La monnaie utilisée par les agriculteurs est au cœur des pratiques monétaires et financières des agents économiques. Selon nous, cet épisode a été marqué par une hyperinflation, car la monnaie légale n'est plus l'unité de paiement de référence. Dans cet épisode 1, l'hyperinflation n'est pas précédée d'une hausse durable des prix (détérioration de l'unité de compte et de la réserve de valeur). Les pratiques monétaires des acteurs économiques sont exclusivement le résultat d'un choc politique qui a ébranlé l'ordre monétaire existant. Cet épisode 1 est indépendant de l'épisode 2 où l'hyperinflation a été précédée d'une crise inflationniste.

L'épisode 2 de l'hyperinflation hongroise de 1919-1924 débute en janvier 1921 pour finir en février 1924. Dans cet épisode, on retrouve encore l'action des agriculteurs, qui cette fois, s'attaquent à la politique financière du gouvernement. Vu leur poids dans l'économie, la contestation des agriculteurs débouche sur des tensions politiques et sociales. D'où un échec de la réforme financière entraînant ainsi une fuite devant la couronne. La transformation des dépôts bancaires et des revenus en devise provoque une forte demande de devise, d'où une dépréciation du change. La baisse des dépôts bancaires débouche, par ailleurs, sur un ralentissement de la production nationale. L'effet conjugué de la dépréciation du change et de la baisse de la production engendre des tensions inflationnistes. Les fonctions de compte et de réserve de valeur se détériorent. Dès lors, d'autres monnaies plus stables notamment le dollar américain vont être utilisées dans les transactions intérieures comme unité de compte et moyen de paiement, ce qui va exacerber les tensions inflationnistes et la dépréciation du change. Ces pratiques permettent de saisir qualitativement l'hyperinflation dans cet épisode 2. Dans ce cas de figure, l'hyperinflation est précédée d'une crise inflationniste. Cette dernière a fragilisé les fonctions de compte et de réserve de va-

leur. Toutefois, dans les deux épisodes, l'hyperinflation est appréhendée à travers les pratiques monétaires parallèles des acteurs économiques.

Pour mieux comprendre la dynamique de ces crises hyperinflationnistes, ce chapitre s'articule autour de trois grandes sections. La première section s'intéresse au contexte historique qui règne en Hongrie au lendemain de la Première Guerre mondiale. La deuxième section traite des deux épisodes de la crise monétaire hongroise de 1919-1924. Quant à la troisième section, elle est consacrée à la restauration de la monnaie hongroise rendue possible par la mise en place d'une réforme monétaire en février 1924.

3.1. Le contexte historique

Le contexte historique est marqué par la succession de plusieurs régimes politiques. D'abord, la république (16 novembre 1918 au 21 mars 1919), ensuite la révolution bolchévique (21 mars au 7 août 1919), et enfin la monarchie (1920-1944). Sur le plan international, on note la signature du Traité de Trianon qui a conduit à la mutilation de la Hongrie.

3.1.1. Caractéristiques de l'économie hongroise

Il est important de souligner le rôle déterminant de l'agriculture dans l'économie hongroise. En effet, l'agriculture représente 64,41% du revenu national brut avant la mutilation de la Hongrie et 61,3% après sa mutilation (tableau 3.1). Par ailleurs, avant l'amputation de la Hongrie, l'agriculture emploie entre 60 et 65% de la population active; les biens agricoles représentent 74% des exportations hongroises (Kopsidis, 2006). En 1920 (après la mutilation de la Hongrie), le secteur agricole emploie 58% de la population active³ et fournit près de 80,4% des exportations totales (Kopsidis, 2006). L'agriculture constitue ainsi la base de l'économie hongroise; ce secteur est composé de grandes, moyennes et petites propriétés. Les deux premières sont celles qui dominent l'agriculture hongroise; elles constituent le pilier de l'économie. Avant la Première Guerre mondiale, les grandes propriétés sont au nombre de 1070 et occupent 29,9% des terres cultivables soit une propriété pour 2586 hectares (Etudes et conjoncture - Economie mondiale, 1950). Les moyennes propriétés évaluées à 10994 occupent 18,2% de l'ensemble des terres soit

3. Pour une étude sur le poids du secteur agricole dans l'économie hongroise, voir Ypersele (1923) ou Delos (1925).

3.1. LE CONTEXTE HISTORIQUE

153,3 hectares par propriété (Etudes et conjoncture - Economie mondiale, 1950). Ces données permettent d'avoir une idée de l'importance de l'agriculture dans l'économie hongroise et du système agricole en vigueur dans ce pays.

3.1.2. Une instabilité politique persistante après la Première Guerre mondiale

L'abdication du Roi Charles le 13 novembre 1918 (Epstein, 1932) ouvre la porte à des options politiques divergentes. Trois régimes politiques vont se succéder entre novembre 1918 et mars 1920 (Lampland, 2016). Juste après la chute de la Monarchie, la Hongrie va connaître pour la première fois un régime républicain le 16 novembre 1918. À la tête de cette République se trouve Mihály Károlyi dont l'objectif est d'instaurer un régime démocratique en Hongrie (Molnár, 1996). Károlyi est désigné par le « *Conseil Nation* » qui regroupe les principaux partis politiques hongrois. Nyiri (1926) dénonce les conditions dans lesquelles Károlyi a accédé au pouvoir, qui n'obéissent pas au principe même de la démocratie. À ce sujet, il affirme que : « *Le Conseil Nation n'a organisé aucune sorte d'élection, ni ouverte ni secrète, pas plus au moment de sa réunion, que plus tard quand il fut en pleine possession du pouvoir et qu'il disposait de tous les moyens pour le faire. Ni avant, ni pendant le règne du Conseil, il ne fut donné à la nation aucune occasion d'exprimer sa confiance ou sa défiance envers cet organisme qu'elle fut forcée d'accepter et de subir.* » (Nyiri, 1926, pp. 11-12). Et plus loin il ajoute que : « *La Hongrie n'apprit donc que par les journaux qu'elle était devenue république et que le président de cette république était Michel Károlyi [...] Le « Conseil Nation » a remplacé partout le peuple et a agi en son nom. Qui a demandé au peuple s'il voulait un Conseil National? Personne!* » (Nyiri, 1926, p. 23). Selon ce même auteur, le parti de Károlyi ne représente que 4,8% de la population. Ainsi, la faible représentativité du parti au pouvoir et l'accession de Károlyi à la tête de la Hongrie posent la question de la légitimité du président de la nouvelle république.

Károlyi perd peu à peu la main dans l'exercice de ses fonctions ; la première république hongroise est marquée par une instabilité persistante qui s'est traduite par des démissions fréquentes des membres du gouvernement : « *La situation du gouvernement Károlyi, secoué par des crises successives à la suite de la confusion intérieure et des difficultés extérieures, devint tellement précaire au début des années 1919 que les ministres démissionnaient les uns après les autres.* » (Nyiri, 1926, p. 21). La fragilité du pouvoir provoque la mise en place d'une coalition

3.1. LE CONTEXTE HISTORIQUE

composée de sociaux-démocrates et de communistes, qui accède au pouvoir le 21 mars 1919 par un coup d'État⁴ (Molnár, 1996; Papp, 2013). Cette alliance ne sera que de courte durée, car les sociaux-démocrates sont perçus par le parti communiste comme « *les traîtres de la révolution* » (Molnár, 1996, p. 335), ce qui laisse à penser que le parti communiste est le seul parti qui a dirigé cette brève période de révolution. De la république démocratique, la Hongrie passe à une *république des Soviets* qui va durer 133 jours (Molnár, 1996). C'est ainsi que les Bolchéviques cherchent à instaurer la dictature du prolétariat ; le paysage politique et économique est marqué par des mesures radicales dont : « *La nationalisation d'entreprises, des banques, des assurances, du commerce en gros, des immeubles locatifs ; décrets sociaux pour les femmes et les enfants ; mesures de contrôle sur la presse, la culture et les professions libérales.* » (Molnár, 1996, pp. 334-35). L'opposition soutenue par l'armée roumaine parvient à évincer le pouvoir révolutionnaire le 7 août 1919 (Epstein, 1932). Par la suite, la Hongrie va être occupée par l'armée roumaine pendant 3 mois (Dornbusch, 1992). Finalement, les élections se déroulent entre janvier et février 1920. Le 1er mars 1920, Nicholas Horthy est élu régent — la Hongrie bascule à nouveau dans la monarchie (Epstein, 1932).

3.1.3. L'évolution du régime monétaire national et le contexte international

À l'instar de plusieurs pays de l'Europe, l'empire austro-hongrois a mis fin au système de l'étalon-or⁵ à la veille de la Première Guerre mondiale soit le 4 août 1914 (Schumpeter, 1925). De ce fait, au lendemain de la Grande Guerre, la couronne austro-hongroise n'était plus couverte par l'or ni convertible en métaux précieux. Malgré l'effondrement de l'empire, la couronne austro-hongroise⁶ a continué à circuler en Hongrie jusqu'en août 1921 date à laquelle celle-ci a été remplacée par une nouvelle unité monétaire. Jusqu'en fin d'année 1919, la banque d'Autriche-Hongrie située en Autriche a mené ses activités en fournissant des couronnes austro-hongroises à la Hongrie et à l'Autriche. Il faut attendre janvier 1920 pour voir la séparation de la banque d'Autriche-Hongrie en deux sections : la section hongroise et la section autrichienne, mais c'est en octobre 1920 que le département hongrois débute ses activités (Mitzakis, 1925). Ce département

4. Papp (2013, p. 73) parle d'un « coup d'État socialo-communiste ».

5. Ce système a existé entre 1892 et 1914 dans l'empire austro-hongrois. Voir à ce sujet Mises (1909) ou Flandreau et Komlos (2001) sur le système monétaire austro-hongrois.

6. Cette monnaie avait cours légal en Hongrie et en Autriche depuis 1892.

3.2. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 1 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1919-1924)

va être remplacé en août 1921 par un « *Office National Hongrois d'Émission* » chargé d'émettre des nouvelles unités monétaires (la couronne hongroise) puis d'échanger les couronnes austro-hongroises par cette dernière (Mitzakis, 1925; Young, 1925). Entre 1918 et 1926, la monnaie hongroise n'était pas couverte ni convertible en or — le taux de change est flexible dans cette période. C'est en janvier 1927 que la Hongrie va se doter d'un régime de convertibilité (Epstein, 1932).

Le contexte international est marqué par la signature du Traité de Trianon le 4 juin 1920 et qui sera ratifié le 13 novembre 1920 (Epstein, 1932). Ce Traité redéfinit les nouvelles frontières de la Hongrie, qui a vu sa superficie et sa population réduites. En effet, la superficie de la Hongrie est passée de 282870 km^2 à 91114 km^2 et sa population de 18,2 millions d'habitants à 7,5 millions d'habitants (Mitzakis, 1925). De plus, la Hongrie perd des zones stratégiques et riches, zones importantes pour son agriculture. Les bénéficiaires de ce nouveau découpage sont la Roumanie et la République Tchèque qui voient leur superficie ainsi que leur population augmentées (Molnár, 1996). Ce Traité souligne aussi la responsabilité de la Hongrie dans la Première Guerre mondiale, ce qui va lui coûter des sanctions financières pour les dégâts occasionnés pendant cette guerre. Le Traité de Trianon a des conséquences importantes sur le plan économique, puisque la Hongrie est démunie d'une partie de son potentiel économique. Les ressources financières sont insuffisantes pour relancer l'économie et couvrir les dépenses publiques. C'est dans ce contexte que les autorités hongroises décident en 1921 de mettre en place une réforme financière capable d'augmenter les ressources financières de l'État. Cette réforme va se solder par un échec, ce qui va fragiliser davantage l'économie hongroise. Les conséquences économiques du Traité de Trianon et de la réforme monétaire vont être analysées dans la section 3.3.1.

3.2. Faits stylisés et analyse de l'épisode 1 de l'hyperinflation hongroise (1919-1924)

L'épisode 1 de l'hyperinflation hongroise débute en mars 1919 avec l'arrivée des Bolchéviques au pouvoir et prend fin en mars 1920 avec le retour à l'ordre politique. Cet épisode est marqué par une émission de nouvelles unités de monnaie par le pouvoir révolutionnaire. Il s'agit d'analyser la réaction des acteurs économiques notamment les agriculteurs face à l'introduction de cette nouvelle unité monétaire. Mieux, nous montrons comment la contestation de cette nouvelle

monnaie a pu déboucher sur une instabilité monétaire.

3.2.1. Révolution bolchévique, remise en cause de l'autorité politique et coexistence de deux monnaies

Lorsque les Bolchéviques prennent le pouvoir le 21 mars 1919, la Banque Centrale située en Autriche refuse de mettre en possession des révolutionnaires des couronnes austro-hongroises pour le fonctionnement de l'économie hongroise : « *L'imprimerie des billets de banque était à Vienne [...] La banque d'émission refusa à la Hongrie prolétarienne tout nouveau crédit, et néanmoins il fallait se procurer de l'argent pour faire face aux dépenses de l'État.* » (Varga, 1922, p. 171). N'ayant pas accès aux couronnes austro-hongroises, les Bolchéviques émettent une nouvelle monnaie appelée « *couronne blanche*⁷ » (Varga, 1922). Cette monnaie est contestée par les agriculteurs — ces derniers refusent l'utilisation de ces unités de monnaie blanche ; ils préfèrent utiliser les unités de monnaie bleue, c'est-à-dire la couronne austro-hongroise dans les transactions intérieures. Cette dernière avait cours légal en Autriche et en Hongrie avant l'arrivée des Bolchéviques. La monnaie bleue est émise par la Banque Centrale austro-hongroise située en Autriche.

Le refus de la couronne blanche de la part des agriculteurs peut s'expliquer par des facteurs d'ordres politiques et institutionnels. En effet, certaines mesures prises par les Bolchéviques ont dégradé les relations entre ces révolutionnaires et le secteur agricole : « *La plus grosse erreur a été d'attribuer les terres confisquées aux grands propriétaires à des coopératives alors que les paysans et le prolétariat agraire s'attendent à leur distribution*⁸. » (Molnár, 1996, p. 335). Cette confiscation des terres explique pourquoi les mesures prises par les révolutionnaires vont être remises en cause par les agriculteurs (grands exploitants et petits producteurs indépendants). Il y a d'un côté la frustration des grands propriétaires terriens qui ont été dépossédés de leurs terres. De l'autre côté, il y a les petits propriétaires déçus de n'avoir pas reçu les propriétés confisquées par les révolutionnaires. À l'époque de la révolution, la population agricole représentait environ 67% de la population totale (Teleki, 1923).

Dans cette période révolutionnaire, nous voulons particulièrement insister sur la réaction des agriculteurs face aux mesures prises par les révolutionnaires. De fait, l'introduction de cette nou-

7. Elle est appelée ainsi, car cette monnaie était imprimée sur du papier blanc, voir à ce sujet Young (1925).

8. Pour plus de détails sur la question de la réforme agraire en Hongrie, voir Mattyasovszky (1925).

3.2. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 1 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1919-1924)

velle monnaie constitue un moyen pour les Bolchéviques d'évincer la couronne austro-hongroise principale unité monétaire avant la prise de pouvoir des révolutionnaires. Le refus de la monnaie légale est un moyen pour le secteur agricole de mettre en cause la légitimité et l'autorité des révolutionnaires. Le secteur agricole contestant l'autorité des Bolchéviques et les idéaux révolutionnaires va refuser la monnaie blanche⁹. Les agriculteurs refusent tout paiement dans la monnaie blanche ; et n'acceptent que la couronne austro-hongroise, c'est-à-dire la monnaie bleue, ce qui va se traduire par une coexistence de monnaies pendant le régime révolutionnaire (Varga, 1922).

Sur le plan opérationnel et technique, plusieurs éléments ont ébranlé la confiance dans la monnaie blanche. En effet, cette dernière était facilement falsifiable (Lampland, 2016), ce qui a fragilisé la confiance dans la couronne blanche. De plus, l'absence d'une Banque Centrale autonome¹⁰ a rendu la gestion de cette monnaie très difficile. Ces défaillances techniques et institutionnelles combinées au déficit de légitimité de l'autorité politique ont renforcé la défiance dans la monnaie blanche. Ces faits mettent en relief la question de l'acceptation et de la confiance dans la monnaie. En effet, la couronne blanche n'est pas acceptée de manière régulière dans les paiements, elle n'est pas acceptée par une grande partie des acteurs économiques, cela traduit une crise de « *confiance méthodique* »¹¹. Cette détérioration de la confiance méthodique est due à l'illégitimité du pouvoir politique et des autorités monétaires. Dans notre cas, le nouveau régime politique n'a pas l'adhésion de tous les acteurs économiques ; le secteur agricole ne partage pas les valeurs et idéaux des Bolchéviques. C'est ce que nous dit Varga (1922) : « *Il se forma un « disagio » entre la « monnaie blanche » et la « monnaie bleue », « disagio » résultant d'un niveau moins élevé des prix dans les Etats limitrophes de la Hongrie ainsi que du refus des paysans, — provoqué en partie par leur esprit conservateur et en partie par leurs opinions*

9. Ce caractère sociopolitique de la monnaie a été souligné très tôt par Orléan (1980, p. 271) : « *Le fractionnement de l'espace monétaire est la forme la plus achevée de remise en cause du pouvoir monétaire. On voit comment une monnaie, ne respectant pas les contraintes de reproduction du lien social, finit par être rejetée hors de la circulation.* » .

10. Il s'agit de l'ensemble des services de la Banque Centrale et pas seulement l'impression des billets de banque.

11. Selon Aglietta et Orléan (2002, p. 104) : « *La confiance méthodique est fondée sur la routine ou la tradition, elle procède de la répétition des actes qui mènent les échanges à bonne fin et les dettes privées à leur règlement. Ce type de confiance exprime une dimension sécuritaire par adhésion commune à la règle expliquée.* » Théret (2007b, pp. 44-45) souligne que la confiance méthodique est liée aux instruments de paiements alors que la confiance éthique est liée à l'unité de compte : « *On peut alors considérer que ce qui différencie ces deux formes de confiance est que la confiance méthodique concerne les moyens de paiement tandis que la confiance éthique est attachée au système de compte.* » .

3.2. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 1 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1919-1924)

sciemment contre-révolutionnaires, — d'accepter la « monnaie blanche ». » Il y a là une crise de « confiance éthique¹² » qui va se répercuter sur la « confiance hiérarchique¹³ ». En Hongrie, les autorités monétaires ne sont pas indépendantes du pouvoir révolutionnaire. De ce fait, si le pouvoir est illégitime et remis en cause, les autorités monétaires le seront aussi. Ainsi, l'absence de confiance éthique débouche sur une perte de confiance hiérarchique, d'où une crise de confiance méthodique. Cette dernière s'est accentuée du fait de la détérioration continue de la confiance hiérarchique qui s'explique par l'incapacité des autorités monétaires à assurer la stabilité et la qualité des couronnes blanches.

Afin d'éviter l'éviction de la couronne blanche, les révolutionnaires prennent deux mesures phares ; ils interdisent le cours légal de la monnaie concurrente, c'est-à-dire la couronne austro-hongroise, considérée désormais comme une devise étrangère (Varga, 1922). La seconde mesure est « *la peine de mort* » dans le but d'obliger les agents économiques à accepter la couronne blanche : « *Issue of money in the name of the Soviet government did not succeed, even when the death penalty was threatened for people who refused acceptance.* » (Dornbusch, 1992, p. 410). Malgré ces mesures prises par les Bolchéviques, la monnaie blanche a fait l'objet de rejet par une grande partie de la population, signe d'un rejet de l'autorité politique et monétaire ; il en découle des répercussions sur le plan économique. Ces raisons politiques, institutionnelles et techniques permettent de comprendre comment la monnaie blanche a fait l'objet d'un refus non seulement auprès des agriculteurs, mais aussi auprès d'autres acteurs économiques, notamment les entreprises privées. Le refus de la monnaie blanche dans les paiements a conduit à une concurrence de monnaie pendant la période de révolution. Il y a d'un côté le secteur agricole et les entreprises privées, utilisateurs de monnaie bleue et de l'autre côté le secteur public utilisateur de couronne blanche (Varga, 1922). La contestation de cette dernière finit par gagner le secteur public, car certains agents de l'administration publique exigent la couronne bleue dans les paiements : « *La section des Finances du gouvernement des soviets était quotidiennement assiégée par des députations venant réclamer le paiement en « monnaie bleue ».* » (Varga, 1922,

12. Selon Théret (2007b, p. 25) : « *La confiance éthique enfin relève de l'autorité symbolique du système des valeurs et des normes collectives, qui fonde l'appartenance sociale ; une monnaie dispose d'une confiance éthique dès lors que ses modes d'émission, de distribution et de circulation paraissent assurer la reproduction de la société en tant que communauté d'appartenance, c'est-à-dire dans le respect de ses valeurs et normes constitutives.* ».

13. Selon Théret (2007b, p. 25) : « *La forme hiérarchique de la confiance renvoie quant à elle au fait que la monnaie – la stabilité du système d'unités de compte et de la valeur des moyens de paiement – est garantie par un pouvoir collectif qui lui-même inspire confiance en tant que représentant ou partie prenante d'une souveraineté protectrice.* ».

p. 172)

Le rejet de la monnaie blanche a provoqué une instabilité de change entre les deux unités monétaires concurrentes. À ce sujet, Varga (1922, p. 174) soutient que : « *Pour les paiements à faire à l'Etat, les particuliers se servaient des nouveaux billets parvenus entre leurs mains. Dans les paiements aux paysans, les exploitations et les membres du régime étatiste devaient, sauf menace directe de la puissance publique, s'acquitter en "monnaie bleue". L'employé de l'Etat, par exemple, recevait son traitement en "monnaie blanche"; il pouvait avec cet argent payer son logement et tous les produits réglementés par l'Etat, mais il ne pouvait pas, avec cet argent, obtenir d'un paysan un seul œuf. Comme la balance commerciale et financière était favorable aux particuliers par rapport à l'Etat, parce que l'Etat achetait aux paysans plus que les paysans ne pouvaient acheter à l'Etat, toute la "monnaie bleue" s'accumula peu à peu entre les mains des particuliers, et la "monnaie bleue" bénéficia d'une forte prime sur la "monnaie blanche". Cela donna lieu à un commerce, interdit mais florissant, sur les deux sortes de monnaies : à la fin de la dictature, la nouvelle monnaie perdait 50% par rapport à l'ancienne.* » La monnaie utilisée par les agriculteurs permet d'acquérir la plupart des biens, ce qui fait d'elle la principale unité de paiement. Ainsi, la recherche de cette dernière a entraîné une hausse de la demande de monnaie bleue pour les utilisateurs de couronne blanche, ce qui a provoqué une pression sur le marché des changes, d'où une dépréciation du change. Le rapport de force entre les deux groupes est en faveur des agriculteurs puisqu'ils ont un poids considérable dans l'économie hongroise. De ce fait, la couronne bleue s'est imposée comme la principale unité de paiement. L'évolution du taux de change entre les deux unités monétaires domestiques souligne l'importance de la couronne austro-hongroise dans les pratiques monétaires des agents économiques.

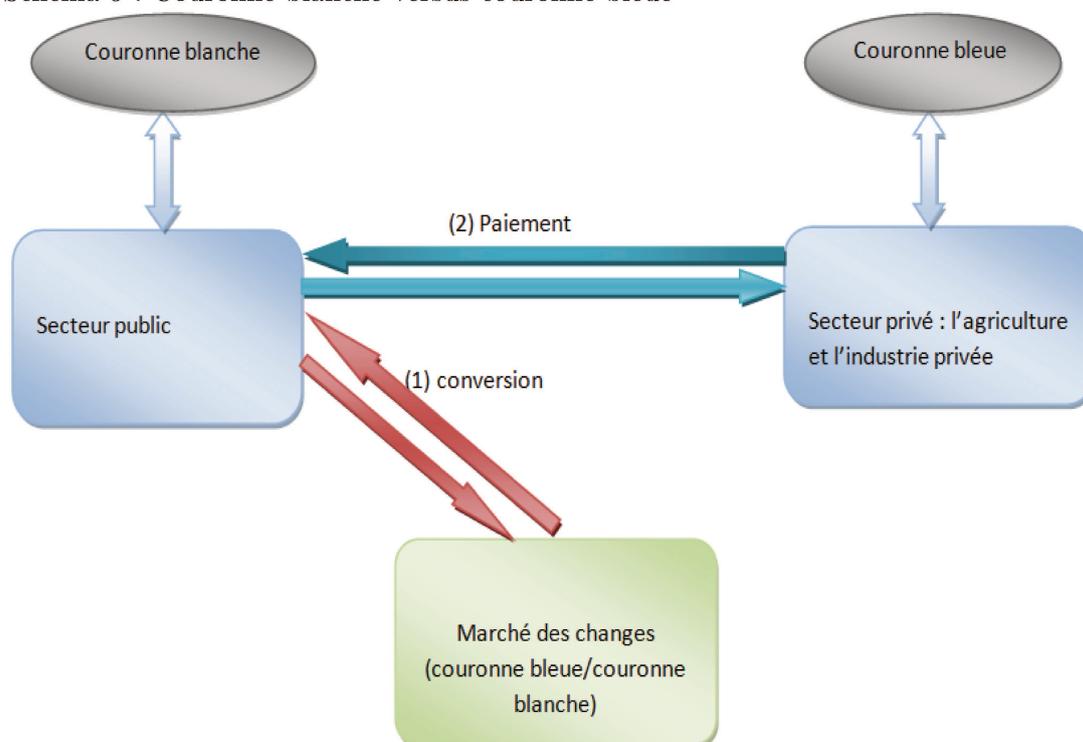
3.2.2. Analyse de l'épisode 1 de l'hyperinflation hongroise de 1919-1920

Caractérisé par une concurrence de monnaies, l'épisode 1 est marqué par une hyperinflation. En effet, la monnaie légale a été rejetée en tant que moyen de paiement par certains groupes socioéconomiques, ce qui s'est traduit par une dépréciation du taux de change entre les deux monnaies concurrentes. Le refus de la monnaie légale n'est pas due à des tensions inflationnistes (détérioration de l'unité de compte), mais à des facteurs d'ordre politique. Cela constitue une des spécificités de cet épisode. L'hyperinflation n'est pas précédée d'une hausse continue des prix ;

3.2. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 1 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1919-1924)

avant l'arrivée des Bolchéviques, le taux d'inflation est faible. Quelques mois après leur arrivée, les prix atteignent des niveaux spectaculaires : « *Between October, 1918 and March, 1919 the devaluation of money slackened to an average monthly 2.24%, in the months April-August, the inflation jumped to 75.58% monthly.* » ((Botos, 2006, pp. 62-63) cité par (Lampland, 2016)). Ainsi, deux éléments permettent d'identifier l'hyperinflation dans cet épisode. Il y a, d'une part, l'utilisation d'une monnaie non légale dans les paiements et d'autre part la dépréciation du taux de change. La coexistence de ces deux unités monétaires domestiques a modifié les conditions d'échange, car la couronne bleue constitue la principale unité de paiement alors que la couronne blanche est un moyen de paiement qui a une utilisation limitée. Dans ces conditions, les échanges entre utilisateurs de couronne bleue et ceux de couronne blanche ne se font pas directement ; cela nécessite une transformation des unités de monnaie blanche avant de procéder à l'échange. C'est ce qu'illustre le schéma 9 où le marché des changes constitue le lien entre les différents acteurs économiques : les échanges de biens et services puis le système de prix sont perturbés par cette concurrence de monnaie.

Schéma 9 : Couronne blanche versus couronne bleue



Source : construction personnelle

3.2. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 1 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1919-1924)

En Hongrie, les pratiques monétaires ne sont pas homogènes. D'un côté, il y a une monnaie concurrente (couronne bleue) inspirant confiance et de l'autre côté la monnaie légale (couronne blanche) disposant d'une confiance limitée. Dans ces conditions, les deux unités de monnaies n'auront pas le même pouvoir d'achat ; sur le marché des changes le rapport d'échange entre les deux unités monétaires concurrentes est différent de l'unité, ce qui signifie que pour une quantité donnée de biens, les prix en couronne blanche et en couronne bleue ne vont pas être identiques. L'idée ici, c'est d'expliquer la hausse des prix en couronne blanche (la monnaie légale) à travers la dépréciation du change entre les deux unités de monnaie domestique. Ainsi, les prix en couronne blanche augmentent avec la dépréciation du change. Étant donné que le taux de change enregistrait une forte augmentation alors les prix en couronne blanche ont atteint des niveaux spectaculaires. En juillet 1919, le taux d'inflation mensuel (prix en gros) atteint 37,04%, alors qu'il était de 2,02% en février 1919 (graphique 3.1). Cette progression des prix provient en partie de la coexistence de deux unités monétaires concurrentes. En effet, la dépréciation de la couronne bleue fait que pour un bien libellé en couronne bleue, les détenteurs de monnaies blanches (secteur public) déboursent plus d'unités monétaires pour acquérir ce bien auprès du secteur privé. Plus le taux de change est élevé, plus les couronnes blanches déboursées par les agents économiques sur le marché des changes vont être importantes. De ce fait, le même bien coûte plus cher en couronne blanche qu'en couronne bleue ; c'est de cette manière que le taux de change entre les deux monnaies domestiques se répercute sur les prix des biens exprimés en monnaie blanche (schéma 9).

Avec la dépréciation, les prix en monnaie blanche vont s'élever par rapport à ceux en monnaie bleue. Le pouvoir d'achat des agents rémunérés en monnaie blanche baisse progressivement. La période révolutionnaire en Hongrie montre que la monnaie peut être rejetée non pour des raisons économiques, mais pour des raisons politiques. En rejetant la monnaie des révolutionnaires, les agriculteurs rejettent aussi l'autorité des Bolchéviques. La monnaie constitue alors un moyen pour le secteur agricole de remettre en cause le pouvoir politique¹⁴, ce qui s'est traduit par une concurrence de monnaies pendant la période révolutionnaire. Il en résulte un désordre monétaire qui se manifeste non seulement par une dépréciation du change, mais aussi par des tensions inflationnistes — ce qui a nourri le rejet de la couronne blanche, d'où une coagulation du mouvement de contestation.

14. Pour une étude récente sur le lien entre la politique et la monnaie, voir Ould Ahmed (2015) ou Ould Ahmed et Ponsot (2015).

3.2. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 1 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1919-1924)

La coexistence de deux monnaies concurrentes s'est traduite par l'émergence de plusieurs échelles de prix, ce qui a bouleversé le système de prix en Hongrie. Il y a d'un côté des prix en couronne bleue et de l'autre côté des prix exprimés en couronne blanche. Toutefois, cette situation de concurrence monétaire constitue un obstacle aux échanges de biens et services. En Hongrie, le secteur agricole et industriel a un poids économique important. De ce fait, les secteurs ou les zones utilisateurs de couronnes blanches ont un accès limité aux biens et services. C'est le constat fait par Buday (1922, p. 22) : « *Il y eut dans la vie économique une stagnation économique jusque-là ; un déluge de papier-monnaie inonda la place, mais la marchandise disparut et le prolétaire, malgré tout son argent et son pouvoir, fut exposé d'un jour à l'autre à la famine* ». Un constat qui met parfaitement en relief les conséquences sur l'activité économique d'une monnaie dépourvue de confiance collective, ce qui justifie l'assertion de Lelart (1964, p. 255) selon laquelle « *L'État crée la monnaie. La société crée sa valeur* ». En Hongrie, le rejet de la couronne blanche a perturbé non seulement le système des prix, mais aussi les échanges de biens et services, d'où le désordre monétaire observé pendant la révolution Bolchévique.

La fin du règne des Bolchéviques met fin à l'émission des couronnes blanches, mais pas au désordre monétaire puisque la Hongrie a été occupée pendant 3 mois par l'armée roumaine juste après l'éviction des Bolchéviques (Dornbusch, 1992). En mars 1920, les nouvelles autorités monétaires procèdent à l'estampillage¹⁵ des différentes unités monétaires (couronnes blanches et couronnes bleues), le gouvernement profite de cette occasion pour garder la moitié des unités monétaires (estampillées) — en échange les détenteurs recevaient un bon d'État avec un intérêt de 4% (Dornbusch, 1992). Quant aux couronnes blanches, elles ont été échangées par les autorités monétaires pour 25% de leur valeur faciale¹⁶. L'objectif majeur de ces mesures est de résorber à la pluralité de monnaies qui existe depuis la révolution Bolchevique de sorte à doter la Hongrie d'une seule unité monétaire.

L'instabilité politique qui a régné en Hongrie au lendemain de la Première Guerre mondiale a

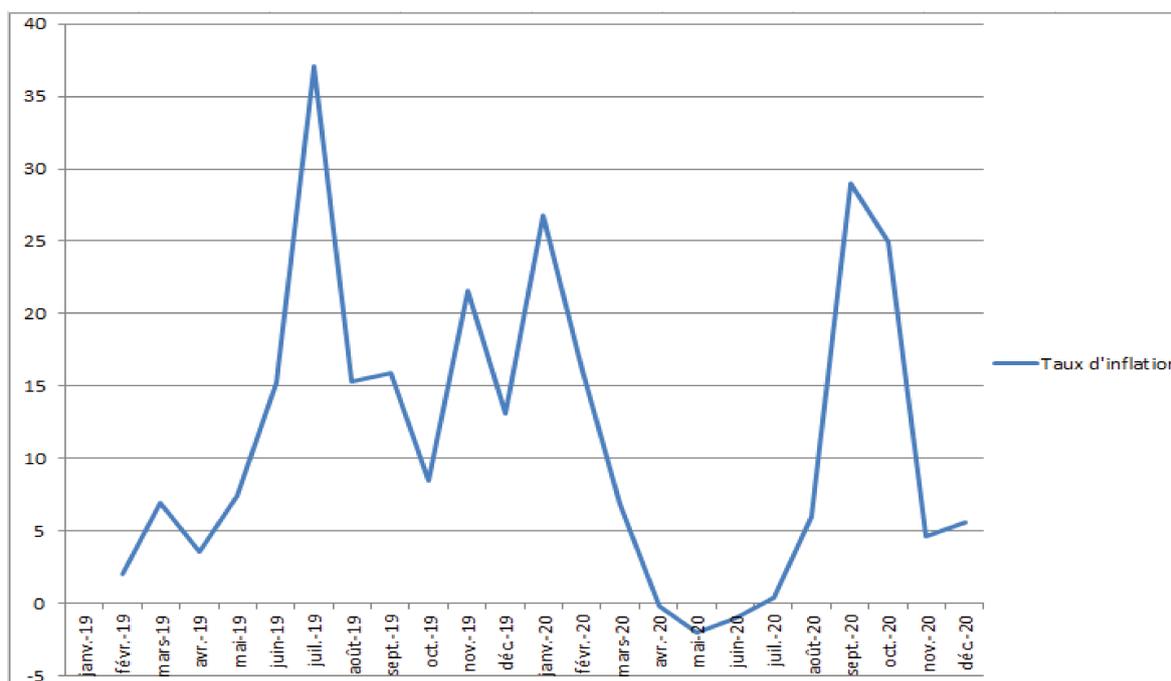
15. Cette technique consiste à apposer un timbre sur les couronnes austro-hongroises en circulation en Hongrie, ce qui permettra de faire une distinction entre les couronnes austro-hongroises en circulation dans les autres pays.

16. « *First, the Bolshevik regime had had access to the plates for printing 1 and 2 crown Austro-Hungarian banknotes, and used them to print what was known as 'counterfeit money'. (These were eventually honoured by the government at par, while the larger denomination 'white notes', printed on white paper under their own authority by the Bolsheviks, were redeemed at 25 per cent of face value. Dornbusch says they lacked the blue paper used for Austrian notes and used white paper : 'Issue of money in the name of the Soviet government did not succeed, even when the death penalty was threatened'.)* » (Chown, 2003, p. 140).

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

conduit à près d'un an de désordre monétaire. En mars 1920, la Hongrie renoue avec la stabilité politique, ce qui a permis de restaurer l'ordre monétaire, mais cette stabilité monétaire sera de courte durée. Face aux contraintes internes et externes, les nouvelles autorités vont prendre des décisions qui vont être contestées par les secteurs agricoles et industriels, ce qui va occasionner à nouveau des désordres monétaires.

Graphique 3.1 – L'évolution du taux d'inflation mensuel (prix en gros) en Hongrie entre 1919 et 1920



Source : Données de Boross (1984), construction personnelle¹⁷

3.3. Faits stylisés et analyse de l'épisode 2 de l'hyperinflation hongroise (1921-1924)

Dans cette section, nous insistons sur la réforme financière de 1921 et ses conséquences sur le plan économique. Dans un premier temps, nous montrons comment cette réforme a conduit à une dépréciation du change et un ralentissement de l'activité économique. Dans un second temps, nous insistons sur l'importance des pratiques monétaires parallèles qui ont consisté en l'utilisation d'une monnaie étrangère dans le compte et dans les paiements.

17. Le taux d'inflation a été calculé à partir des données sur les prix en gros.

3.3.1. Les conséquences économiques du Traité de Trianon

Le Traité de Trianon signé par plusieurs pays a consisté à l'amputation de la Hongrie, ce qui a affaibli son potentiel de production. En effet, l'activité économique baisse après le Traité de Trianon ; la valeur de la production agricole passe de 4,695 milliards de couronnes-or à 1,839 milliards de couronnes-or, soit une baisse de 60,83%. La production industrielle chute de 51,47%, et le revenu national net baisse de 60,34%. Le tableau 3.1 nous montre à quel point l'économie hongroise a été fragilisée par le Traité de Trianon.

Tableau 3.1 – La production nationale hongroise après le Traité de Trianon

	Royaume de Hongrie (millions de couronnes-or)	Hongrie mutilée (millions de couronnes-or)
Agriculture	4695	1839
Industrie	1694	822
Commerce et communications	722	300
Créances sur l'étranger	178	39
Revenu national brut	7289	3000
Dette à l'étranger	581	340
Revenu national net	6708	2660

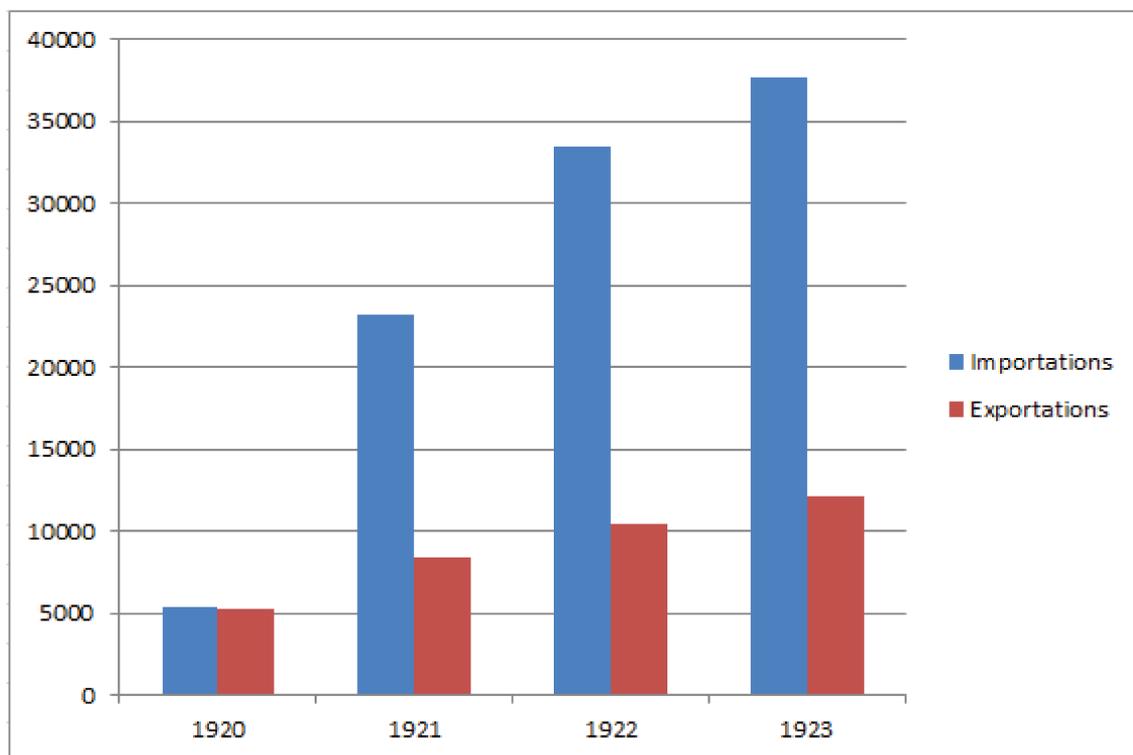
Source : Fellner (1924b)

La baisse de la production nationale va avoir des effets néfastes sur le commerce international. Le graphique 3.2 fournit l'évolution du volume d'importation et d'exportation en Hongrie entre 1920 et 1923. On s'aperçoit que le volume des importations a fortement augmenté par rapport à celui des exportations. Le volume des importations a augmenté de 330% en 1921 alors que les exportations n'ont progressé que de 60,3% (graphique 3.2), d'où un important déficit commercial entre 1920 et 1923. Par exemple en 1922, les biens de consommation finale représentent plus de la moitié du volume des biens importés, soit 58,75% (Fellner, 1924a). Cette forte progression des importations de biens met en exergue une insuffisance de la production nationale en Hongrie. Les importations de biens constituent alors le moyen de combler le déficit de production¹⁸.

18. Pour des détails sur l'évolution du solde commercial de la Hongrie, voir Szaboky (1923).

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

Graphique 3.2 – L'évolution des importations et des exportations (en milliers de quintaux et de pièces) en Hongrie entre 1920-1923



Source : Données de Mitzakis (1925), construction personnelle

Au lendemain de la Première Guerre mondiale, la Hongrie hérite d'une énorme dette du fait de l'instabilité politique et des réparations issues du Traité de Trianon (Mitzakis, 1925). Cette dette va fortement progresser au fil des années. La dette intérieure¹⁹ a été multipliée par 8,08 et la dette extérieure²⁰ par 11,43 entre 1920 et 1923. L'explosion de la dette extérieure peut être due à deux facteurs essentiels. D'une part, il y a l'important déficit commercial enregistré entre 1920 et 1923 dû à la baisse de la production nationale. Cela a réduit les devises nécessaires aux règlements de la dette extérieure. D'où une forte accumulation de la dette extérieure pendant cette période. D'autre part, il y a l'échec du programme de réforme financière menée en 1921. Celle-ci n'a pas permis de dégager les ressources nécessaires au fonctionnement de l'économie. Par conséquent, l'endettement constitue un recours pour le financement de l'économie hongroise ; d'où une forte hausse de la dette en 1922 et 1923.

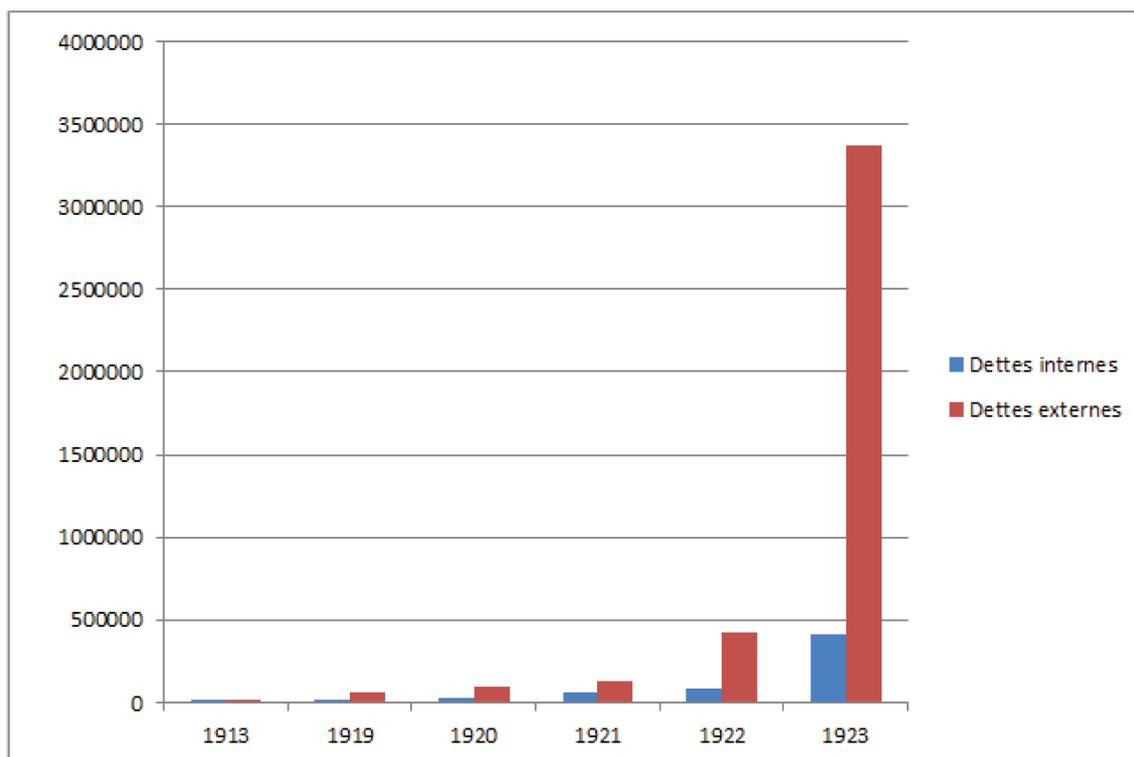
19. La dette intérieure hongroise est la dette contractée par l'État hongrois auprès des acteurs économiques résidents.

20. La dette extérieure hongroise est la dette contractée par l'ensemble des acteurs économiques hongrois (y compris l'État) auprès du reste du monde.

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

Par ailleurs, la dépréciation du change enregistrée entre 1921 et 1923 permet de comprendre l'augmentation de la dette extérieure pendant cette période. En effet, une dépréciation de la monnaie domestique signifie qu'il faut plus d'unité de monnaie nationale pour acquérir une unité de monnaie étrangère. Ainsi, la valeur de la dette extérieure exprimée en couronne augmente.

Graphique 3.3 – L'évolution de la dette hongroise (en millions de couronnes)



Source : Données de Young (1925), construction personnelle

Le tableau 3.2 met en relief l'état des finances publiques après la Première Guerre mondiale ; les finances publiques se sont détériorées entre 1920 et 1921. Cela est dû principalement à l'alternance de régime politique intervenue entre 1918 et 1920 (Fellner, 1924b). D'abord, on a « régime de Karolyi » qui a dirigé la Hongrie entre la fin de la Monarchie en octobre 1918 et la prise du pouvoir des Bolchéviques en mars 1919 ; ce régime a dépensé près de 4,8 milliards de couronnes alors qu'elle n'a récolté que 400 millions de couronnes de recettes publiques (Pasvolsky, 1972). Quant aux Bolchéviques, ils ont dépensé 4,889 milliards de couronnes alors que les recettes publiques sont estimées à 473 millions de couronnes (Pasvolsky, 1972). À cela, il faut ajouter les coûts liés à l'occupation roumaine : « L'occupation roumaine a causé à l'État, en prenant pour base le cours moyen de la couronne en août 1919 : 11.5 à 11.75 centimes, un dommage

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

de 24,438 milliards de couronnes. » (Fellner, 1924b, p. 51). Malgré le retour à l'ordre politique en mars 1920, le déficit budgétaire n'a cessé d'augmenter (tableau 3.2). Vu la contraction de la production, cette hausse des dépenses publiques a entraîné une hausse de la demande extérieure, d'où l'augmentation du volume des biens importés. Il en résulte une dégradation du solde commercial et l'apparition d'un déficit jumeau, qui s'est accentué entre 1921 et 1924. Comme nous pouvons le constater, l'instabilité politique a contribué à la détérioration des finances publiques hongroises. Celles-ci se sont détériorées entre 1919 et 1920. Par ailleurs, la production intérieure se trouve réduite après la signature du Traité de Trianon. C'est dans ce contexte que les autorités décident de mettre en œuvre une réforme financière visant à engranger les ressources nécessaires à la relance de l'activité économique. Cette réforme, loin d'apporter la stabilité, va contribuer à l'effondrement de la monnaie hongroise.

Tableau 3.2 – Les finances publiques de la Hongrie entre 1917 et 1924

Année	Recettes	Dépenses	Solde budgétaire (milliers de couronnes)
1917-1918	3469000	3443000	26000
Février - juin 1920	1950000	4749000	-2799000
1920-1921	10521000	20211000	-9690000
1922-1923	152802	193455	-40653
1923-1924	2168140	3307099	-1138959

Source : Données de Young (1925), construction personnelle²¹

3.3.2. Réforme financière, « fuite devant la monnaie » et dépréciation du change

Pour comprendre l'instabilité persistante du change entre 1921 et 1924, nous mettons en avant les facteurs d'ordres financiers et économiques qui ont affecté l'offre et la demande de devise. En premier lieu, il y a la réforme financière hongroise menée en 1921 ; cette réforme menée par Roland de Hegedus, ministre des Finances à l'époque mérite une attention particulière, au regard de sa particularité et des conséquences que celle-ci a pu produire. En effet, l'objectif de cette réforme est d'engranger le maximum de ressources nécessaires pour financer les dépenses publiques sans avoir recours à la « planche à billets » (Mitzakis, 1925). Pour ce faire, les autorités

21. Pour obtenir le déficit budgétaire, nous avons soustrait les dépenses des recettes.

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

s'orientent vers les revenus et les avoirs des agents économiques déposés dans les établissements bancaires. Ainsi, tous les dépôts dans les comptes courants et d'épargnes ont été imposés ; cet impôt est de 5% pour les montants supérieurs à 1000 couronnes et de 20% pour les montants supérieurs à 100000 couronnes (Mitzakis, 1925). Telle est la principale caractéristique de la réforme financière hongroise. Nous nous proposons d'analyser successivement l'impact de cette réforme sur le paysage politique et social puis sur le plan économique et monétaire.

Il est important de mentionner que cette réforme financière n'a pas l'adhésion de tous les groupes socioéconomiques. Le secteur agricole²² lance le mouvement de contestation : « *Les agrariens hongrois n'ont pas cessé de battre en brèche le système devant le Parlement, et ce qui est infiniment plus grave, ils ont opposé au recouvrement de l'impôt une résistance passive générale contre laquelle le fisc s'est trouvé impuissant.* » (Bulletin Quotidien d'Information Économique, 1922, p. 2). Ce constat met en lumière l'absence d'un compromis politique en Hongrie nécessaire à la stabilité économique et monétaire. Le projet de réforme est rejeté par les agriculteurs ; ces derniers refusent tout compromis avec le gouvernement. Il s'en suit des tensions politiques autour du programme financier ; cette contestation des agriculteurs compromet la réussite de la réforme financière, et ce d'autant plus qu'ils sont rejoints par d'autres secteurs économiques.

La contestation gagne les autres secteurs de l'économie tels que l'industrie et le commerce. La défiance des différents secteurs de l'économie à l'égard de la ligne politique du gouvernement entraîne d'importants déséquilibres sur le plan économique, notamment sur le marché de change : « *Devant les efforts des agrariens pour faire abroger la loi fiscale, les autres groupements économiques réclament le remboursement intégral des sommes qui leur ont été demandées à ce titre. Les batailles politiques les plus âpres se livrent sur ce terrain fiscal, et l'on peut imputer à M. Hegedus, cette tournure que prennent les luttes de parti, car lorsque les impôts atteignent un poids excessif, il est indispensable qu'ils soient administrés par un gouvernement fort et stable, sinon ils deviennent la rançon des partis vaincus.* » (Bulletin Quotidien d'Information Économique, 1922, p. 2). Ce constat est partagé par Mitziakis (1925, p. 159) : « *Devant l'attitude des milieux agricoles, le commerce (déjà éprouvé par une taxe sur le chiffre d'affaires de 3%) et l'industrie ont réclamé le remboursement des sommes qu'ils avaient payées au titre du nouvel impôt. Tout ce désordre s'est traduit dans le domaine politique par des violences et des luttes parlementaires qui ont préparé au dehors la hausse inverse des changes étrangers.* »

22. Vu l'ampleur de la contestation, il semble que ce sont les grands propriétaires terriens qui ont lancé le mouvement de contestation.

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

Orchestrée par les agriculteurs, la contestation gagne les autres secteurs et devient générale. Les tensions politiques s'exacerbent ; la démission du ministre des Finances en août 1921, principal artisan de cette réforme, souligne l'ampleur des tensions politiques et la forte mobilisation contre ce programme financier : la légitimité de ce gouvernement est remise en cause. Ce faisant, ces tensions politiques vont se traduire sur le plan monétaire par une perte de confiance dans la couronne. Les pratiques financières vont être orientées vers une devise étrangère. Dès lors, la demande des devises augmente, ce qui entraîne un choc sur les marchés des changes au second semestre de l'année 1921. Ainsi, les tensions politiques et sociales tout en détériorant la confiance dans les autorités, vont contribuer à la hausse de la demande de devise, ce qui va conduire à une dépréciation du change.

Les facteurs spécifiques au pouvoir d'achat des agents économiques sont tous aussi importants pour mettre en relief cette série de dépréciation de change enregistrée en Hongrie. Il s'agit principalement du poids des impôts sur les avoirs des agents économiques. En effet, pour éviter une baisse de leurs avoirs, les agents économiques ont non seulement retiré leurs avoirs des banques, mais ils les ont convertis en monnaies étrangères : *« Devant la menace de l'impôt, les milieux agricoles ont opéré le retrait presque total de leurs dépôts dans les banques. L'évasion des capitaux, leurs transformations en monnaies étrangères et une thésaurisation intense ont aussi préparé la pénurie ultérieure des liquidités et crédits et la grande crise économique de 1923-1924. »* (Mitzakis, 1925, pp. 159-60). Ces pratiques financières parallèles des acteurs économiques ont des impacts sur le marché des changes et sur l'activité économique.

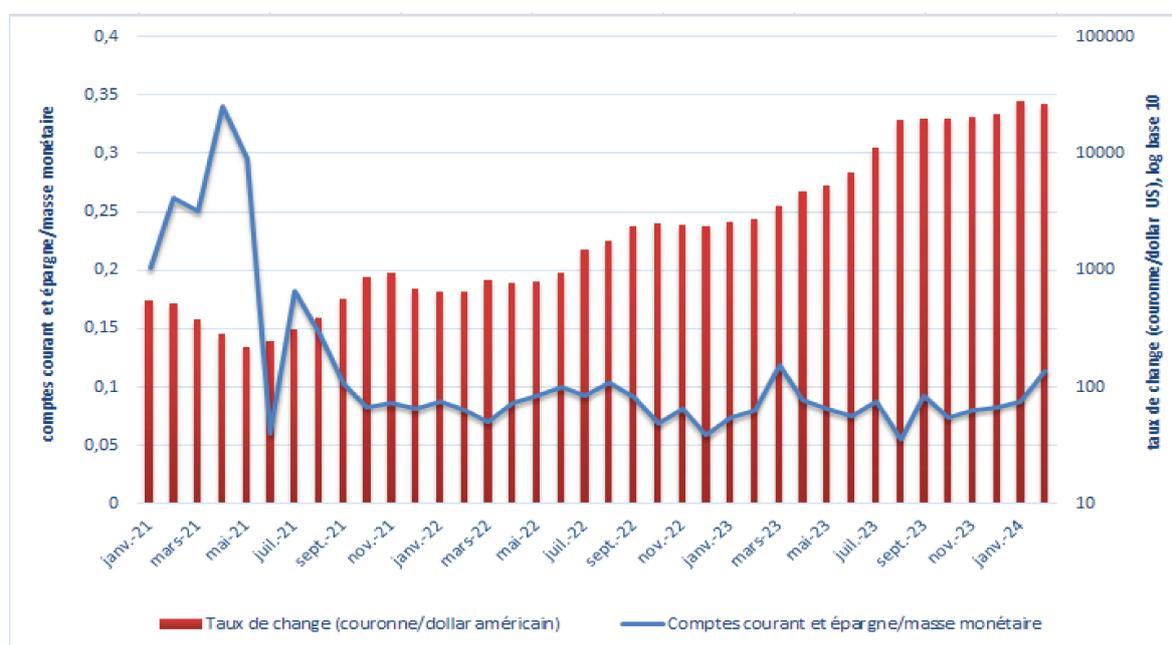
La conversion des couronnes en devises va provoquer des demandes de monnaies étrangères ; celles-ci vont être utilisées dans l'épargne des acteurs économiques, ce qui va déboucher sur une pression sur les marchés des changes. Dès lors, le taux de change va augmenter considérablement ; le graphique 3.4 illustre la relation entre fuite devant la monnaie et dépréciation du change. Les avoirs disponibles dans les comptes courants et d'épargnes baissent par rapport à la masse monétaire totale. Ceux-ci ont fluctué autour de 10% de la masse monétaire totale entre septembre 1921 et janvier 1924. Les groupes socioéconomiques, notamment les agriculteurs, se sont servis du marché des changes pour se débarrasser de leurs unités de couronne, ce qui a entraîné une dépréciation du taux de change. Le cours du change est passé de 247 couronnes pour un dollar américain en juin 1921 à 944 en novembre 1921 ; c'est le début d'une longue série de dépréciation de la monnaie domestique.

Cette fuite devant la couronne, matérialisée par une baisse des dépôts bancaires, a aussi

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

contribué au ralentissement de l'activité économique. En effet, les retraits bancaires dus à la réforme financière ont réduit les dépôts. L'insuffisance de ces deniers rend difficile les prêts bancaires, ce qui va entraîner une baisse des crédits octroyés par les banques : « *L'impôt sur le capital n'a pas été seulement un échec au point de vue des recettes du Trésor, il a provoqué de la part des populations agricoles menacées un retrait complet de leurs dépôts dans les banques et une thésaurisation intense [...] Or l'économie d'un pays moderne ne peut se passer de crédit bancaire, et toute la vie du commerce et de l'industrie hongroise se trouve littéralement arrêtée par le manque d'argent disponible.* » (Bulletin Quotidien d'Information Économique, 1922, p. 3). Il en résulte un ralentissement de l'activité économique, ce qui va déboucher sur une désorganisation de la production nationale. La remise en cause de la réforme financière engendre donc, par ses effets d'entraînement, une série de dépréciation du change et une désorganisation de la production.

Graphique 3.4 – L'évolution du taux de change, du rapport des dépôts bancaires (comptes courants et épargnes) par rapport à la masse monétaire totale en Hongrie entre 1921 et 1924



Source : Données de Young (1925) et Mitzakis (1925), construction personnelle²³

L'impôt sur les avoirs des agents économiques, les tensions politiques et sociales permettent

23. La masse monétaire totale est composée des dépôts bancaires (comptes courants et épargnes) plus la masse monétaire en circulation. Les données sur les dépôts et la masse monétaire proviennent de Young (1925). Les données sur le taux de change sont issues de Mitzakis (1925).

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

de comprendre en grande partie la dépréciation qui a eu lieu au premier semestre de l'année 1921. Toutefois, il est important de mentionner d'autres facteurs économiques relatifs aux échanges extérieurs et aux transactions internationales. Notons avec Fellner (1924a) que le déficit des comptes extérieurs s'élève à 293,56 millions de couronnes-or, avec un déficit commercial de près de 214 millions de couronnes-or. En 1923 et en 1924, le solde des comptes extérieurs reste toujours négatif, mais baisse par rapport à celui de 1922. De même, le solde commercial reste négatif entre 1923 et 1924 (tableau 3.3). Puisque les devises sont nécessaires pour l'importation des biens et services, le déficit commercial s'est traduit par des sorties de devise, ce qui a entraîné des pressions supplémentaires sur le marché des changes. Quant aux réserves de devise, celles-ci restent insuffisantes du fait de la faiblesse du niveau des exportations et des entrées de capitaux à l'exception de l'année 1924 où la Hongrie obtient un prêt international de près de 250 millions de couronnes-or²⁴. Deux facteurs ont entraîné la hausse de la demande de devise en Hongrie. Il y a d'abord les facteurs d'ordre économique, c'est-à-dire l'achat d'importants volumes de biens importés. Ensuite, il y a les pratiques financières parallèles des agents économiques qui se sont traduites par l'utilisation des devises dans l'épargne. Du côté de l'offre de devise, il y a la faible entrée des devises due à la dégradation du solde commerciale.

Tableau 3.3 – L'évolution de la balance des comptes de la Hongrie entre 1923 et 1924 (en millions de couronnes-or)

	1923			1924		
	Crédit	Débit	Balance	Crédit	Débit	Balance
Marchandises	339,1	428,1	-89	575,6	706,9	-133
Lingots, espèces et billets	7,1	0,1	6	1,1	0,3	0,8
Mouvements des capitaux	37,1	24,7	12,4	275,4	179,7	95,7
Intérêts et dividendes	6,6	2,2	4,4	9,4	23,2	-13,8
Divers	38	33	5	42,3	29,9	12,4
Totaux	427,9	488,1	-60,2	903,8	940	-36,2

Source : Données²⁵ de Société des Nations (1926)

24. Voir Fellner (1925) sur la question du prêt international accordé à la Hongrie.

25. Les crédits sont les entrées de devises alors que les débits sont les sorties. La balance est la différence entre les crédits et les débits. Par exemple, pour les marchandises, les crédits constituent les exportations alors que les débits constituent les importations ; la balance désigne le solde commercial.

3.3.3. Analyse de l'épisode 2 de la crise monétaire hongroise de 1921-1924

Dans cet épisode, la couronne va d'abord être rejetée dans sa dimension de réserve de valeur, ce qui va engendrer une série de dépréciation du taux change. Cette dépréciation va, à son tour, alimenter la hausse des prix en Hongrie, ce qui va déboucher sur les pratiques monétaires telles que l'utilisation d'une monnaie étrangère dans le compte et dans le paiement.

• *De la hausse des prix à la détérioration de l'unité de compte domestique (1921-1923)*

L'idée développée précédemment est que la fuite devant la couronne a entraîné une dépréciation du change et un ralentissement de l'activité économique provoquant ainsi des tensions inflationnistes. Deux facteurs sont essentiels pour comprendre le déclenchement des prix en Hongrie. Il s'agit de la hausse des coûts liés à l'importation des biens (dépréciation du change), et de l'insuffisance de la production nationale. Nous avons souligné plus haut la forte progression des importations de biens en Hongrie entre 1921 et 1923. Or pendant cette période, la Hongrie enregistre des dépréciations continues de son taux de change. Ce faisant, les coûts liés à l'importation des biens et services augmentent, d'où une hausse des prix intérieurs²⁶. Ainsi, le paysage économique hongrois est marqué par une insuffisance de production, et surtout par une hausse des coûts de production. Cela explique les tensions inflationnistes enregistrées en Hongrie à partir du second semestre de l'année 1921. Dans cette phase marquée par une forte propension à importer, le lien entre le taux de change et les prix s'explique via la hausse des coûts des biens importés. Toutefois, la forte hausse des prix observée entre juin 1922 et février 1924 ne peut être liée uniquement à la baisse de la production et à la hausse des coûts à l'importation. Il est donc important de tenir compte de la présence de certaines pratiques monétaires.

La hausse des prix qui s'est amorcée depuis juin 1921 n'est pas sans conséquence sur la stabilité de l'unité de compte. En effet, cette dernière s'est détériorée avec l'augmentation continue des prix. Ainsi, la capacité de la couronne à évaluer correctement les grandeurs économiques est remise en cause. La hausse durable des prix fragilise la cohérence des prix relatifs, d'où une instabilité de l'unité de compte. De ce fait, les agents économiques développent d'autres pratiques

26. Mitzakis (1925) aboutit au même résultat dans son analyse de l'hyperinflation hongroise.

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

monétaires. En Hongrie, des monnaies étrangères ou des biens vont être utilisés comme unité de compte, notamment dans les opérations de prêts (Fenyo, 1923). De même, dans la fixation des prix, les agents économiques préfèrent utiliser des devises ou des biens en lieu et place de la couronne. De tels constats ont été faits par (Mitzakis, 1925, p. 176) : « *Les prix en blé, couronne or, dollar se généralisaient de plus en plus* ». Ces faits témoignent d'un rejet de l'unité de compte domestique et officielle, qui est abandonnée au profit des monnaies étrangères et des biens. L'abandon de la monnaie domestique par les agents économiques apparaît alors comme le signe d'une crise de souveraineté monétaire²⁷.

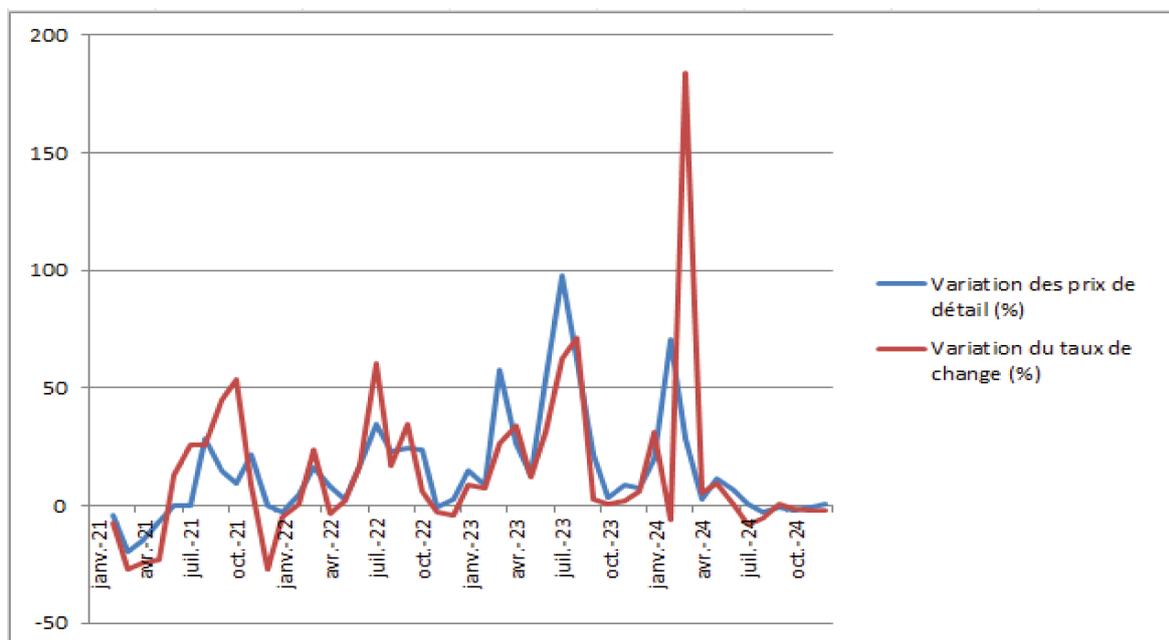
Les pratiques d'indexation ont des répercussions sur les prix intérieurs, car ces derniers suivent le cours du change. Or ce contexte est marqué par une dépréciation continue du taux de change. Ce faisant, le rythme de croissance des prix augmente. Le taux d'inflation mensuel atteint 97,9% en juillet 1923 (graphique 3.5). Graphiquement, on observe une forte sensibilité entre le taux de change et les prix à partir d'avril 1922 (graphique 3.5). Cette forte sensibilité entre ces deux variables atteste de la présence de phénomène d'indexation en Hongrie : les prix suivent l'évolution du change. Le lien entre les prix et le taux de change dans ce contexte de rejet de l'unité de compte est différent de celui généralement observé et mis en avant précédemment. Ainsi, lorsque l'unité de compte est rejetée, le lien entre le taux de change et les prix s'explique doublement²⁸.

27. Voir à ce sujet Théret (2007a,b) sur les différents types de crises monétaires.

28. Cette question sera traitée dans le chapitre 6.

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

Graphique 3.5 – L'évolution du taux de change et des prix de détails en Hongrie entre 1921 et 1924



Source : Mitzakis (1925) et Young (1925), construction personnelle²⁹

• *Rejet de la couronne hongroise entre 1923 et 1924*

Dans cette section, nous utilisons l'indicateur fourni par Orléan (2007b), c'est-à-dire le rapport (M/P) afin de saisir la trajectoire de l'épisode 2 de la crise monétaire hongroise. D'après les observations du graphique 3.6, la confiance dans la couronne s'est dégradée progressivement à partir de juin 1921. Cela est dû non seulement à des facteurs politiques et sociaux, mais aussi économiques. En effet, la politique financière du gouvernement est la cause principale de la fuite devant la couronne. Les tensions politiques et sociales engendrées par cette réforme ont entraîné un rejet de la monnaie domestique. Graphiquement, cela se traduit par une baisse de masse monétaire réelle (graphique 3.6). D'autres facteurs ont accéléré le rejet de la couronne. Il s'agit de la détérioration de l'unité de compte et de réserve de valeur.

Les pressions inflationnistes se traduisent par une érosion du pouvoir d'achat de la monnaie, ce qui a accéléré les conversions des couronnes en dollar américain. La fuite devant la couronne

²⁹. Le graphique a été construit à partir des données sur des prix de détail, qui sont issues de Young (1925). Les données sur le taux de change sont issues de Mitzakis (1925).

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

s'intensifie, si bien que la dépréciation de la monnaie s'accélère entre 1922 et 1924. Malgré l'instauration en août 1922 d'une institution³⁰ chargée de réguler le marché des changes, la dépréciation du change ne s'estompe pas, au contraire, elle s'accélère. Cela témoigne non seulement d'une démission des autorités hongroises dans la défense de la couronne, mais aussi d'un assèchement des réserves de devise. Pour lutter contre l'utilisation des monnaies étrangères dans les transactions intérieures, deux principales mesures ont été prises par les autorités hongroises. Il s'agit des amendes et des condamnations pénales (Mitzakis, 1925). Malgré ces mesures, la demande de devise augmente ; ce qui témoigne d'un rejet de la monnaie couronne.

Par ailleurs, l'utilisation du dollar américain dans le compte incite les acteurs économiques à détenir les moyens de paiement ayant la même unité la monnaie concurrente. Dans certains cas, les transactions se réalisent directement dans une unité de paiement étrangère. Les acteurs économiques recherchent de plus en plus la monnaie étrangère et l'utilise comme unité de paiement d'où une hausse de la demande de devise. Mitzakis (1925, p. 120) fait état d'un rejet de l'unité de paiement domestique entre la fin de l'année 1923 et le début de l'année 1924 : *« Cette pratique apparaît à un stade d'inflation déjà avancé, en l'espèce, on a pu l'observer en Hongrie dans le premier semestre de 1923 et de 1924. Elle a consisté d'abord à majorer tous les prix de gros et de détail d'un coefficient représentant les risques de dépréciation à venir, puis à relever continuellement les conditions d'achat et de vente des denrées suivant les à-coups observés dans la cote de change. Dès que la vitesse de dépréciation monétaire a commencé à rendre ces hausses vaines, les transactions en devises appréciées, céréales, etc., ont fait leurs apparitions. »*

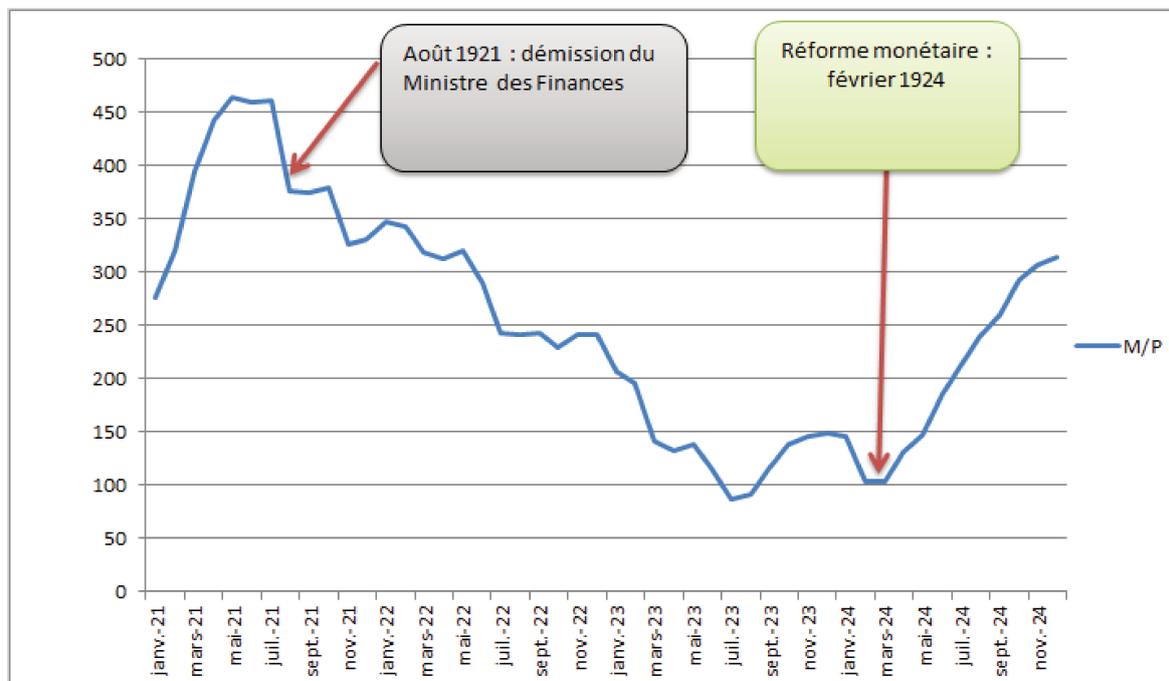
Après les pratiques d'indexation sur le cours de change, les acteurs économiques ont utilisé des unités de monnaie étrangère dans les paiements. Elles se poursuivent jusqu'en début d'année 1924 : *« La crise de février 1924 avait fait perdre toute confiance au public dans la monnaie nationale et des transactions importantes se traitaient couramment depuis cette époque en sokols, en blé, et en dollar. »* (Mitzakis, 1925, p. 280). L'étude de cet épisode 2 met en évidence le rejet de la couronne ; autrement dit, des unités de paiement étrangères et des biens ont été utilisés dans les transactions intérieures. L'utilisation de devises dans les paiements s'est traduite par une forte demande de devise, ce qui a nourri la crise de change. Cette fuite devant la monnaie s'observe à travers une baisse de la masse monétaire réelle (graphique 3.6). Face à cette crise de souveraineté monétaire, les autorités hongroises mettent en place une réforme monétaire et financière afin de restaurer la couronne. C'est ainsi qu'une nouvelle unité de compte est mise en

30. Il s'agit de la Centrale des devises, voir à ce sujet Mitzakis (1925).

3.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2 DE L'HYPERINFLATION HONGROISE (1921-1924)

place en février 1924 : la sparkrone³¹ (Ecker, 1933).

Graphique 3.6 – L'évolution de la masse monétaire réelle en Hongrie entre 1921 et 1924



Source : Données Young (1925), construction personnelle³²

L'action menée par les agriculteurs a été décisive dans la crise monétaire hongroise de 1919-1924. La prise en compte des rapports conflictuels entre le secteur agricole et les autorités politiques est nécessaire pour comprendre la dynamique de cette crise. Deux chocs de grande ampleur ont eu des répercussions majeures sur la couronne. D'abord, un choc politique caractérisé par l'opposition du secteur agricole au pouvoir révolutionnaire. Cette opposition politique s'est traduite sur le plan monétaire par un refus de la monnaie émise par les Bolcheviques. Il s'en suit une concurrence monétaire et une flambée des prix des biens domestiques. Le rejet de la monnaie a été un moyen de rejeter l'autorité des révolutionnaires.

Ensuite, il y a un choc financier qui s'est caractérisé par la contestation du secteur agricole de la réforme financière du gouvernement. Cette réforme a débouché sur des tensions politiques et sociales, d'où une fuite devant la monnaie. Cela a entraîné une désorganisation de la production et une dépréciation des changes. L'effet conjugué de ces deux facteurs a engendré des

31. Sparkrone signifie « couronne-épargne » en français.

32. M est composée de la monnaie en circulation et des dépôts dans les comptes courants et d'épargne. Les prix sont ceux du commerce de détail.

tensions inflationnistes. Ces dernières ont par la suite débouché sur une détérioration de l'unité de compte. Dès lors, des monnaies étrangères, notamment le dollar américain, vont être utilisées comme moyen de paiement et unité de compte. Ces expériences nous amènent à voir que les phénomènes hyperinflationnistes peuvent être saisis à travers les pratiques monétaires des acteurs économiques, c'est-à-dire l'emploi d'une unité monétaire étrangère dans le compte et dans le paiement par un groupe socioéconomique. Ces pratiques peuvent conduire à l'abandon total de la monnaie légale. Afin de restaurer cette dernière, les autorités hongroises procèdent à la mise en place d'une réforme monétaire.

3.4. La sparkrone et la restauration de la monnaie hongroise

La stabilisation de la crise hongroise n'a pas consisté qu'en l'introduction de la sparkrone³³ ; le projet de stabilisation comporte d'autres points dont la création d'une Banque Centrale indépendante, une réforme fiscale et surtout l'aide internationale. La Hongrie a bénéficié d'un emprunt international qui a permis de stabiliser les comptes extérieurs ; cet emprunt s'élève à près de 250 millions de couronne-or (Fellner, 1925). Ce soutien financier international a augmenté les réserves de change nécessaires à la stabilisation du change et à l'importation de biens et services. Cette aide a permis de réduire le déficit des comptes extérieurs. En effet, le solde de la balance des comptes extérieurs est passé de -60,2 à -36,2 millions de couronnes-or entre 1923 et 1924 (tableau 3.3). Le compte des capitaux a été crédité de 275,4 millions de couronnes-or en 1924 alors qu'il était de 37,1 millions de couronnes-or en 1923 (tableau 3.3). Toutefois, la restauration monétaire a consisté aussi en l'introduction d'une nouvelle unité de compte : la sparkrone le 20 février 1924 (Varga, 1924). Cet aspect de la réforme mérite une attention particulière. Dans cette section, nous mettons en lumière les fondements économiques et sociopolitiques de cette réforme monétaire.

33. En Russie, après la Première Guerre mondiale, une monnaie parallèle le chervonetz a été introduit par les autorités en vue de stabiliser la crise monétaire. À la différence de la sparkrone, le chervonetz existe sous forme physique. Voir à ce sujet Nenovsky (2006b, 2015) ou Despres (1980) sur les fondements du chervonetz.

3.4.1. La sparkrone : fondements économiques et fonctionnement

La sparkrone ou la thrift-crown est une monnaie-index, c'est-à-dire une unité de compte indexée sur la couronne. Elle ne circule pas sous forme de billet et de pièce dans l'économie. Autrement dit, la thrift-crown est immatérielle. Sur le plan économique, la sparkrone apporte une garantie aux agents économiques. En effet, dans les opérations de prêts, la hausse continue des prix défavorise les banques, en l'occurrence celles qui sont engagées dans les activités de prêts. Il est plus intéressant d'emprunter dans un contexte inflationniste, car la valeur réelle de l'emprunt a tendance à baisser ; il en est de même pour la valeur des dettes dans un environnement inflationniste. De ce fait, la fonction première de la sparkrone, selon Varga (1924), est de faciliter les relations économiques entre les agents économiques notamment entre les débiteurs et les créanciers en leur proposant une unité de compte stable. Comme la valeur réelle du prêt reste constante dans le temps, la demande de monnaie à des fins spéculatives³⁴ va être réduite. De la même manière, les impôts et taxes vont être exprimés dans une unité de compte stable (la sparkrone), le règlement se fait en couronne sur la base du taux de change en vigueur entre les deux unités de monnaie. Ce faisant, la valeur réelle des recettes fiscales va rester constante. C'est en ce sens que la thrift-crown constitue un moyen de lutter contre la spéculation et d'avoir plus de cohérence entre les dépenses et les recettes fiscales (Ecker, 1933).

Le taux de change entre la sparkrone et la couronne est calculé et communiqué quotidiennement en fonction de trois indicateurs : les cours du change à l'extérieur³⁵ et à l'intérieur³⁶, puis les prix de six titres étrangers (Young, 1925; Ecker, 1933). Il est possible d'énumérer quelques avantages liés à l'utilisation d'une unité de compte domestique indexée. La sparkrone permet d'ajuster la valeur de la couronne en fonction du rapport d'échange existant entre deux unités monétaires à l'échéance. Ainsi, si à une période t_1 une dette est évaluée à 5 sparkrones alors celle-ci vaut 7,5 couronnes pour un taux de change de (1 sparkrone = 1,5 couronne). Si à la période t_2 , le taux de change passe à (1 sparkrone = 2 couronnes), alors la dette vaut toujours 5 sparkrones, mais sa valeur en couronne est égale à 10. Sans ce système de correction, le créancier reçoit en t_2 7,5 couronnes pour effacer la dette, alors que grâce au système d'indexation il recevra 10 couronnes. C'est de cette manière que la thrift-crown offre une garantie aux acteurs économiques. Cette nouvelle unité de compte du fait de sa stabilité garantit aux agents économiques

34. Il s'agit notamment de la spéculation sur le marché des changes.

35. Il s'agit de la valeur de la couronne hongroise à l'étranger à Zurich et à Vienne.

36. Il s'agit du taux de change entre la couronne hongroise et le dollar américain à Budapest.

une stabilité de la couronne dans le temps.

Les grandeurs économiques fixées en sparkrone restent constantes dans le temps ; les salaires fixés dans cette nouvelle unité de compte sont revalorisés automatiquement. L'utilisation de la sparkrone permet de réduire les risques liés à la baisse du pouvoir d'achat de la couronne. De même, lorsque les impôts et taxes sont évalués en sparkrone, cela évite une baisse réelle des recettes fiscales exprimées en couronne, car celles-ci sont revalorisées régulièrement en fonction du cours entre la sparkrone et la couronne. La sparkrone constitue ainsi un gage de stabilité et permet de contrecarrer les effets néfastes de la hausse continue des prix. Il y a donc un intérêt sur le plan économique à utiliser une unité de compte domestique indexée ; cette garantie d'ordre économique est certes nécessaire, mais reste insuffisante. En Hongrie, des facteurs d'ordres sociopolitiques ont été importants dans l'acceptation de la sparkrone, ce qui a contribué à la restauration de la monnaie nationale.

3.4.2. Les fondements sociopolitiques de la sparkrone

- *Habitude des agents domestiques à développer et manier des mécanismes d'indexation*

L'introduction de la sparkrone apparaît dans un contexte marqué par des pratiques monétaires et financières parallèles. La monnaie domestique était contestée dans ses principales fonctions. Les agents économiques développaient et maniaient déjà des mécanismes d'indexation. Des monnaies stables ou des biens comme le blé étaient utilisés dans les opérations de prêts (Fenyó, 1923). Par ailleurs, le dollar américain était utilisé dans la fixation des prix. Par ailleurs, les agents économiques sauvegardaient leur épargne en dollar américain. La sparkrone a été élaborée sur la base des habitudes monétaires des acteurs économiques qui recherchaient une monnaie stable pour les transactions intérieures.

L'introduction de la sparkrone constitue non seulement un moyen de fournir une unité de compte domestique, stable aux acteurs économiques, mais aussi de leur offrir un dispositif à travers lequel ils peuvent sauvegarder leur épargne. L'idée est donc d'institutionnaliser ces pratiques autour d'une unité de compte domestique sous contrôle non seulement des autorités monétaires, mais aussi des différents groupes socioéconomiques. Des lors, les pratiques monétaires et financières vont être modifiées au profit d'une monnaie domestique. De ce fait, les fonctions de la

3.4. LA SPARKRONE ET LA RESTAURATION DE LA MONNAIE HONGROISE

monnaie vont être restaurées, mais pour qu'il en soit ainsi il faut que le système soit doté d'une base sociale et légale.

• *L'adhésion des groupes socioéconomiques*

La sparkrone entre en vigueur le 20 février 1924 (Varga, 1924) suite à des négociations entre les différents groupes socio-économiques. L'introduction de la sparkrone n'est pas le simple fait des autorités hongroises, elle a consisté en l'implication d'autres acteurs économiques et composantes de la société. D'ailleurs, la sparkrone a fait l'objet d'une consultation à l'Assemblée Nationale : « *Le ministre des Finances soumit au Parlement un projet de loi portant valorisation de la couronne. L'unité de compte adoptée était la « sparkrone ».* » (Mitzakis, 1925, p. 175). Cette démarche des autorités hongroises confère à la sparkrone un caractère légal. D'autres facteurs ont permis de renforcer la confiance dans ce nouveau dispositif ; il s'agit du rôle des différents acteurs économiques dans la détermination du taux de change entre la sparkrone et la couronne. Selon Mitzakakis (1925, p. 278) : « *Le cours de la « couronne épargne » était fixé par une commission composée de représentants de la Banque, de la Bourse, de l'industrie et du commerce, sous la présidence du Gouverneur de l'Institut d'Emission*³⁷. ». Cette remarque faite par Mitzakakis est capitale ; elle montre que la valeur de la sparkrone par rapport à la couronne n'est pas fixée par l'État de façon délibérée³⁸. Celle-ci est le reflet de la réalité économique nationale, puis d'une implication collective des acteurs de la société. Cette dernière constitue un facteur important permettant de renforcer la confiance dans la sparkrone ; la forte représentativité des acteurs privés dans la fixation de la valeur de la sparkrone consolide le projet de réforme monétaire. La légitimité de celle-ci étant garantie, il en résulte un fort degré de confiance dans le nouvel instrument monétaire.

Le choix de la sparkrone, de même que sa construction, met en relief plusieurs éléments importants. D'abord, il est important de souligner que le choix de la thrift-crown a été fait sur la base des pratiques monétaires et financières existantes. La couronne était fragilisée dans

37. C'est aussi la remarque faite par Varga (1924, p. 215) : « *Der intervalutarische Wert der Papierkrone vom 20. Februar 1924 wird als Sparkrone bezeichnet, und das Verhältnis zwischen Sparkrone und Papierkrone für jeden Wochentag durch eine eigens zu diesem Zwecke gebildete, von der Regierung unabhängige Kommission unter Berücksichtigung der Wertverschiebung der Papierkrone gegenüber dem Dollar festgesetzt.* ».

38. Selon Shiller (2014, p. 259), la prise en compte des acteurs privés dans le calcul des indices des prix à la consommation renforce la confiance l'unité de compte.

ses principales fonctions, ce qui s'est traduit par l'utilisation d'autres monnaies en l'occurrence le dollar américain dans les transactions intérieures. L'instauration de la sparkrone constitue un moyen de restaurer la monnaie domestique. Ensuite, il convient de noter que cette nouvelle unité de compte domestique n'a pas été imposée par les autorités hongroises; celle-ci a fait l'objet d'un débat et de négociations entre les différents acteurs de la société. De ce fait, les dispositions légales ont été prises pour renforcer la crédibilité de cette nouvelle unité de compte.

Certains facteurs sociopolitiques ou institutionnels ont renforcé la confiance dans la sparkrone. Il s'agit entre autre du statut légal de la thrift-crown et du consensus autour de celle-ci. Par ailleurs, l'implication des différents acteurs de la société dans la fixation de la valeur de la sparkrone constitue un élément capital dans l'acceptation de cette nouvelle unité de compte. Quant au volet économique, l'introduction de la thrift-crown constitue une garantie de la stabilité du pouvoir d'achat de la couronne. Une fois ces conditions remplies, l'utilisation de la monnaie-index constitue un puissant outil pour la restauration de la monnaie domestique. Dans la prochaine sous-section, nous montrons comment l'utilisation de la sparkrone a permis de restaurer les fonctions de réserve de valeur et d'unité de compte contribuant ainsi à la stabilisation du change.

3.4.3. De la restauration des fonctions de la monnaie domestique à la stabilisation du change

- *Restauration des fonctions de la monnaie domestique*

L'acceptation de ce nouvel instrument par les acteurs économiques va se traduire par la restauration de la fonction de réserve de valeur. Rappelons que la sparkrone permet de maintenir la valeur de la couronne constante dans le temps. Les dépôts bancaires sont alors protégés de l'inflation, car ceux-ci sont revalorisés régulièrement. On cherche semble-t-il à recréer une monnaie domestique qui évince ses substituts. De ce fait, les retraits bancaires en couronne sont ajustés en fonction du taux de change entre la couronne et la sparkrone. Ce système protège donc l'épargne de l'inflation, soit l'exemple suivant. Supposons qu'à la période t_1 , un agent économique dispose de 1000 couronnes, et décide d'effectuer des dépôts bancaires. Pour un taux de change de (1 sparkrone = 2 couronnes), son compte va être crédité de 500 sparkrones. Si

3.4. LA SPARKRONE ET LA RESTAURATION DE LA MONNAIE HONGROISE

à la période t_2 , 1 sparkrone = 3 couronnes, et qu'il décide de faire des retraits, il va recevoir en couronne non pas 1000 couronnes, mais 1500 couronnes qui correspondent à 500 sparkrones au taux en vigueur. Cette technique permet ainsi de freiner la fuite devant la couronne. Au lieu d'utiliser le dollar américain ou d'autres monnaies stables, les agents économiques peuvent protéger leur épargne en les sauvegardant en sparkrone. C'est de cette manière que la sparkrone permet de restaurer la fonction de réserve de la monnaie domestique.

Statiquement, il est possible d'observer la restauration de la fonction de réserve de valeur à travers des indicateurs tels que le rapport M/P ou la part des dépôts bancaires dans la masse monétaire. Le graphique 3.6 montre qu'à partir de février 1924 date de l'introduction de la sparkrone, la masse monétaire réelle augmente pour atteindre le niveau d'avant crise. Cette progression atteste que la nouvelle unité de compte a permis de restaurer la confiance dans la monnaie domestique. Quant à la part des dépôts bancaires dans la masse monétaire, on observe que celle-ci a augmenté à partir de mars 1924. La forte progression de ces indicateurs montre que la sparkrone a été acceptée par les agents économiques.

La restauration de l'unité de compte constitue l'un des objectifs majeurs de la sparkrone pour mettre fin à la période d'hyperinflation. Dans le cas hongrois, nous avons montré que les agents économiques, face à la détérioration de l'unité de compte nationale, ont utilisé des monnaies étrangères capables d'évaluer correctement les différents contrats. La sparkrone a donc pour objectif de faciliter l'évaluation des grandeurs économiques (Ecker, 1933; Varga, 1924). En effet, étant donné que la sparkrone est une unité de compte stable, elle va être adoptée par les acteurs économiques. De même, les travailleurs qui ont l'habitude d'évaluer leurs revenus en dollar américain le feront dorénavant dans la nouvelle unité de compte domestique. La sparkrone va être au centre des pratiques monétaires ; elle apporte une stabilité sur le plan économique et social, car elle permet d'évaluer correctement les créances et les dettes.

• De la restauration des fonctions de la monnaie domestique à la stabilisation du change

La modification des pratiques monétaires et financières au profit d'une monnaie domestique contribue à la stabilisation du change. En effet, si les acteurs économiques utilisent la sparkrone alors ils vont utiliser l'unité de paiement associée à cette unité de compte : la demande de moyens de paiement étrangers dans ce cas va baisser. La fonction de paiement de la couronne

3.4. LA SPARKRONE ET LA RESTAURATION DE LA MONNAIE HONGROISE

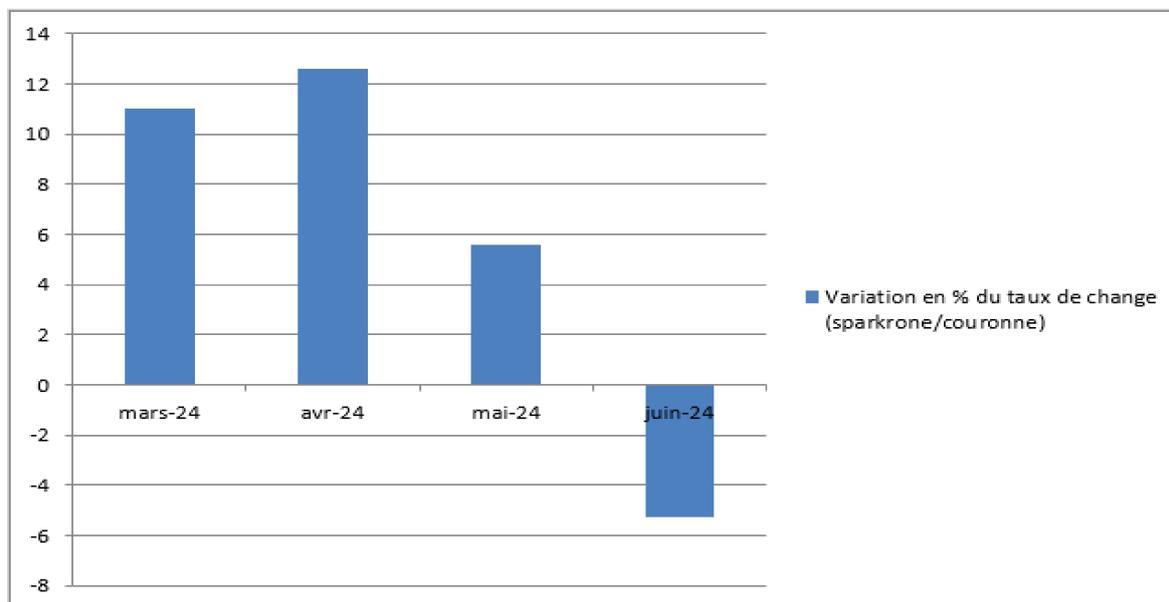
étant restaurée, les agents économiques vont utiliser la couronne dans les paiements. De la même manière, si les agents économiques décident d'accepter la sparkrone en vue de sauvegarder leur épargne, alors ils vont abandonner les monnaies étrangères dans les transactions intérieures puisque la sparkrone apporte les mêmes garanties que le dollar américain. Soulignons que ce dernier constitue un substitut parfait pour la sauvegarde des avoirs et des revenus. Un retour à la monnaie domestique provoque une baisse de la demande de devises sur le marché des changes : la demande de dollar se trouve ainsi réduite avec l'introduction de la sparkrone.

De plus, il est capital de souligner l'importance de l'aide internationale négociée par la Hongrie et reçue en juin 1924 ; cette aide s'élève à 250 millions de couronnes-or, ce qui a permis d'alimenter les réserves de change. Ainsi, l'offre de devises augmente avec l'emprunt international. Face à une baisse de la demande de devises et à une importante disponibilité de monnaie étrangère, le cours de change se stabilise d'abord en juin 1924 et baisse par la suite (graphique 3.4). Le nouveau dispositif a agi sur les pratiques financières et monétaires des acteurs économiques — désormais la monnaie domestique est utilisée dans l'épargne, le compte et les paiements.

Lorsque les prix sont fixés dans la nouvelle unité de compte, les prix payés en couronnes vont dépendre du taux de change entre la sparkrone et la couronne. En effet, si ce dernier augmente. Cela signifie qu'il faut plus de couronnes par unité de sparkrone, cela peut inciter les agents économiques à augmenter leurs prix. De même, les salaires nominaux en couronne augmentent avec le taux de change entre les deux monnaies nationales. Ainsi, si le taux de change augmente, les travailleurs obtiennent des augmentations de salaire nominal en couronne ; cela peut inciter les entreprises à augmenter leurs prix pour éviter une baisse de leurs profits en sparkrone. Ces différents cas montrent que la hausse du taux de conversion entre la sparkrone et la couronne peut entraîner une augmentation des prix. De fait, la réforme monétaire hongroise pour être efficace doit contribuer à stabiliser le rapport d'échange entre deux unités monétaires domestiques. En Hongrie, le taux de croissance du change entre la sparkrone et la couronne augmente légèrement en avril 1924 avant de baisser en mai et juin de cette même année. Cette baisse du taux de croissance de la sparkrone est due à la stabilité du taux de change entre mai et juin 1924 (graphique 3.7), et à la baisse des prix des titres étrangers en juin 1924. Rappelons que ces indicateurs constituent les principales composantes dans le calcul de la valeur de la sparkrone.

3.4. LA SPARKRONE ET LA RESTAURATION DE LA MONNAIE HONGROISE

Graphique 3.7 – Variation en % du taux de change (sparkrone/couronne) en Hongrie en 1924



Source : Données d'Ecker (1933), construction personnelle

La sparkrone a permis aux acteurs économiques de sauvegarder la valeur réelle de leurs avoirs et revenus. De même, elle a permis le rétablissement du calcul économique. En d'autres termes, la réforme a permis aux acteurs économiques de disposer d'une unité de compte domestique stable dans les transactions intérieures, ce qui a permis de restaurer les principales fonctions de la monnaie domestique. La recherche d'une monnaie étrangère en tant que réserve de valeur et moyen de paiement a baissé, ce qui a contribué à la stabilisation du change. La stabilisation du change a deux effets importants sur les prix. Celle-ci entraîne une stabilité des coûts des biens importés, ce qui a permis de réduire le rythme d'augmentation des prix des biens et services domestiques, notamment ceux qui sont produits à partir des matières premières importées. La sparkrone, par son action sur le taux de change a été d'une importance capitale dans le processus de stabilisation de la couronne hongroise.

Une fois la stabilité des prix et du taux de change obtenue, les risques d'une fuite devant la monnaie sont réduits. Ce faisant, le rôle stabilisateur assigné à la sparkrone n'est plus à l'ordre du jour ; c'est ainsi que les autorités monétaires décident de retirer cette dernière de la sphère économique. La couronne retrouve ainsi ses fonctions de compte, de paiement et de réserve de valeur. L'introduction de la nouvelle monnaie s'est faite en deux étapes. La loi du 4 novembre

3.4. LA SPARKRONE ET LA RESTAURATION DE LA MONNAIE HONGROISE

1925 définit le nom de la nouvelle unité monétaire : le pengo qui équivaut à 12500 couronnes, mais il faut attendre le 27 décembre 1926 pour que le pengo entre en circulation (Epstein, 1932). Le pengo devient une monnaie convertible le 31 janvier 1927 ; 1 nouveau pengo (convertible en or) égal à 24752105 anciens pengos³⁹(Epstein, 1932).

39. Non convertible en or.

Conclusion du chapitre 3

L'étude de la crise monétaire hongroise de 1919-1924 nous a permis de souligner le rôle des facteurs politiques et sociaux dans le rejet de la monnaie domestique. Ces facteurs sont à l'origine de modifications des pratiques monétaires et financières des agents économiques. Ces pratiques ont joué un rôle prépondérant dans l'explication du désordre monétaire observé au lendemain de la Première Guerre mondiale.

Dans l'épisode 1 de cette crise, il ressort que la légitimité du pouvoir révolutionnaire a été remise en cause par un groupe socioéconomique, très puissant. Le rejet de la couronne blanche par les agriculteurs était une manière de contester la légitimité des Bolchéviques. La monnaie légale est rejetée par le secteur agricole ; c'est la couronne bleue qui a servi d'unité de paiement. Cette spécificité de l'épisode 1 nous a permis d'identifier le phénomène hyperinflationniste. Celui-ci n'a pas été précédé d'une crise inflationniste, car le choc politique a directement affecté les pratiques monétaires des acteurs économiques.

Dans l'épisode 2 de la crise monétaire hongroise de 1919-1924, la contestation de la politique financière par le secteur agricole, pilier de l'économie hongroise, a débouché sur un rejet de la couronne hongroise. Cette contestation débute par une transformation des revenus et des avoirs en monnaie étrangère, ce qui a provoqué une hausse de la demande sur le marché des changes, d'où des dépréciations continues de la monnaie domestique. Dans cet épisode, c'est la remise en cause de la politique financière du gouvernement qui est à la base de la dépréciation du change. Les autres facteurs relatifs à l'offre de devises notamment la baisse des recettes d'exportation, les tensions inflationnistes sont aussi nécessaires pour comprendre les mouvements de change observés, mais l'action coordonnée des agriculteurs a été décisive dans la dépréciation du change. Cette dernière a par la suite entraîné un renchérissement des coûts des biens importés, ce qui a entraîné des tensions inflationnistes. Celles-ci se sont exacerbées avec la baisse de la production nationale, entraînant une détérioration de l'unité de compte domestique conduisant ainsi à l'adoption d'une monnaie étrangère dans le compte et dans le paiement. Ces pratiques monétaires parallèles nous ont permis d'appréhender le phénomène hyperinflationniste dans ce second épisode. L'hyperinflation est précédée d'une crise inflationniste qui a fragilisé les principales fonctions de la couronne hongroise.

Qu'il s'agisse de l'épisode 1 ou de l'épisode 2, l'utilisation d'une autre monnaie (couronne

CONCLUSION DU CHAPITRE 3

bleue, dollar américain) dans les paiements et dans les opérations de compte nous a permis de saisir qualitativement le phénomène hyperinflationniste. Dans l'épisode 1, ces pratiques ont été abandonnées grâce à un retour à l'ordre politique, ce qui a permis de remplacer les deux unités monétaires concurrentes par une nouvelle unité monétaire. Dans l'épisode 2, l'utilisation d'une unité de compte domestique appelée sparkrone a permis de freiner la disparition de la monnaie nationale. Nous avons souligné l'aspect économique de cette réforme ainsi que la dimension sociopolitique de ce plan de stabilisation. L'implication des acteurs économiques et sociaux dans la construction du nouvel ordre monétaire a renforcé la confiance dans la réforme et dans la monnaie, ce qui a permis de sauvegarder la souveraineté monétaire hongroise.

De la déficience des institutions monétaires à l'hyperinflation : le cas hongrois de 1945-1946

« *L'État crée la monnaie. La société crée sa valeur.* » (Lelart, 1964, p. 255)

Moins de deux décennies après sa création en janvier 1927, le pengo subit le même sort que la couronne hongroise. En effet, le pengo a été abandonné le 1er août 1946 au profit du forint suite à la plus importante dépréciation interne jamais estimée. La hausse des prix en rythme mensuel aurait atteint un record de $4,19.10^{16}\%$ en juillet 1946, soit un doublement des prix toutes les quinze heures (Hanke et Krus, 2012). Théâtre de violents combats au dernier trimestre de l'année 1944, la Hongrie est libérée grâce à l'intervention de l'armée russe au début de l'année 1945, si bien que la Hongrie a signé l'armistice le 20 janvier 1945 (Bomberger et Makinen, 1983). La guerre a provoqué d'importants dégâts matériels, des dettes de guerre et une remise en cause de l'autorité politique (Kaldor, 1946a; Nogaro, 1948b; Banque de Règlements Internationaux, 1946).

L'hyperinflation hongroise de 1945-1946 a attiré l'attention des partisans de la théorie quantitative de la monnaie. Cette crise est étudiée par les auteurs comme Cagan (1956), Sargent et Wallace (1973) ou Barro (1970). Mais, c'est dans les études de Bomberger et Makinen (1980, 1983), puis celles de Siklos (1991) que l'on retrouve des analyses plus approfondies du cas hongrois. Pour les premiers, les pratiques d'indexation constituent le principal facteur de l'hyperinflation hongroise (Bomberger et Makinen, 1980). Selon ces auteurs, la mesure consistant à indexer les dépôts bancaires sur le niveau des prix a conduit à une création nouvelle de monnaie,

ce qui s'est traduit par une hausse vertigineuse des prix. Siklos (1991), pour sa part, aboutit à une double causalité entre la quantité de monnaie et les prix. D'une part, la création excessive de monnaie entraîne une hausse des prix. D'autre part, l'augmentation des prix conduit à un accroissement de l'offre de monnaie.

D'autres auteurs comme Kaldor (1946a) et Nogaro (1948a,b) ont apporté leurs contributions à l'explication de l'hyperinflation hongroise de 1945-1946. Selon Kaldor, le conflit autour du revenu national constitue le facteur important de l'hyperinflation hongroise. La hausse des salaires nominaux, en présence d'une baisse de la productivité, a provoqué des hausses des prix intérieurs, car les salaires constituent une charge pour les entreprises. Pour sa part, Nogaro souligne le rôle du taux de change dans la trajectoire de l'hyperinflation hongroise. L'indexation des prix sur le cours du change constitue le facteur décisif de l'hyperinflation hongroise. D'autres facteurs tels que la baisse significative de la production ont été soulignés par ces auteurs surtout dans l'explication du déclenchement de la spirale inflationniste.

Une piste soulignée par Kaldor (1946a) et Nogaro (1948a) mais qui n'a pas fait l'objet d'une étude approfondie est le désordre monétaire enregistré au début de l'année 1945 pendant l'occupation russe. En effet, pendant cette période, on assiste à une pénurie de moyens de paiement disponibles, car l'armée allemande avait saisi toute la liquidité existante. Dès lors, les conditions d'accès à la monnaie nationale deviennent difficiles, ce qui débouche sur l'émission de plusieurs formes d'unité monétaire y compris l'utilisation de monnaies étrangères (Banque de Règlements Internationaux, 1946). Le problème de pénurie de monnaie domestique, bien que soulignée par Kaldor (1946a) et Nogaro (1948a), n'a pas fait l'objet d'une étude approfondie ; nous nous proposons d'approfondir cette question. Pour comprendre l'effondrement du pengo, il est important de mettre en perspective certains faits qui ont fragilisé la monnaie nationale.

Notre contribution est de compléter l'histoire de cette crise monétaire en insistant sur la période d'occupation russe. Selon nous, le désordre monétaire enregistré pendant cette période est à l'origine de l'hyperinflation hongroise de 1945-1946. En effet, la déficience des institutions monétaires s'est traduite par une pénurie de moyens de paiement, ce qui a entraîné une défiance de la monnaie nationale débouchant sur l'utilisation des monnaies étrangères dans les transactions intérieures. En d'autres termes, pendant l'occupation, les agents économiques comptaient et payaient dans une autre unité monétaire. Ces pratiques monétaires se sont poursuivies après l'occupation russe, d'où une dépréciation vertigineuse du taux de change et une hausse spectaculaire des prix.

Dans cette crise, le choc d'origine est d'ordre institutionnel et technique ; il a agit directement sur les pratiques monétaires des acteurs économiques. En effet, l'absence d'une Banque Centrale autonome et d'une autorité monétaire ont provoqué une pénurie de moyens de paiement domestique, ce qui a conduit les acteurs économiques à adopter une autre monnaie dans les transactions intérieures notamment dans les paiements. Ces pratiques monétaires permettent de saisir le déclenchement de l'hyperinflation pendant l'occupation russe ; cette période d'occupation constitue l'épisode 1 (janvier 1945- avril 1945) de la crise monétaire hongroise de 1945-1946. Dans l'épisode 2 (mai 1945 - juillet 1946), les acteurs économiques n'ont pas abandonné leurs pratiques ; ils ont continué à utiliser le dollar américain comme unité de compte et moyen de paiement du fait du contexte politique et social de l'après-guerre. Les facteurs spécifiques à la monnaie tels que l'instabilité des prix relatifs et l'érosion du pouvoir d'achat de la monnaie ont renforcé la défiance vis-à-vis du pengo. Par ailleurs, la confusion politique qui régnait au lendemain de l'occupation russe a fragilisé la légitimité des autorités politiques, et par ricochet la confiance dans le pengo. De ce fait, ce dernier n'a pas pu évincer le dollar américain dans les transactions intérieures.

Face à la disparition du pengo, une réforme monétaire a été instaurée par les autorités monétaires en janvier 1946, mais cette réforme s'est soldée par un échec. Finalement, la Hongrie a opté pour un régime monétaire plus rigide : l'étalon de change-or. Ce chapitre a pour objectif de comprendre la trajectoire de cette crise et sa stabilisation. Pour ce faire, ce chapitre se structure en trois sections ; la première section traite du contexte politique et social en vigueur avant et après la Seconde Guerre mondiale. La section 2 s'intéresse à l'importance des pratiques monétaires dans la dynamique de l'hyperinflation hongroise de 1945-1946. La section 3 est consacrée à l'analyse des différentes réformes entreprises par les autorités monétaires.

4.1. Contexte historique

Le contexte dans lequel apparaît la seconde hyperinflation hongroise est celui de l'après-guerre — les affrontements entre les différents belligérants et l'occupation russe ont conduit à une désorganisation profonde de la production. Après trois mois d'affrontement entre l'armée russe et l'armée allemande au dernier trimestre de l'année 1944, la Hongrie signe l'armistice le 20 janvier 1945 (Bomberger et Makinen, 1983). La fin de la guerre, loin d'apporter la stabilité, débouche sur une instabilité économique et monétaire sans précédent. En effet, la Seconde Guerre

4.2. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 1 (JANVIER-AVRIL 1945)

mondiale et l'occupation russe ont été d'un poids considérable sur le plan économique et social. La Hongrie hérite non seulement d'une lourde dette de guerre, mais sa capacité de production est affectée au lendemain de la guerre.

Le contexte politique en Hongrie est caractérisé par les occupations allemande et russe entre 1944 et 1945, ce qui s'est traduit par un désordre politique. La Hongrie est occupée par l'armée russe entre janvier et avril 1945. Sur le plan monétaire, certains faits méritent d'être signalés. Après les affrontements, soit entre janvier et avril 1945, il n'était pas possible d'imprimer les pengos, car l'armée allemande avait emporté non seulement le matériel servant à imprimer la monnaie domestique, mais aussi les réserves de devise (Siklos, 1991; Grossman et Horvath, 2000). Ces contraintes financières et techniques ont fragilisé les institutions monétaires hongroises au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, ce qui a justifié une pénurie de moyens de paiement domestiques d'où l'utilisation de plusieurs signes monétaires dans les transactions intérieures.

Au sortir de la guerre, la Hongrie fait face à un défi interne et externe. Sur le plan extérieur, la Hongrie doit faire face à une importante dette due aux réparations; celles-ci s'élèvent à 300 millions de dollar américain dont 200 à la République Soviétique, 70 et 30 respectivement à la Yougoslavie et à la Tchécoslovaquie (Bomberger et Makinen, 1983). La Hongrie doit se reconstruire aussi bien sur le plan économique et monétaire que sur le plan politique.

4.2. Faits stylisés et analyse de l'épisode 1 (janvier-avril 1945)

Dans cette section, nous insistons sur le désordre monétaire enregistré pendant l'occupation soviétique entre janvier et avril 1945. Cet épisode est marqué par la coexistence de plusieurs monnaies concurrentes. C'est dans ce contexte que naissent les pratiques monétaires parallèles, ce qui va engendrer une dépréciation du change et des tensions inflationnistes.

4.2.1. La souveraineté politique et monétaire en cause au lendemain de la Seconde Guerre mondiale

Entre 1944 et 1945, la souveraineté de la Hongrie est menacée par les occupations allemande et russe; la Hongrie a été envahie par l'armée allemande le 19 mars 1944 (Mende, 1948, p.

4.2. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 1 (JANVIER-AVRIL 1945)

168). En conséquence, les différentes organisations politiques ont été dissoutes — et ce jusqu'à la libération de la Hongrie par l'armée russe. Dès lors, un gouvernement de transition a été mis en place le 21 décembre 1944 (Mende, 1948, p. 168). Toutefois, l'armée russe occupa la Hongrie pendant près de quatre mois, soit entre janvier et avril 1945 ; les premières élections se tiennent en octobre 1945 (Mende, 1948, p. 168). Ces faits mettent en lumière l'instabilité politique qui régnait en Hongrie entre 1944 et 1945. S'il y a un point qui nous intéresse, c'est bien l'occupation russe — celle-ci a été militaire, et surtout économique. En effet, la Hongrie a été sous tutelle russe aussi bien sur le plan politique qu'économique ; c'est le constat fait par (Borhi, 2006, p. 23) : « *The armistice agreement signed with Hungary on January 20, 1945 provided the Soviet armed forces freedom of maneuvering on Hungarian territory without any measure of Hungarian oversight and this provision was never lifted in the period under examination* ».

C'est la souveraineté qui est remise en cause avec l'occupation de l'armée russe ; l'autorité est exercée par une puissance extérieure. Dans ces conditions, les institutions qui existaient avant les affrontements militaires sont inopérantes. Ainsi, l'occupation russe et allemande a fragilisé les institutions hongroises ; cela n'est pas sans conséquence sur la souveraineté monétaire, celle-ci va être fragilisée au lendemain de la Seconde Guerre mondiale

4.2.2. Déficience des institutions monétaires et concurrence de monnaies : Analyse de l'épisode 1

L'ordre monétaire a été bouleversé en Hongrie après les violents affrontements enregistrés au dernier trimestre de l'année 1944 entre l'armée russe et l'armée allemande ; plusieurs études mettent en perspective le désordre monétaire qui régnait en Hongrie au début de l'année 1945¹. L'armée allemande, évincée, emporte avec elle les réserves de la Banque Centrale hongroise ainsi que le matériel. De ce fait, les institutions monétaires n'étaient plus fonctionnelles ; les autorités monétaires n'étaient plus en mesure de répondre à la demande de monnaie des agents économiques, ce qui a conduit à une pénurie de monnaie en Hongrie : « *So all restrictions were cancelled and there followed four months of complete laissez-faire. The result was that population survived, but the cost of living had risen fifteen times the previous level. It would have risen far more but for the extreme shortage of currency in the currency in the country.*

1. Ce sont entre autres les travaux de Kaldor (1946a), Nogaro (1948b) et de la Banque de Règlements Internationaux (1946)

4.2. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 1 (JANVIER-AVRIL 1945)

The Government printing presses were not in operation (the first note-printing press, repaired in feverish haste, was only got going on April 29, four months after liberation; the Hungarian Arrow-Cross (Nazi) leaders carried away the bank-note reserves of the National Bank, while the Russians issued military currency in small quantities only. A fifteen-fold increase in prices was the maximum that the available currency in circulation could support. » (Kaldor, 1946a, p. 2).

La Banque Centrale est inopérante au début de l'année 1945. Ces faits soulignent une crise de confiance hiérarchique, car il n'existe plus d'autorités monétaires capables d'assurer l'émission et la stabilité de la monnaie nationale. Ainsi, l'armée rouge s'est substituée à la Banque Centrale en émettant sa propre unité monétaire libellée en pengo : « *The Soviet Union contributed to Hungary's hyperinflation crisis, probably in an effort to destroy Hungary's economy. In 1945, the Soviet army issued in Hungary the highest denomination banknote ever printed, a 100-quadrillion-pengo note.* » (Allen, 2009, p. 223)

Le comportement de l'armée rouge rappelle celui des Bolchéviques au lendemain de la Première Guerre mondiale². Cette expérience a marqué négativement les acteurs économiques et sociaux. Le parti communiste, c'est-à-dire le parti qui dirigea la révolution, avait été dissout en 1920 (Mende, 1948). Lorsque cette même expérience se produit quelques années plus tard les agents économiques font le rapprochement avec l'épisode de 1919. Ainsi, ils anticipent un effondrement de la monnaie nationale. De ce fait, ils développent des pratiques monétaires et financières parallèles — des monnaies étrangères sont recherchées pour se prémunir d'une instabilité future du pengo. D'autres facteurs ont pu pousser les acteurs économiques à adopter une monnaie étrangère dans les transactions intérieures. Il s'agit des difficultés d'accès au pengo, de la fragilité des institutions monétaires et de la pénurie des moyens de paiement nationaux. Ainsi, le paysage monétaire hongrois va être marqué par la circulation d'unités de monnaie nationale et étrangère pendant l'occupation russe : « *Des pengoes et des roubles furent émis par l'armée rouge et des billets provenant des territoires cédés affluèrent dans la Hongrie à nouveau amputée.* » (Banque de Règlements Internationaux, 1946, p. 46)

Selon nous, ces pratiques monétaires des agents économiques signalent le déclenchement de l'hyperinflation. Ces pratiques se sont traduites par la transformation des unités de pengo

2. En 1919, les Bolchéviques avaient mis en circulation des unités monétaires de couleur blanche. Ces dernières ont été remises en cause par certains groupes socioéconomiques dont le secteur agricole et l'industrie (Varga, 1922). De plus, après le départ des révolutionnaires, les unités de couronnes blanches ont été échangées par les nouvelles autorités monétaires pour 25% de leur valeur faciale (Young, 1925; Dornbusch, 1992; Chown, 2003). Pour plus détails, voir le chapitre 3.

4.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISE 2

en dollar américain, d'où une pression sur le marché des changes. Ainsi, le taux de change a été multiplié par 5,65 ; il est passé de 44,2 pengos pour un dollar américain en décembre 1944 à 250 pengos en avril 1945³. La hausse brutale du change souligne la forte propension des acteurs économiques à utiliser le dollar américain non seulement dans l'épargne, mais aussi dans les paiements et dans le compte. Cette concurrence de monnaies va se traduire par une désorganisation des échanges avec l'existence de plusieurs échelles de prix. Les prix en pengos vont augmenter en fonction du rapport d'échange entre ce dernier et les monnaies concurrentes.

Un autre point qui mérite une attention particulière est l'impact de la pénurie de monnaie sur l'activité économique. La pénurie de pengos a des répercussions sur la production nationale, qui était déjà dans un état catastrophique après les affrontements militaires. Sans monnaie, l'activité de production va être en arrêt, car les entreprises n'auront pas accès au crédit pour la production. De plus, le paiement de certains salaires va être interrompu du fait de l'absence de monnaie. Dès lors, la pénurie de monnaie et le désordre monétaire ont conduit à une désorganisation de la production nationale. Si selon Nogaró (1948b, p. 156) le coût de la vie a été multiplié par 15 du fait de l'insuffisance des biens et services, il n'en demeure pas moins que la circulation de monnaies parallèles, concurrentes au pengos a favorisé la montée des prix du fait de l'instabilité du taux de change entre les différentes monnaies concurrentes⁴. La Seconde Guerre mondiale et les occupations allemande et russe ont fragilisé les institutions monétaires hongroises. Ce choc a été d'une violence extrême à tel point que les institutions monétaires vont être inexistantes pendant près de quatre mois, d'où le rejet du pengos. Une situation de défiance qui va perdurer et s'exacerber après le départ de l'armée russe ; cet épisode 1 de la crise monétaire hongroise souligne le rôle des facteurs institutionnels et la pénurie de monnaie dans le rejet du pengos. C'est dans ce contexte que certains acteurs économiques utiliseront par défaut des monnaies étrangères dans les transactions intérieures. Dans la section suivante, nous montrons que ces pratiques se sont poursuivies après le départ de l'armée rouge si bien que la crise s'est exacerbée.

4.3. Faits stylisés et analyse de l'épisode 2

La restauration de la souveraineté monétaire constitue un énorme défi pour les autorités hongroises après l'occupation russe ; cette question a certainement été mal gérée par les autorités

3. Selon les données de Siklos (1991).

4. Voir à ce sujet le chapitre 6 en ce qui concerne les effets de la concurrence monétaire sur les prix.

hongroises raison pour laquelle la Hongrie a plongé sitôt dans une crise monétaire sans précédent. Cet échec dans la gestion de la monnaie est dû à certains antécédents, dont l'effondrement de l'appareil productif. Il y a aussi les tensions inflationnistes enregistrées pendant l'occupation russe. À cela, il faut ajouter une situation politique très fragile entre 1944 et 1945. Ces différents facteurs ont rendu difficile la tâche des autorités monétaires, ce qui fait que le rejet du pengo s'est accéléré.

4.3.1. Le poids de la guerre : destruction de l'appareil productif

L'après-guerre est marqué par une destruction de l'appareil productif, ce qui a entraîné une baisse drastique de la production. Les secteurs de production hongrois enregistrent d'énormes pertes sur le plan matériel. C'est le constat fait dans le rapport de la Banque des Règlements Internationaux : « *La situation de la Hongrie demeure très précaire par suite des graves pertes subies par le matériel roulant, la capacité industrielle, le bétail et l'outillage agricole ; ce pays doit entretenir l'armée d'occupation et verser des réparations (ces réparations ont toutefois été échelonnées sur un plus grand nombre d'années aux termes d'un accord conclu avec l'U.R.S.S. en juillet 1946).* » (Banque de Règlements Internationaux, 1946, p. 46). Le tableau 4.1 met en relief la situation économique de la Hongrie après la Seconde Guerre mondiale. En effet, la production nationale hongroise baisse de 55% par rapport à la période d'avant-guerre, car les principaux secteurs de l'économie tels que l'agriculture et l'industrie vont connaître des baisses respectives de 57% et de 60%.

Si l'effondrement de la production nationale est dû en grande partie à la destruction de l'appareil productif, il n'en demeure pas moins que la réforme agraire initiée en mars 1945 a provoqué une réduction de la production. Avec cette réforme, la Hongrie passe d'un système dominé par les grandes et moyennes propriétés à un système basé sur les petites propriétés. Ces dernières représentent désormais 74,6% des terres cultivables alors qu'elles étaient de 48,4% après la Première Guerre mondiale (Etudes et conjoncture - Economie mondiale, 1950). Cette réforme met fin au système de grandes propriétés — quant aux moyennes propriétés, elles représentent désormais 2,9% alors qu'elles occupaient 14,2% des terres cultivables (Etudes et conjoncture - Economie mondiale, 1950). La réforme qui s'est caractérisée par un changement de système a provoqué une baisse de la production agricole (Siklos, 1991). La baisse de la production nationale n'est pas sans conséquence sur les finances publiques et sur le niveau de la dette ; celles-ci se

4.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2

sont détériorées et la dette a augmenté de façon fulgurante.

Tableau 4.1 – Le niveau de la production hongroise après la Seconde Guerre mondiale

Secteur d'activité	Baisse du niveau d'activité (%)
Agriculture	57
Mine	51
Industrie manufacturière	60
Industrie artisanale	40
Commerce	51
D'autres secteurs	51
Baisse totale	55

Source : Majoros (2000)

4.3.2. La détérioration des finances publiques et l'explosion de la dette

Le tableau 4.2 détaille l'évolution des finances publiques entre 1942 et 1946, c'est-à-dire avant les affrontements et l'occupation russe et après le départ de l'armée rouge. Les recettes fiscales couvraient la totalité des dépenses publiques entre 1942 et 1943, contrairement à 1944 où les recettes de l'État couvraient 97,9% des dépenses publiques. Après la Seconde Guerre mondiale, les recettes fiscales couvrent moins de 10% des dépenses publiques. La détérioration des finances publiques est due aux dépenses liées à l'occupation russe et aux réparations qui représentaient entre 20% et 50% des dépenses totales. Celles-ci étaient de 34% en août 1945, 40% en décembre 1945 et 50% en avril 1946 (tableau 4.2). Ce sont là des chiffres qui mettent en relief le poids de l'occupation russe et des réparations de guerre sur l'économie hongroise ; une détérioration des finances publiques révélatrice d'une désorganisation importante de la production, car une baisse de la production traduit une baisse du revenu national, donc une baisse des impôts et taxes. Nous avons d'un côté une hausse des dépenses publiques et de l'autre côté une baisse des recettes publiques, d'où un déficit important du solde budgétaire.

En plus de la détérioration des finances publiques, la Hongrie doit honorer une importante dette publique qui a explosé au lendemain de la Seconde Guerre. En effet, la dette publique hongroise a été multipliée par 9,05 entre 1939 et 1944 : « *La réalisation d'un programme d'armement, décidé en 1937, provoqua un accroissement considérable de la dette publique, qui passa*

4.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2

de 1.657 millions à 15 milliards entre 1939 et la fin de 1944. » (Nogaro, 1948b, p. 156). Ainsi, sur le plan économique, la Hongrie fait face à un embarras : d'un côté, le remboursement d'une importante dette de guerre et d'une dette publique. D'un autre côté, la baisse drastique de la production — une situation intenable. Ajoutons à cela, le désordre monétaire enregistré pendant l'occupation russe, caractérisé par la circulation de plusieurs instruments monétaires.

Tableau 4.2 – Les finances publiques hongroises entre 1942 et 1946

	juil-45	août-45	sept-45	oct-45	nov-45	déc-45	janv-46	févr-45	mars-46	avr-46	mai-46
Ordinaires	1726	4231	8903	29143	132427	304437	0,689	24,8	17	189,5	31900
Déficit des entreprises publiques	896	1713	3703	13756	54757	108198	0,194	0,72	3,5	36,4	7500
Réparations	569	2293	2256	8149	49318	224627	0,318	1,5	13	222	24500
Coûts de l'occupation soviétique	148	590	1348	3915	29355	46656	-	-	-	-	-
Commissions de contrôle alliées	64	179	349	1635	5999	24997	-	-	-	-	-
Dépenses Totales	3403	9006	16559	56589	271857	744916	1,191	4,7	33,5	448	63900
Recettes Totales	231	746	1210	3222	17973	53047	0,169	0,68	4,35	43,8	4700
Coûts d'occupation et réparations (% des dépenses)	23	34	23	24	31	40	26	32	39	50	38
Recettes totales (% des dépenses totales)	6,8	8,3	7,3	5,7	6,6	7,1	14,2	14,4	13	9,8	7,3

Source : Données⁵ de Bomberger et Makinen (1983) puis Siklos (1991), construction personnelle

5. Les données sont exprimées en million de pengo entre 1942 et 1945, et en milliard de pengo en 1946.

4.3.3. L'évolution du régime monétaire pendant la période de l'entre-deux-guerres

La Hongrie adopte après l'hyperinflation de 1919-1924 un système d'étalon de change-or, dans lequel le pengo avait une parité fixe avec le dollar américain et l'or — la monnaie domestique est couverte et convertible en or et en monnaie étrangère. La crise bancaire de 1930 conduit la Hongrie à modifier son régime monétaire ; elle instaure le contrôle des changes en 1931 et suspend la convertibilité du pengo en dollar (Eichengreen, 1997). Ces mesures visent à limiter les sorties de devises, et donc à réduire les pressions sur le marché des changes. Toutefois, on observe une dépréciation du change entre 1938 et 1944. Au lendemain de la guerre, le contexte international est marqué par les Accords de Bretton Woods instaurés en juillet 1944 qui préconisent la convertibilité des monnaies nationales en dollar américain et l'adoption d'un régime de change fixe. La Hongrie n'a pas pu adopter un tel régime au sortir de la Seconde Guerre mondiale, et ce pour les raisons suivantes.

D'abord, il est important de mentionner la détérioration du solde commercial après la guerre. En 1945, les exportations et importations sont évaluées à 3,7 millions de pengos, alors qu'avant la guerre les exportations sont évaluées à 950 millions de pengos et les importations à 803 millions de pengos (Siklos, 1991). Cette baisse drastique des exportations reflète une faible entrée de devises. Notons aussi qu'au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, la Hongrie a perdu toutes ses réserves de devise — celles-ci ont été emportées par l'armée allemande (Siklos, 1991; Grossman et Horvath, 2000).

Ensuite, il convient de souligner les pressions sur le marché des changes dues aux pratiques monétaires et financières des agents économiques. Rappelons que dans l'épisode 1, les agents économiques ont pris l'habitude de compter et d'épargner dans une monnaie étrangère. Comme les agents économiques utilisaient la monnaie américaine dans les paiements et dans l'épargne, alors ils se sont débarrassés des pengos, et ce, au profit des dollars américains. Cela s'est traduit par une forte demande de devise, d'où la dépréciation continue du change en 1945.

L'offre de devise était insuffisante alors que la demande de devise était importante. La Hongrie n'a pas pu reconstituer ses réserves de devise au lendemain de Seconde Guerre mondiale — or celles-ci sont importantes pour la défense du régime de change fixe et le soutien du régime monétaire nationale. Des lors, les fluctuations de change se sont exacerbées, ce qui témoigne d'une démission des autorités monétaires dans la défense de la monnaie nationale, d'où le développe-

4.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2

ment des marchés des changes parallèles dans cette période. L'hyperinflation s'est déclenchée dans un contexte de change flottant et où la monnaie n'était ni convertible ni couverte par une devise ou l'or.

Tableau 4.3 – L'évolution du taux de change officiel en Hongrie entre 1938 et 1944

Années	Taux de change (couronne hongroise/dollar US)
1938	3,38
1939	3,54
1940	2,54
1941	3,44
1942	4,24
1943	10,45
1944	13,04
1945	71621,66
1946	6,57.10 ²⁹

Source : Données⁶ de Siklos (1991) et Nogaro (1948b), construction personnelle

4.3.4. Conflit de répartition et dynamique inflationniste

Les tensions inflationnistes enregistrées pendant l'occupation russe ont entraîné une érosion du pouvoir d'achat des travailleurs. Après la période d'occupation, des tentatives ont été menées par les nouvelles autorités pour améliorer le pouvoir d'achat des travailleurs. En effet, le mouvement syndical est dominé par les communistes soutenus par l'armée rouge (Louis Mark, 1982). Notons aussi que le taux de chômage était élevé au lendemain de la Seconde Guerre mondiale (Kaldor, 1946a), ce qui explique le faible pouvoir de négociation des travailleurs. La hausse des salaires nominaux n'est pas le fruit d'une négociation entre les différentes parties, elle a été imposée par les communistes avec l'appui de l'armée rouge : « *With real wage very low as a result of low productivity and the burgeoning inflationary spiral, the Communist-dominated Council of Trade Unions pressed for enormous wage increases [...] An early instance of Soviet intervention in wage negotiations reportedly occurred during the siege of Budapest when Soviet troops arriving at the Manfred Weiss machine works ordered an immediate 200 percent wage increase.* » (Louis Mark, 1982, p. 200)

6. Les données allant de 1938 à 1944 sont issues de Siklos (1991). Les données de 1945 à 1946 sont issues de Nogaro (1948b), ces taux sont ceux du marché des changes parallèles. Le taux de change de 1945 est la moyenne du taux de change entre juillet et décembre. Celui de 1946 est la moyenne du taux de change entre janvier et juillet.

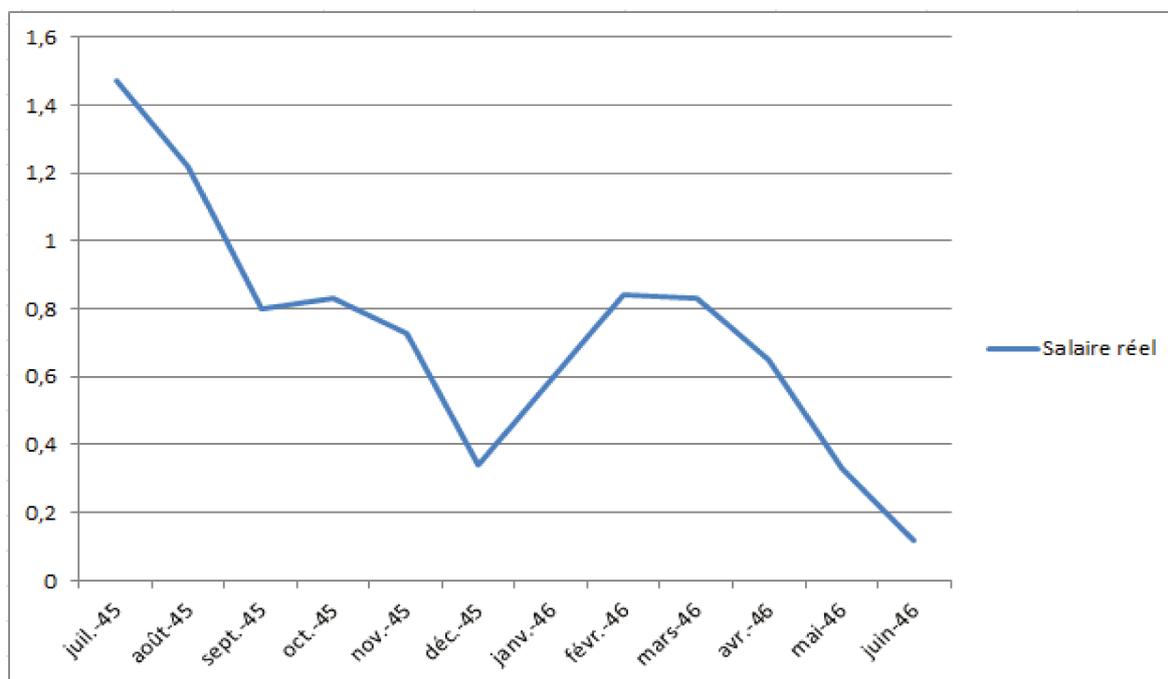
4.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2

Dans ce contexte marqué par une faible productivité, une augmentation des salaires nominaux provoque une hausse des coûts des entreprises, ce qui fait qu'elles augmentent le prix de leurs biens. L'évolution des salaires réels en Hongrie est la conséquence d'un violent conflit autour du revenu. Malgré le soutien du parti communiste aux salariés, ces derniers ne parviennent pas à maintenir une hausse durable de leur salaire réel. De fait, entre juillet et décembre 1945, les salariés ont perdu plus de la moitié de leur pouvoir d'achat au profit des entreprises. Le salaire réel du secteur manufacturier est passé de 1,47 en juillet à 0,34 en décembre, soit une baisse de salaire réel de 76,87%.

À partir de janvier 1946, nous observons une nette amélioration du salaire réel, et ce jusqu'en mars 1946. Cela est dû à l'institutionnalisation des mécanismes d'indexation des salaires sur les prix (Kaldor, 1946a). En effet, ces mécanismes ont permis de contrecarrer la baisse du pouvoir d'achat des travailleurs. En fait, les salaires nominaux sont majorés chaque fois que les prix augmentent. Ces mécanismes d'indexation des salaires ont entraîné une hausse des salaires réels au début des années 1946 (graphique 4.1). Selon Kaldor (1946a), ce système de revalorisation automatique du pouvoir d'achat des travailleurs a exacerbé la spirale inflationniste. Ce système obligeait les entreprises à verser plus de salaires aux travailleurs or les salaires constituent une charge pour les entreprises. Ce faisant, les entreprises augmentent leurs prix pour éviter une baisse de leur profit, ce qui a entraîné une forte hausse des prix entre avril et juillet 1946. Les salaires réels ont atteint un record de 0,12, soit une baisse de 91,83% par rapport à ceux de juillet 1945. En moins d'une année, le pouvoir d'achat des travailleurs s'est effondré, ce qui constitue une face cachée des hyperinflation où la hausse continue des prix conduit à l'érosion du pouvoir d'achat des agents économiques notamment des travailleurs. Dans le cas de la Hongrie, les salariés obtiennent temporairement des augmentations de salaire ; mais cette situation a nourri la spirale inflationniste.

4.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2

Graphique 4.1 – L'évolution du salaire réel en Hongrie entre 1945-1946



Source : Données de Siklos (1991), construction personnelle

4.3.5. L'analyse de l'épisode 2 (mai 1945-juillet 1946)

L'occupation russe (janvier-avril 1945) marquée par la circulation de plusieurs unités de paiement (pengo et monnaies étrangères) a fragilisé l'ordre monétaire en Hongrie. Cet épisode constitue la première phase du rejet de la monnaie légale. Après le départ de l'armée russe, certains facteurs d'ordre économique ont exacerbé le rejet de la monnaie domestique. Il s'agit de la poursuite des tensions inflationnistes rendues possibles par la baisse de la production et du conflit autour du revenu. Ajoutons à cela, la dépréciation continue du taux de change et le développement des marchés parallèles des changes. De même, le paysage politique est marqué par la confusion et l'incertitude. Ce faisant, les pratiques monétaires et financières initiées par les acteurs économiques dans l'épisode 1 se sont poursuivies après le départ de l'armée russe.

- *La présence des pratiques d'indexation des prix*

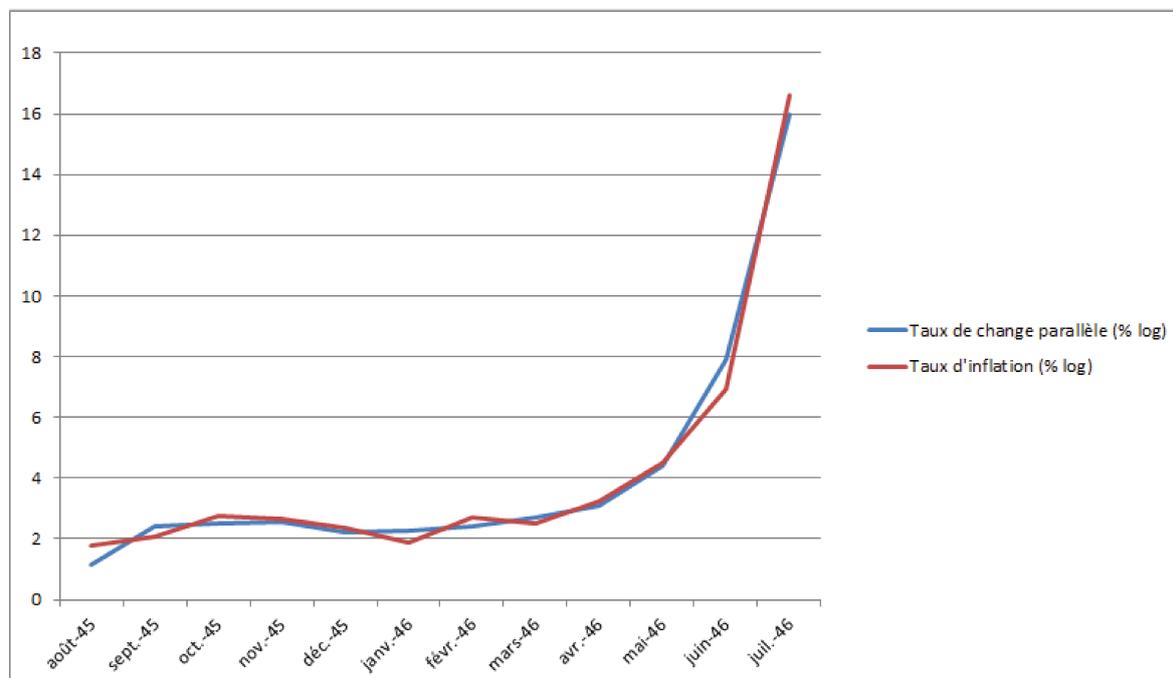
Un facteur relatif à la qualité de la monnaie a renforcé la défiance du pengo. Notons avec (Falush, 1976, p. 6) la présence d'une instabilité des prix relatifs en Hongrie au lendemain de l'occupation russe. Le rejet de l'unité de compte se trouve justifiée sur le plan économique du fait de la détérioration de celle-ci. De ce fait, la monnaie américaine constitue alors la principale unité de compte. Un tel constat a été fait par (Nogaro, 1948a, p. 536) : « *And there is evidence that merchants acted in the same way. The extreme depreciation of the pengo may be explained by the general custom of adopting as a money of account a money, namely the dollar, which fluctuated dizzily upward in a highly speculative market, with consequent impacts on all prices.* » Nogaro montre que le dollar américain a été utilisé comme unité de compte par les acteurs économiques. Graphiquement, ces pratiques d'indexation peuvent être observées à travers la forte corrélation entre le taux change et les prix (graphique 4.2). Désormais, les vendeurs fixent leur prix en tenant compte de la variation du cours du change⁷. Dans ces conditions, les phénomènes d'indexation des prix sur le cours du change exacerbent la spirale inflationniste, car les prix suivent l'évolution du change. Or le taux de change ne cesse d'augmenter, d'où une hausse continue des prix.

La présence de ces pratiques d'indexation montre que la monnaie domestique est toujours remise en cause dans sa capacité à exprimer les grandeurs économiques, notamment les dettes et les créances. Les pratiques monétaires développées dans l'épisode 1 se sont poursuivies dans l'épisode 2 avec l'utilisation d'une monnaie étrangère dans les transactions intérieures. Selon nous, ces deux épisodes sont liés ; le premier montre comment les facteurs politiques, techniques et institutionnels ont déclenché le rejet du pengo, ce qui s'est accompagné de l'utilisation d'une monnaie étrangère dans les paiements et dans les comptes. Dans l'épisode 2, nous montrons que ces pratiques monétaires se sont exacerbées du fait de l'instabilité politique et de la hausse continue des prix.

7. Dans le chapitre 6, nous donnons les fondements théoriques d'une telle pratique.

4.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2

Graphique 4.2 – L'évolution du taux de change parallèle, du taux d'inflation en Hongrie entre 1945 et 1946



Source : Nogaro (1948b), construction personnelle

• *Baisse de l'offre réelle de pengo*

Le graphique 4.3 fournit l'évolution de la masse monétaire réelle avant et après l'occupation russe. Celle-ci augmente sensiblement entre janvier 1942 et mai 1943, avant de se stabiliser entre juin 1943 et novembre 1944. De ce fait, il ressort que le pengo n'était pas remis en cause avant l'arrivée de l'armée russe. Qu'en est-il après le départ de l'armée russe ? Le 29 avril 1945 marque la fin de l'occupation russe. Désormais, les autorités monétaires peuvent répondre à la demande de monnaie des agents économiques, mais un autre défi consiste à la restauration de la souveraineté monétaire. Selon nous, la circulation des monnaies parallèles a continué après le départ de l'armée russe ; cela s'explique par plusieurs facteurs. Il y a d'abord le ralentissement de l'activité de production dû à l'effondrement de l'appareil productif (tableau 4.1). Il y a ensuite les tensions inflationnistes enregistrées depuis l'occupation russe qui traduisent une érosion du pouvoir d'achat ; les agents économiques préfèrent alors transformer les revenus ou les avoirs en devises afin de se protéger contre l'inflation.

4.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2

Par ailleurs, sur le plan politique, la situation est confuse : les premières élections se sont tenues en octobre 1945 (Mende, 1948), soit cinq mois après le départ de l'armée russe. Face à cette instabilité politique et économique, les acteurs économiques se sont débarrassés des nouvelles unités de pengos émis par les autorités monétaires. La baisse drastique de la masse monétaire réelle atteste d'un rejet de la monnaie nationale, ce qui entraîne une forte demande de devise aussi bien pour l'épargne que pour les paiements intérieurs. Or les réserves de change sont insuffisantes, l'armée allemande ayant emporté près 32 millions de dollar-or (Kaldor, 1946b; He, 2018). Ce faisant, les pressions sur le marché des changes débouchent sur une dépréciation continue du taux de change. Comme le fait constater Banyai (1971, p. 2) : « *There was vigorous activity on the black market for the purchase of stable currencies such as the U.S. dollar in exchange for paper pengo.* »

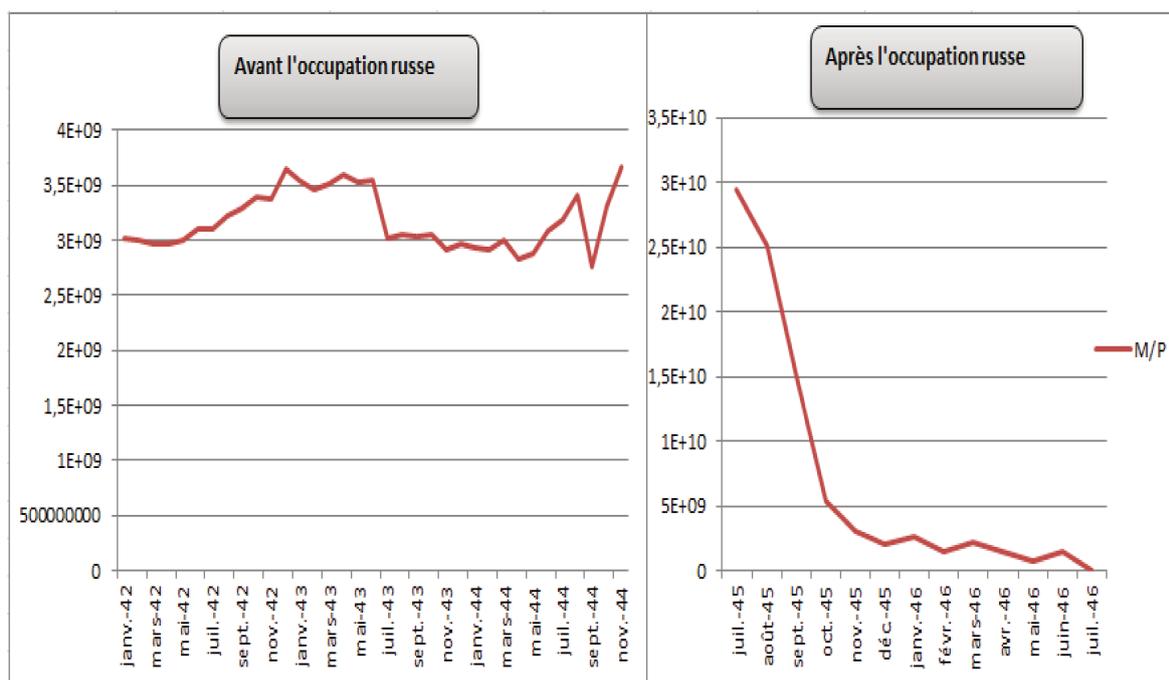
Le graphique 4.3 fait apparaître une dégradation tendancielle de la confiance dans le pengo. Entre juillet et décembre 1945, la confiance dans la monnaie domestique se détériore brutalement, traduisant une fuite devant le pengo. L'unité monétaire nationale souffre d'une forte concurrence des monnaies extérieures en l'occurrence le dollar américain. Ce dernier est utilisé dans les paiements intérieurs : « *The Hungarian public, both consumers and businessmen, chose yet another road. In a phenomenon unique in the history of inflations, the dollar became the principal medium of payment in the Hungarian economy in October and November 1945, thus doubling the country's eroded money supply. Consumer items, say shoes or sugar, were priced and routinely paid for in dollars.* » (Louis Mark, 1982, p. 202). Les pratiques monétaires parallèles se sont donc exacerbées dans cet épisode 2. Afin de restaurer la monnaie domestique, les autorités monétaires mettent en place une réforme monétaire — cela a consisté en l'introduction d'une nouvelle unité de compte appelée pengo fiscal.

L'introduction du pengo fiscal comme unité de compte en janvier 1946 a permis de stabiliser temporairement le pouvoir d'achat de la monnaie. En effet, entre janvier et juin, la masse monétaire réelle se stabilise, car la nouvelle unité de compte a permis d'ajuster la valeur nominale du pengo en fonction de l'évolution du niveau général des prix. Par exemple, si les prix augmentent de 10%, les dépôts bancaires sont valorisés de 10%. Cette technique consiste à préserver le pouvoir d'achat des agents économiques prend fin dans le mois d'avril 1946 (Nogaro, 1948b). En d'autres termes, les mécanismes d'ajustement automatique du pouvoir d'achat de la monnaie prennent fin. Par conséquent, la contestation du pengo atteint un niveau critique en juillet : la masse monétaire réelle tend vers zéro, ce qui témoigne d'une disparition du pengo en circulation.

4.3. FAITS STYLISÉS ET ANALYSE DE L'ÉPISODE 2

L'épilogue de la crise monétaire hongroise met en lumière l'importance des monnaies étrangères dans la dynamique de cette crise, au vu de la quantité de devise retirée de la circulation par la Banque Centrale : « *D'ailleurs le dollar n'apparaît pas ici seulement comme une monnaie étrangère. Il se présente sous la forme de billets à l'intérieur du pays ; il est recherché, ainsi que l'or, comme une monnaie qui conserve son pouvoir d'achat [...] Au moment de la restauration monétaire, la Banque nationale hongroise a recueilli la valeur d'une douzaine de millions de dollars en devises étrangères — surtout en billets des Etats-Unis — et en or, alors que la valeur globale des pengoes billets retirés de la circulation atteignait 14 millions de florins seulement.* » (Nogaro, 1948b, p. 159). Ces faits soulignent le rôle prépondérant des monnaies étrangères dans la trajectoire de la crise monétaire hongroise ; le graphique 4.3 montre que la confiance dans le pengo s'est dégradée après l'occupation russe.

Graphique 4.3 – L'évolution de la masse monétaire réelle (M/P) en Hongrie entre 1942 et 1946



Source : Données de Siklos (1991), construction personnelle

4.4. Pengo fiscal et tentative de stabilisation en Hongrie en 1946

Le pengo fiscal apparaît en janvier 1946 dans un contexte marqué par une baisse continue du pouvoir d'achat de la monnaie : les recettes réelles de l'État ne parviennent plus à couvrir les dépenses ; de même, les agents économiques préfèrent épargner en monnaie étrangère, notamment en dollar américain (Nogaro, 1948a,b). Ce dernier constitue la principale unité de paiement ; l'introduction du pengo fiscal constitue alors un moyen de modifier les pratiques monétaires des acteurs économiques. Cette expérience n'est pas nouvelle en Hongrie ; une réforme de même type a été menée des décennies auparavant, précisément entre février et juin 1924. Contrairement à l'expérience de 1924, les objectifs assignés au pengo fiscal n'ont pas été atteints. L'objectif de cette section est de montrer pourquoi l'introduction de la taxe pengo⁸ a été un échec.

4.4.1. Échec de la réforme de pengo fiscal

- **Fonctionnement du pengo fiscal**

C'est dans un contexte marqué par une flambée des prix et par une concurrence monétaire que le pengo fiscal a été introduit par les autorités monétaires le 1er janvier 1946. Cette unité monétaire a coexisté au côté du pengo en tant qu'unité de compte et réserve de valeur entre janvier et juin 1946. À partir du 1er juin 1946, le pengo fiscal devient une unité de paiement. Pendant près de deux mois, la Hongrie disposait officiellement de deux unités de paiement ; le rapport d'échange entre la tax pengo et le pengo est fixé en fonction du taux d'inflation passé. Selon Varga (1949), cette réforme constitue le moyen de fournir une unité de compte stable aux acteurs économiques. Il est important de souligner qu'en l'absence d'une telle mesure, la valeur réelle du crédit remboursé baisse du fait de l'évolution continue des prix ; il est donc avantageux pour les agents économiques d'emprunter auprès des banques : ces dernières sont alors désavantagées.

Avec l'introduction du pengo fiscal, tout crédit est remboursé selon sa valeur réelle de départ. Le montant du crédit reste constant en termes réels pendant toute la durée du prêt ; le fait

8. Tax pengo, pengo fiscal sont des synonymes.

4.4. PENGO FISCAL ET TENTATIVE DE STABILISATION EN HONGRIE EN 1946

de rembourser une quantité importante de pengo réduit les encaisses détenues par les agents économiques et pourrait freiner la hausse des prix : « *It was to be hoped that the valorization of the commercial credits by means of the tax-pengö would ensure the reflow of at least part of the great quantity of money issued in the course of the inflation. If on January 1, 1946, the date of the introduction of the tax-pengö, when 1 tax-pengö was equal to 1 paper-pengo, somebody contracted a short-term credit of 1 million pengos on the condition that after three months he would have to pay back as many times more paper-pengös as it had been necessary to issue in consequence of the inflation, the repayment of the larger amount of paper-pengö would, it was thought, to some extent counterbalance the effects of the inflation.* » (Varga, 1949, p. 958)

Ce système consistant à conclure les activités de prêt dans une unité de compte domestique stable a été appliqué dans le domaine des finances publiques (Nogaro, 1948a,b). L'objectif poursuivi est de protéger les recettes publiques qui ne cessaient de baisser avec la hausse des prix. Ce faisant, les impôts et taxes sont fixés en pengo fiscal, mais le paiement s'effectue en pengo selon le cours du change entre les deux unités monétaires domestiques. De ce fait, la valeur réelle des recettes publiques reste constante dans le temps. Un autre domaine d'application du système de pengo fiscal est le système bancaire (Nogaro, 1948a,b). En effet, les dépôts bancaires libellés en pengo fiscal sont valorisés lors du retrait — et ce en fonction du taux de change entre l'unité de compte et l'unité de paiement. Par exemple, un dépôt de 7000 pengos effectués à la période t_1 vaut 700 pengos fiscaux pour un taux de change qui est égal à 1 pengo fiscal pour 10 pengos. Si à la période t_2 , ce taux de change passe à 20 alors les dépôts sont valorisés et passent à 14000 pengos. L'objectif de cette technique bancaire est de protéger les avoirs des agents économiques de l'inflation. Tels sont les modes de fonctionnement de la tax pengö. Toute la question est de savoir si les résultats attendus de cette réforme ont été atteints.

• Les résultats de la réforme du pengo fiscal

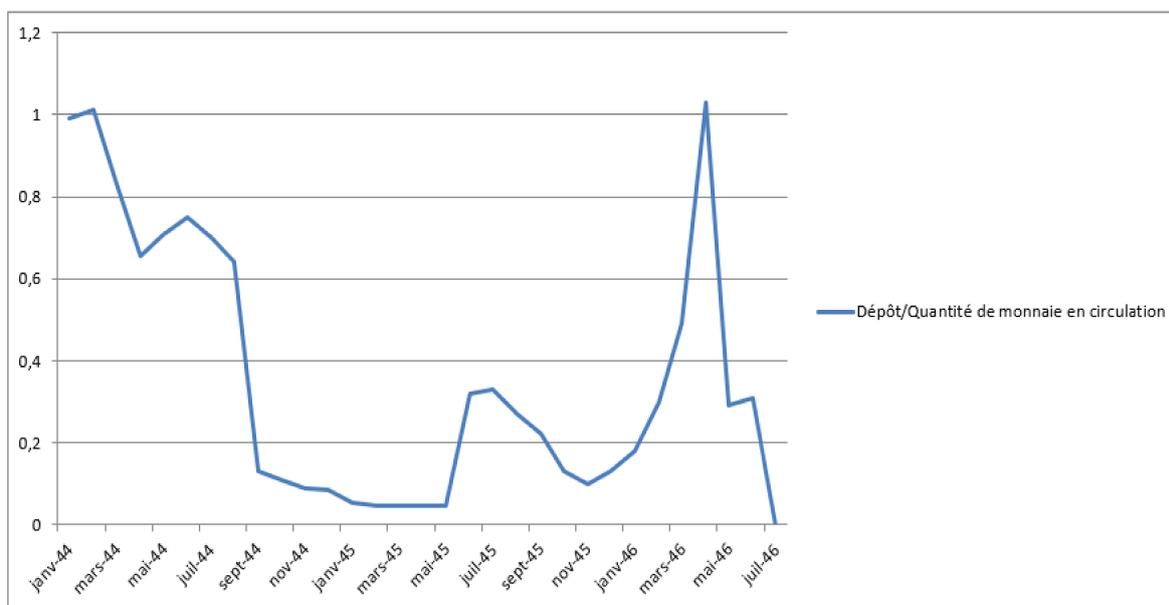
La question que nous nous posons est de savoir si le pengo fiscal a freiné la fuite devant le pengo. Selon Nogaro (1948a,b) et Varga (1949), l'introduction du pengo fiscal a été un échec. À la différence de ces auteurs, nous nous proposons d'approfondir leur point de vue à l'aide de données statistiques. Partons de l'hypothèse que si les agents économiques utilisent le pengo fiscal comme un instrument d'épargne, et emploient le pengo comme la principale unité de paiement alors la demande de dollar pour l'épargne et les paiement va baisser⁹, ce qui va freiner

9. Selon Nogaro (1948a, p. 530), la valorisation des dépôts avait pour objectif de réduire la demande

4.4. PENGÓ FISCAL ET TENTATIVE DE STABILISATION EN HONGRIE EN 1946

ou réduire le rythme de croissance du taux de change : statistiquement, le montant des dépôts dans la masse monétaire augmente.

Graphique 4.4 – L'évolution du ratio dépôts/monnaie en circulation en Hongrie entre 1944 et 1946



Source : Bomberger et Makinen (1983), Siklos (1991), construction personnelle

Le graphique 4.4 met en relief la part des dépôts dans la quantité de monnaie en circulation ; celle-ci augmente pendant la période d'existence du pengó fiscal en tant qu'unité de compte, c'est-à-dire entre janvier et mai 1946. À première vue, il est possible de conclure que la réforme a modifié les pratiques monétaires et financières des acteurs économiques, mais force est de remarquer que cela n'a pas été durable. En effet, les unités monétaires domestiques ont été pour la plupart déposées dans les institutions bancaires, mais de façon temporaire juste le temps que celles-ci soient valorisées. Cela pose aussi la question de l'acceptation de la tax pengó ; un tel comportement vis-à-vis des institutions bancaires montre que la nouvelle unité de compte n'a pas été acceptée par les acteurs économiques. Sinon, ces derniers détiendraient plus longtemps leurs dépôts dans les banques : *« It should first be noted that this neutralization can only occur to the extent that the sums received in regular money and which are not immediately spent, can be laid aside and then used again, after multiplying them by a factor corresponding to the price index. Bank customers in Hungary had adopted the habit of depositing their liquid funds in the de devise.*

4.4. PENGO FISCAL ET TENTATIVE DE STABILISATION EN HONGRIE EN 1946

evening so as to withdraw them, revalorized, the next morning. » (Nogaro, 1948a, p. 540). Une autre idée qui se cache derrière cette observation faite par Nogaro est qu'une fois le montant des dépôts revalorisés, les agents économiques les retirent et les convertissent par la suite en devise. Cela exerce une pression supplémentaire sur le marché des changes si bien que le cours du change progresse de façon fulgurante.

L'échec du pengo fiscal dans le changement des pratiques monétaires et financières débouche sur un problème qui est celui de la forte fluctuation du taux de change entre le tax pengo et le pengo. Cette fluctuation est le signe d'une défiance vis-à-vis de la nouvelle unité de compte et des autorités monétaires. Signalons que le taux de change entre les deux unités monétaires domestiques dépend du taux d'inflation passé. Autrement dit, sa forte progression (tableau 4.4) montre que le rythme du taux d'inflation s'est accru entre janvier et mai 1946. Cette forte progression du taux de change n'est pas sans conséquence sur la stabilité de l'unité de compte. Selon Varga (1949), les prix ont augmenté dans la tax pengo parce qu'il y a eu un écart entre la « *valeur légale* » et la « *valeur réelle* ». La première était inférieure à la seconde si bien que les pengos reçus lors des opérations de ventes étaient en deçà de leur valeur réelle. Pour éviter cela, les vendeurs augmentent le prix de leurs biens en pengo fiscal de sorte à compenser l'écart entre la « *valeur légale* » et la « *valeur réelle* ». Cette différence de valeur constitue, selon Varga (1949), une raison de l'échec de la tax pengo à laquelle il ajoute plusieurs facteurs économiques, notamment la faiblesse de la production et la forte progression de la demande, puis la hausse des salaires nominaux. Ajoutons à cela, la courte échéance des dépôts bancaires, un constat fait par Nogaro (1948a) et qui selon Varga (1949) a contribué à l'échec du tax pengo.

4.4. PENGÓ FISCAL ET TENTATIVE DE STABILISATION EN HONGRIE EN 1946

Tableau 4.4 – Variation du taux de change (pengó fiscal/pengó) en Hongrie en 1946

Années	Variation en % du taux de change (pengó fiscal/pengó)
1 janvier 1946	-
1 février 1946	70
28 février 1946	479,41
3 avril 1946	346,7
12 avril 1946	140,9
12 mai 1946	2683,01
31 mai 1946	3561,01

Source : Etudes et conjoncture - Economie mondiale (1946), construction personnelle

4.4.2. Les conditions politiques et sociales de la mise en œuvre du tax pengó

Notre idée est que la réforme du pengó fiscal a souffert d'un manque de légitimité. Pour corroborer cette idée, deux arguments vont être développés autour des conditions légales et sociales qui entourent cette réforme. Ces conditions permettent de souligner l'insuffisance des dimensions sociales et politiques de cette réforme. Le tax pengó a été introduit par un décret datant du 5 décembre 1945 et publié deux jours après dans le journal officiel, soit soit le 7, mais il faut attendre le 1er janvier 1946 pour que le décret entre en vigueur (Banyai, 1971, p. 5). La procédure légale par laquelle le pengó fiscal a été introduit, montre que le tax pengó n'a pas eu l'aval des autres forces politiques et groupes sociaux. La décision a été prise au niveau supérieur sans aucune consultation de la population¹⁰. Cela n'est pas surprenant, car des tensions existaient au sein de la coalition arrivée au pouvoir lors des élections d'octobre 1945, notamment en ce qui concerne le partage du pouvoir (Mende, 1948, pp. 172-3). Ce climat politique tendu pourrait expliquer pourquoi le « *comité de reconstruction* » (Husztí, 2016) s'est tenu plus tard, c'est-à-dire en mars 1946. À cette date, le pengó fiscal était déjà fragilisé.

Un autre élément qui jette des doutes sur les défaillances sociales de la réforme réside dans l'importance des entités responsables de la fixation du cours du tax pengó. Ce rôle a été assigné au ministre des Finances qui était en charge de la collecte des données sur les prix qui servait de

10. Contrairement à l'expérience de 1924, la sparkrone a été introduite suite à une consultation parlementaire.

4.4. PENGO FISCAL ET TENTATIVE DE STABILISATION EN HONGRIE EN 1946

base à la détermination du taux de change entre les deux unités monétaires domestiques (Banyai, 1971). Cet élément est très capital dans nos réflexions ; cela montre que les acteurs de l'économie et de la société n'ont pas pris part à la détermination de la valeur du pengo fiscal, ce qui l'a fragilisé et a rendu son acceptation difficile par les agents économiques. Si la réforme présente des avantages sur le plan économique, il reste que celle-ci n'a pas ni l'adhésion ni l'implication des groupes sociaux et des forces politiques, ce qui explique pourquoi le pengo fiscal n'a pas été accepté par les acteurs de la société. Le manque d'action commune autour du projet de réforme a conduit à son échec malgré les garanties économiques dont dispose le pengo fiscal pour son utilisateur.

4.4.3. De l'échec du pengo fiscal à un système basé sur l'or

La stabilisation de la monnaie hongroise a certes été rendue possible par les conditions économiques favorables, mais soulignons aussi les conditions politiques et sociales propices qui ont contribué à la réussite de ce plan. Les conditions économiques ont été bien résumées par Varga et Nogaro. Il s'agit de la bonne récolte enregistrée en 1946, de la mise en place d'une réforme fiscale puis d'une politique de prix et de revenu adéquate (Varga, 1949, 1959). Deux facteurs importants sont à distinguer dans cette réforme monétaire ; il s'agit de la question de la couverture et de la convertibilité en or du forint¹¹, et de l'aval des acteurs de la société dans l'élaboration de la réforme monétaire. S'agissant de la couverture de la nouvelle unité monétaire qui est le forint, des mesures ont été prises afin d'augmenter les réserves de devises nécessaires à la couverture de la nouvelle monnaie. Après des négociations avec les États-Unis, la Hongrie a pu bénéficier du rapatriement d'un important stock d'or emporté par l'armée allemande en 1945 (Etudes et conjoncture - Economie mondiale, 1946). Ce stock s'élève à 22 tonnes d'or soit une valeur de 32 millions de dollars-or (He, 2018), ce qui a permis à la Hongrie d'augmenter ses réserves de devise. Ainsi, les réserves de la Banque Centrale sont estimées à 44 millions de dollars-or, ce qui permet de couvrir le forint à hauteur de 51,76% (Etudes et conjoncture - Economie mondiale, 1946). La couverture de la nouvelle monnaie est assurée, mais force est de constater que le taux de couverture du forint au lieu d'être total n'est que partiel. En ce qui concerne la règle de convertibilité, soulignons avec Winklé (1947, p. 189) que le forint est convertible non seulement en or, mais aussi en monnaie étrangère.

11. Le forint a été introduit le 1er août 1946.

4.4. *PENGO FISCAL ET TENTATIVE DE STABILISATION EN HONGRIE EN 1946*

De plus, l'or ou les devises étrangères ne circulaient pas parallèlement au forint ; cette particularité relative aux devises de rattachement et à la circulation de celles-ci font du nouveau régime un système d'étalon de change-or¹². En adoptant ce système, les banques avaient l'obligation de détenir 100% de leurs réserves (He, 2018, p. 112). Cette règle oblige les banques à limiter leurs prêts aux acteurs économiques, si bien que la politique monétaire perd son autonomie. C'est le constat fait par Winklé (1947, p. 189) : « *Credits were extremely restricted. None were granted at first for investment purposes.* » Toutefois, l'État peut bénéficier de prêts à condition que celui-ci fasse des dépôts en or ou en monnaie étrangère auprès de la Banque Centrale (He, 2018, p. 112). Les dispositifs qui entourent ce nouvel arrangement monétaire ont pour objectif d'éviter des politiques monétaire et budgétaire *laxistes*.

Le choix d'une monnaie gagée sur l'or dans un contexte d'instabilité monétaire, réduit les risques de fuite devant la monnaie, puisqu'elle est couverte et convertible en or ou en devise. C'est l'argument avancé généralement par les défenseurs des régimes d'étalon-or ou d'étalon change-or¹³. Ainsi, le choix d'un système d'étalon change-or apporte une garantie aux agents économiques quant à la stabilité de valeur de la monnaie nationale — les règles de convertibilité et de couverture sont sources de confiance. Cependant, cette dernière a d'autres fondements d'ordre sociopolitique. En effet, sur le plan politique, la situation est particulièrement marquée par une coalition et une attente visant à stabiliser la monnaie nationale. Après un consensus entre les différents partis, la coalition valide le nouveau plan de réforme le 21 mai 1946 au conseil des ministres (Janos, 2016, p. 194). Cette action commune des partis politiques a été, selon nous, un élément très important dans la réussite du plan de réforme monétaire : c'est une condition essentielle et préalable à la mise en œuvre de toute réforme.

Ce consensus entre les différents leaders politiques envoie un signal fort aux acteurs économiques et sociaux quant à la stabilité et à l'avenir de la monnaie nationale, d'où la confiance des acteurs de la société dans la réforme monétaire : « *Un élément important du succès de la réforme monétaire de 1946 a été que l'opinion publique l'ait accueillie et l'ait accueillie avec confiance*¹⁴. » (Varga, 1959, p. 92). Ainsi, la question de l'acceptation de la monnaie ne se pose plus ; la dimension politique et sociale de cette réforme est très importante pour comprendre pourquoi le forint fut accepté par les agents économiques. L'action commune des groupes so-

12. Desquilbet et Nenovsky (2005) mettent en relief différentes variantes du système d'étalon-or.

13. Pour un examen détaillé du système d'étalon-or, voir Desquilbet et Nenovsky (2005).

14. « *Ein wichtiges Element für den Erfolg der Währungsreform des Jahres 1946 war es, daß die öffentliche Meinung ihr mit Vertrauen entgegenseh und begegnete.* » (Varga, 1959, p. 92).

4.4. PENGO FISCAL ET TENTATIVE DE STABILISATION EN HONGRIE EN 1946

ciaux et des forces politiques a été d'une importance capitale dans la réussite du plan de réforme monétaire d'août 1946. Pour comprendre la réussite de la réforme monétaire hongroise, il est important de distinguer les facteurs économiques, notamment la question de la couverture et de convertibilité du forint en or. Mais il est tout aussi nécessaire de considérer les facteurs sociopolitiques qui ont concouru à la réussite de cette réforme. L'effet conjugué de ces deux facteurs a permis de stabiliser la monnaie hongroise.

Conclusion du chapitre 4

L'hyperinflation hongroise met en lumière le rôle des facteurs institutionnels et politiques dans l'effondrement du pengo. La monnaie domestique est remise en cause du fait de la faiblesse des institutions monétaires et de la pénurie de moyens de paiement nationaux, ce qui a conduit les acteurs économiques à adopter d'autres monnaies dans les transactions intérieures. Tel est l'essentiel de l'épisode 1 de cette crise où la pénurie de moyens de paiement domestiques a débouché sur l'emploi des unités monétaires étrangères dans les paiements. Ce désordre monétaire s'est poursuivi après l'occupation russe à cause d'un certain nombre de facteurs politiques et économiques. Ces derniers sont spécifiques à la stabilité du pengo. Il s'agit de la détérioration de l'unité de compte et de l'érosion du pouvoir d'achat de la monnaie dues aux tensions inflationnistes.

Il y a aussi les conditions politiques qui ont fragilisé le pengo ; en fait, la confusion politique a perduré jusqu'en début d'année 1946 année dans laquelle a émergé un compromis entre les différents acteurs politiques. Les pratiques monétaires en Hongrie s'expliquent par des facteurs d'ordres politiques et institutionnels : ces pratiques nous ont permis d'appréhender le phénomène hyperinflationniste. La monnaie américaine a été utilisée comme la principale unité de paiement dans les transactions intérieures. Face à la disparition du pengo, les autorités hongroises mettent en place une première réforme destinée à restaurer la monnaie domestique, mais cette réforme s'est soldée par un échec. Nous montrons que cet échec est dû à l'exclusion de certains acteurs de la société. Une seconde réforme plus rigide basée sur l'or a été mise en place afin de restaurer la monnaie nationale. Contrairement à la première, cette seconde réforme a obtenu l'adhésion des acteurs clés de la société.

De la réforme agraire à l'hyperinflation : l'expérience zimbabwéenne (1997-2008)

« Les crises monétaires sont les moments privilégiés pour analyser le fait monétaire dans toute sa complexité. Dans ces crises, en effet, la monnaie est remise en question et dénaturée ; le voile monétaire se déchire et l'essence de la monnaie comme construction sociale apparaît au grand jour. Sont aussi révélés les fondements de l'acceptation des formes monétaires qui ont cours dans chaque société, acceptation reposant sur les rapports de confiance d'ordre économique, mais aussi politique et symbolique. » (Théret, 2007b)¹

Moins d'un mois après l'annonce du programme de réforme agraire par les autorités zimbabwéennes, le dollar zimbabwéen enregistre le 14 novembre 1997 une dépréciation de l'ordre de 75% par rapport au dollar américain, une première depuis sa création en 1980, au point que ce jour est baptisé le « *black Friday* » au Zimbabwe (Kairiza, 2009, p. 5). Une décennie après ce choc de change, le Zimbabwe subit ce qui est considéré comme la deuxième plus grande hyperinflation au monde avec un taux d'inflation mensuel estimé à $7,96.10^{10}\%$ en novembre 2008, soit un doublement des prix toutes les 24,7 heures (Hanke et Krus, 2012). Les incertitudes provoquées par l'annonce du programme de réforme agraire ont suscité une défiance à l'égard du dollar zimbabwéen, ce qui a entraîné une fuite massive de capitaux et un déficit du solde de la balance des transactions financières provoquant l'importante dépréciation du dollar zimbabwéen. Ce n'est

1. Quatrième de couverture.

pourtant qu'à partir de l'année 2000 que les autorités zimbabwéennes procèdent à l'exécution du programme de réforme agraire. C'est le début de l'expropriation des terres appartenant aux fermiers britanniques. Faute de moyens financiers et d'organisation, les terres récupérées n'ont pas été suffisamment exploitées si bien qu'« environ 70% de la population zimbabwéenne avait besoin d'une assistance alimentaire » en 2008 (International Monetary Fund, 2009b, p. 5). Dans le même temps, le PIB chute d'environ 40% entre 2000 et 2007. Cette baisse importante du produit intérieur brut s'accompagne d'un déficit persistant du solde commercial au début des années 2000. Le déficit conjugué du solde de compte courant et du solde de la balance des transactions financières a exacerbé la crise de change amorcée en 1997.

La crise se caractérise par la destruction progressive du dollar zimbabwéen ; ce dernier a été concurrencé par d'autres monnaies, en l'occurrence le dollar américain et le rand sud-africain. Cette concurrence entre la monnaie nationale et les monnaies étrangères a nourri la crise monétaire jusqu'à la dollarisation du pays en 2009². Depuis lors, la monnaie nationale a disparu de la circulation alors qu'en 1980, l'année de son introduction, plus de 95% des transactions se déroulaient en monnaie locale (Makochekanwa, 2011). L'hyperinflation zimbabwéenne est ainsi révélatrice d'un rejet de la monnaie nationale, ce qui s'est traduit par l'utilisation des unités monétaires étrangères dans les paiements. C'est la dernière phase d'un processus d'affaiblissement progressif de la monnaie domestique.

Dans les travaux consacrés au processus (hyper)inflationniste au Zimbabwe, on peut distinguer deux grandes familles d'explications. Il y a d'une part les travaux qui insistent sur le rôle des coûts et de l'insuffisance de la production. D'autre part, nous avons les travaux d'inspiration quantitativiste qui soulignent le rôle du déficit budgétaire et donc de la création monétaire dans la dynamique de l'hyperinflation zimbabwéenne.

Pour Kairiza (2009), l'accélération des prix enregistrée au Zimbabwe entre 1997 et 1999 est due à la dépréciation du taux de change. Quant à la période allant de 2000 à 2003, la hausse des prix enregistrée est le fait de la baisse de la production nationale et de la hausse des salaires nominaux. D'autres études économétriques ont mis en lumière le rôle du taux de change dans la dynamique de l'inflation zimbabwéenne ; ce sont les travaux de Mandizha (2014). Il ressort de ces études que le taux de change a fortement influencé le niveau des prix via la hausse des coûts des biens importés. Ces idées sont partagées par les rapports de la Banque Africaine de Développement (AfBD) et de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques

2. La dollarisation a été officialisée par les autorités zimbabwéennes en janvier 2009 (Kairiza, 2009)

(OCDE) (AfDB/OECD, 2002, 2003, 2004). Dans ces rapports, la hausse des coûts à l'importation due à la dépréciation du change constitue l'un des facteurs explicatifs de l'inflation, enregistrée à la fin des années 1990 et au début des années 2000. De plus, ces rapports insistent sur la baisse de la production agricole, et sur la chute de la production dans les autres secteurs clés de l'économie.

Quant à la période hyperinflationniste³, Kairiza (2009) souligne le rôle prépondérant de la création monétaire. Un point de vue partagé par Hanke (2008) et Koech (2011) qui accusent la politique monétaire laxiste de la Banque Centrale. Plusieurs raisons expliquent cette création de monnaie. Il y a la participation du Zimbabwe dans la guerre en République Démocratique du Congo en 1998 (Noko, 2011) et les pensions versées aux vétérans de guerre (International Monetary Fund, 2000, 2005), puis l'augmentation des salaires des fonctionnaires (AfDB/OECD, 2003, 2004). Ces dépenses ont entraîné une hausse du déficit budgétaire; on peut trouver les tentatives de justifications empiriques de cette idée dans les travaux de Makochekanwa (2007a).

Cependant, ces diverses études omettent le volet qualitatif et historique de cette crise hyperinflationniste, autrement dit le rôle des pratiques monétaires. Ces études ne permettent pas de saisir le rejet et l'effondrement de la monnaie zimbabwéenne. C'est pourquoi une analyse qualitative de la crise monétaire zimbabwéenne est nécessaire afin de repérer l'ensemble des facteurs qui ont concouru à la destruction de la monnaie. Dans ce chapitre, nous cherchons à mettre en avant le rejet du dollar zimbabwéen par les acteurs économiques. Les pratiques monétaires telles que l'indexation des prix sur le cours du change, l'utilisation des unités de monnaie étrangère dans les paiements permettent de comprendre la trajectoire de l'hyperinflation zimbabwéenne. Mieux, il s'agit d'identifier les canaux par lesquels le programme de réforme agraire a conduit à la destruction de la monnaie nationale.

Selon nous, la réforme agraire a entraîné à court terme une fuite de capitaux, puis une baisse de la production à long terme, alimentant une dépréciation de la monnaie nationale qui débouche sur des pressions inflationnistes. Ces dernières fragilisent les différentes fonctions de la monnaie domestique, ce qui débouche sur des pratiques d'indexations des prix sur le cours du change et l'utilisation du dollar américain dans les paiements. Selon nous, ces pratiques monétaires parallèles signalent l'hyperinflation. C'est la séquence causale de l'hyperinflation zimbabwéenne qui va être proposée dans ce chapitre; il se structure autour de deux principales sections. La première section met en évidence les caractéristiques de l'économie zimbabwéenne

3. L'hyperinflation débute, selon Hanke et Krus (2012), en mars 2007 pour finir en novembre 2008.

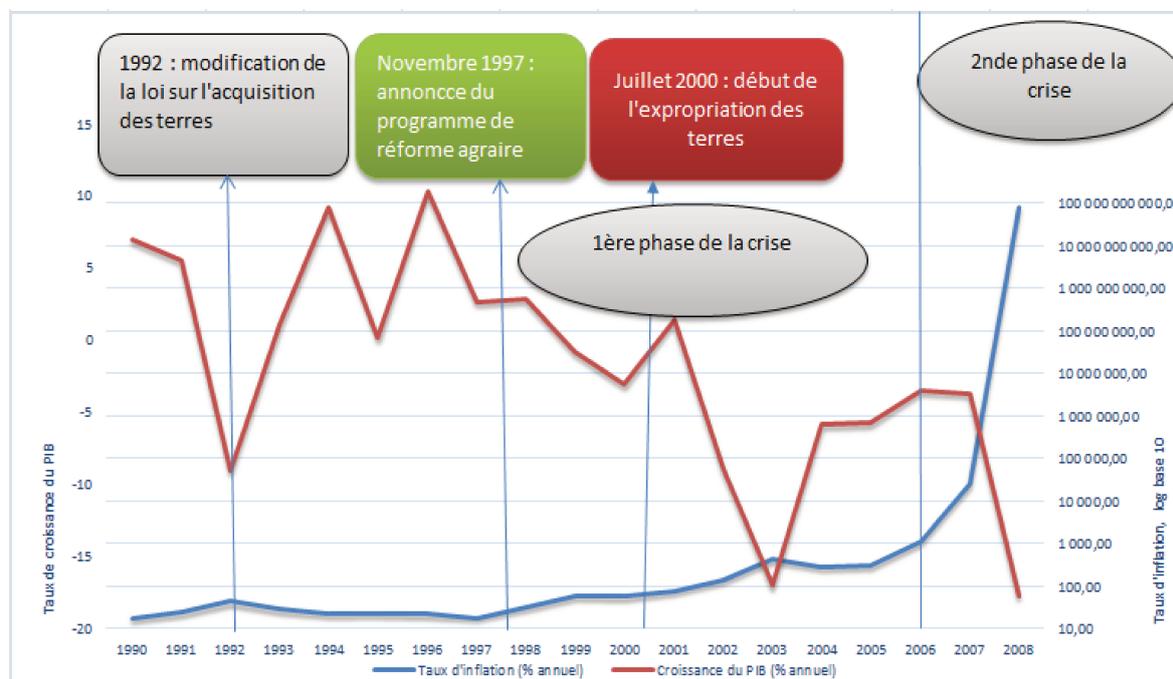
et les secteurs touchés par la réforme agraire. Dans une deuxième section, il s'agira d'analyser le rôle des pratiques monétaires parallèles telles que les phénomènes d'indexation des prix et des salaires sur le taux de change et l'utilisation du dollar américain comme moyen de paiement dans la dynamique de l'hyperinflation zimbabwéenne. Cette section s'intéresse aussi à la stabilisation de l'hyperinflation obtenue grâce à la dollarisation de l'économie.

5.1. Faits stylisés

Le graphique 5.1 présente l'évolution du taux d'inflation et celle du PIB au Zimbabwe. Notre analyse de la crise monétaire débute en 1997 et s'arrête en 2008, car au début de l'année 2009, la dollarisation met un terme à l'hyperinflation. À partir de l'évolution du taux d'inflation, il est possible de distinguer deux grandes phases de la crise monétaire zimbabwéenne. La période allant de 1997 à 2006 correspond à la première. C'est lors de cette période que le taux d'inflation passe de deux à trois chiffres, et que les autorités zimbabwéennes (en 2000) se livrent à l'expropriation des terres. La seconde phase correspond à la période allant de 2006 à 2008. Lors de cette phase, le taux d'inflation franchit la barre de quatre chiffres entre 2006 et 2008. Aussi, on retrouve les traces des pratiques d'indexation des prix sur les cours du change autour de l'année 2006 (Jefferis et al., 2013). Avant de procéder à l'étude de ces différentes périodes, nous allons d'abord analyser les effets du programme de réforme agraire sur la production nationale et sur les comptes extérieurs du Zimbabwe.

5.1. FAITS STYLISÉS

Graphique 5.1 – Taux de croissance annuels du PIB et de l'inflation au Zimbabwe entre 1990 et 2008



Source : Banque Mondiale (2016), indicateurs de développement dans le monde, et de Hanke et Kwok (2009)⁴, construction personnelle

5.1.1. Le contexte socio-politique

Le conflit agraire est bien antérieur à l'indépendance de la Rhodésie du Sud en 1980. L'une des principales causes défendues par les indépendantistes est la modification de la répartition des terres, avec comme objectif majeur : davantage d'équité dans celle-ci. C'est le constat fait par Chitiyo (2000, p. 1) : « *In the past decade, Zimbabwe has been simultaneously confronted by two enormous and inter-related socio-economic challenges : the land question and the issue of war veterans. The land question is both a cause and consequence of Zimbabwe's struggle for liberation, the Second Chimurenga (1966-1980). However, it had its origins in the initial anti-colonial struggle, the First Chimurenga (1896-1897).* » Le mouvement des indépendantistes remonte à la fin du XIXe siècle en Rhodésie du Sud. La « *Second Chimurenga* », c'est-à-dire la seconde « *guerre de libération* » a été la plus sanglante, et a débouché sur une guerre civile qui a finalement

4. Le taux d'inflation a été calculé à partir de l'indice des prix à la consommation. Entre 1990 et 2007, le taux d'inflation est exprimé en termes annuels. Le taux d'inflation observé en 2008 (exprimé en termes mensuels) est celui de novembre de l'année 2008. Il est de $7,96.10^{10}$ %.

conduit la Rhodésie du Sud vers son indépendance en 1980. Les indépendantistes prennent alors immédiatement le pouvoir. Les nouvelles autorités jouent la carte de l'apaisement : « *After 1980, the new government, anxious to attract foreign investment, underlined its "reconciliation" theme by declaring that white farmers were not the enemy and were in fact a valuable asset to the new Zimbabwe.* » (Chitiyo, 2000, p. 12). Ce compromis a permis au Zimbabwe d'obtenir des taux de croissance élevés (le taux croissance annuel moyen dans la décennie 1980 est de 2,5%⁵).

Pendant cette décennie, l'acquisition des terres par le gouvernement s'est déroulée selon une méthode consensuelle. Les terres peuvent être rachetées par le gouvernement à condition que les propriétaires soient disposés à les vendre. En l'absence de consensus, les propriétaires ne sont pas obligés de vendre leurs propriétés (Moyo, 2000; Chilunjika et Uwizeyimana, 2015). Toutefois, ce compromis ne dure pas : au début des années 1990, une importante sécheresse entre 1990 et 1993 provoque un bilan économique et social catastrophique (Chitiyo, 2000). Alors que l'espérance de vie à la naissance en moyenne est de 60,8 ans pendant la décennie 1980, elle passe à 56,4 ans entre 1991 et 1993 (Banque Mondiale, 2016). Les prix des biens de première nécessité augmentent de 300% (en rythme annuel) entre 1990 et 1993, et près de 2 millions⁶ de personnes sont sans emploi en 1992 (Chitiyo, 2000). Le taux de croissance annuel moyen entre 1991 et 1993 est de -8,75%⁷. Cette détérioration de la situation économique et sociale débouche sur des mouvements de protestation, notamment dans les zones rurales (Chitiyo, 2000). C'est dans ce contexte que la question foncière refait surface. Les autorités zimbabwéennes tentent alors de la résoudre en employant des mesures destinées à restituer les terres aux autochtones.

Une loi sur l'acquisition des terres entre en vigueur en 1992. Le compromis entre les fermiers britanniques et les autorités se fragilise. Le contrat de gré à gré n'est plus à l'ordre du jour. Désormais, les fermiers britanniques sont obligés de vendre leurs terres (Moyo, 2000). Il faut attendre le 14 novembre 1997 pour que la liste des propriétés concernées par cette réforme soit connue. C'est le début d'une instabilité politique et sociale qui va durer près d'une décennie : « *Une distribution des terres très inégale a toujours menacé la cohésion sociale depuis l'indépendance du pays et la question foncière est devenue une préoccupation dominante au cours des quatre dernières années. Vingt ans après la proclamation de l'indépendance (1980), la distribution des terres n'est toujours pas plus équitable. Quelques 4.500 grandes exploitations "commerciales", la*

5. Calculé à partir des données de Banque Mondiale (2016).

6. En 1992, la population zimbabwéenne est estimée selon les données de la Banque Mondiale (2016) à près de 11 millions d'habitants.

7. Le taux de croissance moyen a été calculé à partir des données issues de Banque Mondiale (2016).

5.1. FAITS STYLISÉS

plupart entre les mains d'agriculteurs blancs, occupent 11 millions d'hectares (ha) sur les terres les plus fertiles et les mieux irriguées du pays. De l'autre côté, on trouve 1.2 million de familles, soit environ la moitié de la population, vivant sur 16.3 millions d'hectares de terres communales de mauvaise qualité et exposées à la sécheresse [...] En novembre 1997, le système de vente de gré à gré est abandonné et remplacé par le rachat obligatoire, annoncé par le gouvernement, de 1 471 exploitations commerciales (près de 40 pour cent des terres possédées par les Blancs). Cette décision a plongé le pays dans une grande confusion. » (AfDB/OECD, 2002, p. 339)

Faute de moyens, le gouvernement n'a pu racheter que 50 exploitations sur les 1 471 annoncées (Andrew et Sadomba, 2006). De ce fait, il a multiplié les efforts afin d'enranger les ressources nécessaires à l'indemnisation des fermiers, comme la « *conférence des donateurs* », organisée en 1998 (Andrew et Sadomba, 2006). Mais la conférence ne produit pas les résultats escomptés et le gouvernement ne dispose toujours pas de ressources financières permettant d'indemniser les propriétaires terriens. Il apporte en juin 2000 des modifications à la loi de 1992 afin de faciliter l'acquisition des terres (International Monetary Fund, 2000; De Villiers, 2003). Désormais, les propriétaires ne sont plus indemnisés, ce qui accélère l'expropriation. Cette décision renforce les tensions politiques et sociales. Deux grands groupes s'opposent farouchement, au point de déboucher sur des affrontements et des violences. D'un côté le gouvernement, soutenu par les vétérans de guerre. De l'autre, les fermiers britanniques organisés autour du MDC (Mouvement pour le Changement et la Démocratie)⁸, soutenu par la communauté internationale notamment les États-Unis et l'Union Européenne (Andrew et Sadomba, 2006). Ce sont là les acteurs principaux du paysage politico-économique qui vont entretenir des rapports conflictuels pendant près d'une décennie.

Ce bref aperçu historique permet d'entrevoir le régime d'accumulation⁹ et le mode de régulation¹⁰ du Zimbabwe. Le régime d'accumulation dans ce pays repose sur l'agriculture, qui a fait du Zimbabwe le « *grenier* » de l'Afrique. Entre 60 et 70% des emplois et des revenus

8. Ce parti a été fondé en 1999 à la suite de l'annonce du programme de réforme agraire.

9. Selon Boyer (2004, p. 54), le régime d'accumulation est défini comme « *L'ensemble d'accumulation des régularités assurant une progression générale et relativement cohérente de l'accumulation du capital, c'est-à-dire permettant de résorber ou d'étaler dans le temps les distorsions et déséquilibre qui naissent en permanence du processus lui-même.* ».

10. Le mode de régulation se définit comme « *Tout ensemble de procédures et de comportements, individuels et collectifs, qui a la propriété : - de reproduire les rapports sociaux fondamentaux à travers la conjonction de formes institutionnelles historiquement déterminées; - de soutenir et de « piloter » le régime d'accumulation en vigueur; - d'assurer la compatibilité dynamique d'un ensemble de décisions décentralisées, sans que soit nécessaire l'intériorisation par les acteurs économiques des principes de l'ajustement de l'ensemble du système.* » (Boyer, 2004, p. 54).

proviennent du secteur agricole et ce secteur fournit près de 40% des recettes d'exportation (Shayanewako et al., 2016). De plus, près de 60% des matières premières de l'industrie manufacturière proviennent de l'agriculture (Shayanewako et al., 2016). L'agriculture constitue bien le pilier de l'économie zimbabwéenne. Dans les années 1980, le compromis entre les agriculteurs et les fermiers britanniques a permis de soutenir le mode de régulation. Le choc interne dû à la sécheresse se répercute sur le mode de régulation existant depuis l'indépendance du pays en 1980. Les premiers signes de l'instabilité du mode de régulation apparaissent en 1992, celle-ci se confirme en 1997 et le mode de régulation s'effondre en 2000 avec la loi sur l'expropriation des terres. Les sanctions financières internationales, les tensions politiques et sociales n'auront pas permis de substituer le mode de régulation existant et d'assurer la pérennité du régime d'accumulation. Il s'en suivra une désorganisation profonde de la production nationale et du marché des changes, d'où l'effondrement de l'ordre monétaire en 2008.

5.1.2. De l'échec du programme de réforme agraire à la désorganisation de la production

Lorsque l'expropriation des terres débute en juillet 2000, les autorités politiques utilisent la réforme agraire comme un instrument politique en vue des élections législatives de 2000. Afin d'obtenir la majorité aux élections; les autorités zimbabwéennes promettent de la terre aux électeurs en contrepartie de leurs voix : « *The peasants, meanwhile, have been promised white land in exchange for their vote in the June 2000 elections; and they have also been warned that a new government would ignore their needs.* » (Chitiyo, 2000, p. 18). Ainsi, la terre constitue un instrument politique à la disposition des autorités zimbabwéennes afin d'asseoir leur légitimité, ce qui fait que les terres reparties reviendraient aux partisans du pouvoir en place. Les ex-combattants constituent les principaux artisans de cette réforme, car ils ont été à l'origine de plusieurs irrégularités et violences enregistrées pendant la phase de répartition des terres. Entre 2000 et 2001, ils ont saisi certaines terres appartenant aux fermiers britanniques, le tout sous les yeux protecteurs du régime en place (Chitiyo, 2000; AfDB/OECD, 2002). Au final, les plus grands bénéficiaires des terres saisies ne sont pas la population rurale, mais plutôt les partisans du régime en place. C'est le constat fait dans le rapport de AfDB/OECD (2004, p. 423) : « *En 2002, un audit effectué par Flora Buka, ministre de la Réforme agraire, a révélé que des personnalités politiques très en vue s'étaient rendues coupables de graves violations de la règle*

5.1. FAITS STYLISÉS

« un homme, une ferme » et étaient soupçonnées d'avoir reçu plusieurs grandes exploitations agricoles. »

Un autre problème majeur concernant la réforme agraire est l'exploitation des terres réparties. La question est liée au statut juridique des terres acquises, mais surtout à l'insuffisance du système bancaire. En 2003, le système bancaire zimbabwéen est confronté à deux obstacles majeurs. Il y a d'une part l'insuffisance des dépôts bancaires qui s'explique par la baisse de l'activité économique et de l'inflation ; et d'autre part, le coût élevé des crédits bancaires, dû à la hausse des taux d'intérêt des banques secondaires (International Monetary Fund, 2005). De ce fait, les crédits accordés par les banques aux propriétaires terriens sont insuffisants. Par exemple entre 2003 et 2004, les nouveaux exploitants n'ont reçu que 10% des fonds nécessaires au financement de la campagne agricole (AfDB/OECD, 2004). L'échec de la réforme agraire s'explique donc en partie par un problème d'ordre monétaire (insuffisance du crédit).

Une autre contrainte est celle liée au risque de solvabilité. En effet, les bénéficiaires des terres ne disposaient pas d'un *« droit de propriété »*, ce qui constitue un obstacle à la souscription d'un crédit. Ce faisant, les terres réparties n'ont pas été mises en valeur par leurs propriétaires : *« Même sur les terres redistribuées, le droit d'occupation n'est pas garanti. Au lieu d'un titre de propriété, l'État propose un bail sur 99 ans. Cette absence de garantie a des conséquences dramatiques sur la capacité des agriculteurs à financer leur production. »* (AfDB/OECD, 2004, p. 423). Ainsi, les nouveaux propriétaires ne peuvent pas financer la mise en production, ce qui a affecté négativement les investissements agricoles.

Le programme de réforme agraire destiné à transférer une partie des terres aux autochtones a été globalement un échec. Au total, ce sont environ 8,6 millions d'hectares (sur 11 millions) de terres qui ont été expropriés. De surcroît, les terres récupérées n'ont pas été exploitées comme le faisaient jadis les fermiers britanniques. La production agricole baisse de 24% en 2002, de 15% en 2003 ou de 39,3% en 2008 (tableau 5.2).

La réforme agraire n'a pas affecté que la production agricole. D'autres secteurs de production tels que l'industrie ont été touchés. En effet, les tensions ont alimenté la défiance des investisseurs. Selon le rapport de l'AfDB/OECD (2003, p. 388) : *« Ces incertitudes liées à la réforme agraire et, plus généralement, aux inquiétudes fondamentales concernant la politique économique du pays, ont sapé la confiance des milieux d'affaires et entraîné un repli persistant des investissements privés. »* La dépendance de l'industrie manufacturière vis-à-vis du secteur agricole alimente aussi ce repli. La part de la formation brute de capital dans le PIB est passée de 18,13% en 1997 à

5.1. FAITS STYLISÉS

4,99% en 2002 puis à 1,52% en 2005 (tableau 5.1). Entre 2000 et 2008, le taux de croissance moyen est de -5,99% et de -2,43% respectivement pour l'industrie et l'agriculture¹¹. Le programme de réforme agraire, par ses effets d'entraînement, a conduit à une baisse de la production du secteur agricole et industriel.

11. Ces chiffres ont été calculés à partir des données de la Banque Mondiale (2016).

Tableau 5.1 – L'évolution de quelques agrégats macroéconomiques au Zimbabwe entre 1990 et 2008

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Croissance du PIB (% annuel)	6,98	5,53	-9,01	1,05	9,23	0,15	10,36	2,68	2,88	-0,81	-3,05	1,43	-8,89	-16,99	-5,80	-5,71	-3,46	-3,65	-17,66
Dépenses de consommation finale (% du PIB)	82,54	84,18	89,02	78,95	78,19	83,02	81,26	88,88	80,97	81,7	84,17	87,71	98,13	97,65	102,59	107,42	109,33	101,49	121,46
Formation brute de capital (% du PIB)	17,37	19,1	20,23	22,77	23,72	19,66	18,54	18,13	20,75	14,39	13,56	10,26	4,99	7,99	4,5	1,52	1,57	7,1	5,12
Exportations de biens et de services (% du PIB)	22,86	23,88	27,22	30,71	34,59	38,23	36,13	37,59	43,39	37,4	38,15	34,95	31,83	32,39	34,46	33,54	35,95	37,78	41,46
Importations de biens et de services (% du PIB)	22,79	27,16	36,48	32,44	36,51	40,92	35,93	44,6	45,12	33,51	35,90	32,93	34,97	38,05	41,56	42,49	46,86	46,38	68,05
Solde commercial (% du PIB)	0,074	-3,28	-9,25	-1,72	-1,91	-2,68	0,19	-7,01	-1,72	3,89	2,25	2,01	-3,13	-5,6	-7,1	-8,94	-10,9	-8,6	-26,58

Source : Banque Mondiale (2016), indicateurs de développement dans le monde, construction personnelle

5.1. FAITS STYLISÉS

En 2003, la baisse de la production agricole et industrielle conduit à une baisse du PIB de 16,99%. Le Zimbabwe ne parvient plus à couvrir ses besoins en biens et services à partir de 2004. D'après le tableau 5.1, les dépenses de consommation comprenant celles du gouvernement sont supérieures à la production intérieure à partir de 2004, renforçant la dépendance du Zimbabwe vis-à-vis des importations de biens et services. Ainsi, la part des importations dans le PIB est passée de 35,90% en 2000 à 42,49% en 2005 puis à 68,05% en 2008. En conséquence, le solde commercial se dégrade entre 2002 et 2008. Il passe de 2,01% du PIB en 2001 à -26,58% du PIB en 2008 (tableau 5.1). Les importations sont essentiellement constituées de biens manufacturés qui représentaient 76,89% et 75,89% des biens importés respectivement en 1998 et 2003 (Banque Mondiale, 2016). Une telle hausse des importations de biens de consommation finale est liée en l'absence d'investissements au Zimbabwe au début des années 2000, ce qui ne permet pas de relancer la production nationale. Mécaniquement, les exportations de biens et services chutent au début des années 2000. Celles-ci ont baissé de 7,73% en 2000 et de 20,43% en 2003 (Banque Mondiale, 2016), ce qui entraîne une baisse des recettes d'exportation, affectant ainsi les réserves de change du Zimbabwe.

La baisse des exportations s'explique aussi par les mauvais rendements du secteur minier. Ce dernier a enregistré des performances négatives au début des années 2000. La production annuelle baisse de 13,5% en 2001, de 30,9% en 2003 et de 39,7% en 2008 (Reserve Bank of Zimbabwe, 2008), ce qui a contribué à la baisse des exportations¹². Il est aussi important de souligner la détérioration de l'indice des termes de l'échange du pays à la fin des années 1990 et au début des années 2000, notamment entre 2001 et 2006.

12. Le secteur du tourisme a été moins affecté pendant la crise. Paradoxalement, entre 1998 et 2003, puis entre 2006 et 2008, le Zimbabwe a reçu autour de 2 millions de touristes par an, un record depuis l'indépendance du pays en 1980 (Abel et Mudzonga, 2016, p. 89).

Tableau 5.2 – Indicateurs de la production industrielle et agricole, de commerce extérieur du Zimbabwe entre 1990 et 2008

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Industrie, valeur ajoutée (% de croissance annuelle)	3,99	1,23	-5,06	-6,22	15,43	-7,05	9,45	1,54	-0,31	8,69	-9,79	-10,20	-9,91	-16,63	1,037	1,15	-4,15	-3,76	-20,91
Agriculture, valeur ajoutée (% de croissance annuelle)	12,13	1,03	-23,19	27,12	7,31	-7,58	19,81	3,21	5,08	4,46	1,99	14,00	-24	-15	-8,99	-5	-3,99	-6,99	-39,3
Investissements étrangers directs, entrées nettes (% du PIB)	-0,13	0,03	0,22	0,42	0,5	1,65	0,94	1,58	6,94	0,86	0,34	0,05	0,4	0,06	0,14	1,78	0,73	1,3	1,16
Indice des termes de l'échange des marchandises nets (2000=100)	97,51	98,36	100	97,31	97,97	96,75	97,60	96,93	97,32	97,08	100	95,48	93,55	96,25	99,36	90,52	95,42	104,28	92,30
Degré d'ouverture	22,82	25,52	31,85	31,58	35,55	39,57	36,03	41,10	44,25	35,46	37,03	33,94	33,40	35,22	38,01	38,02	41,41	42,08	54,76

Source : Banque Mondiale (2016), indicateurs de développement dans le monde, construction personnelle¹³

13. Le degré d'ouverture a été calculé par l'auteur à partir des données de la Banque Mondiale (2016).

5.1.3. D'autres facteurs importants : les dépenses de guerre, les versements des pensions et les sanctions financières internationales

Entre 1997 et 2000, certaines dépenses engagées par le gouvernement zimbabwéen ont entraîné un important déficit budgétaire, provoquant une détérioration des finances publiques (International Monetary Fund, 2005, p. 19). Il s'agit des pensions versées par le gouvernement aux vétérans de guerre. C'est près de 60000 vétérans qui vont être indemnisés par le gouvernement, le montant total des pensions représente environ 3% du PIB de 1997 (Coomer et Gstraunthaler, 2011, p. 318). À cela s'ajoute les augmentations de salaire accordées aux fonctionnaires (AfDB/OECD, 2003, 2004). Enfin, soulignons l'importance des dépenses engagées par les autorités zimbabwéennes lors de la guerre de la République Démocratique du Congo en 1998 : près de 11000 soldats zimbabwéens ont été déployés pendant cette guerre (Coomer, 2010, p. 20). Les dépenses de guerre sont estimées à près de 200 millions de dollars américains (Maclean, 2002, p. 522). Selon les rapports du FMI, ces dépenses ont engendré une progression du déficit budgétaire qui est passé de 9,8% du PIB en 1999 à 19,6% en 2000 (International Monetary Fund, 2005, p. 19). Cette progression des dépenses publiques a entraîné une pression sur la demande extérieure du fait de l'insuffisance de production intérieure, aggravant le déficit du solde commercial ; l'existence de déficits jumeaux est de plus en plus marquée.

La montée des prix enregistrée à la fin des années 1990 a provoqué une baisse réelle des recettes fiscales selon l'effet Olivera-Tanzi¹⁴. La capacité de l'État à financer ses dépenses publiques se trouve réduite alimentant la hausse du déficit budgétaire en 2000. Pour financer ce déficit, les autorités zimbabwéennes modifient le statut de la Reserve Bank of Zimbabwe en 1999 afin de faciliter les financements accordés au gouvernement (Ellyne et Daly, 2016, p. 256). La monétisation du déficit de l'État constitue dès lors la principale mission de la Banque Centrale : *« Depuis janvier 1999, c'est l'accroissement du besoin de financement de l'État qui oriente la politique monétaire. Ce dernier a fait essentiellement appel aux bons du Trésor et aux lignes de crédit proposées par la banque centrale (Reserve Bank of Zimbabwe - RBZ). Cette stratégie du secteur bancaire pour financer le déficit budgétaire a alimenté la croissance annuelle de la masse monétaire, qui est passée de 56.9 pour cent en janvier 2001 à 102.7 pour cent à la fin de*

14. Voir à ce sujet Tanzi (1978).

l'année. » (AfDB/OECD, 2003, p. 393)

Un autre aspect concerne les sanctions qui ont été infligées au Zimbabwe en réponse au programme de réforme agraire. Ces sanctions sont d'ordre politique et financier. Sur le plan politique, le Zimbabwe est exclu en 2003 du Commonwealth (Lee, 2003). À cela, s'ajoutent plusieurs sanctions prises par les États-Unis, la Grande-Bretagne, l'Union Européenne et les institutions financières internationales. Les plus importantes sont la suspension en 2000 de l'aide financière du Fonds Monétaire International (FMI) et de l'Association Internationale de Développement (AID) au Zimbabwe (Hove, 2012). En 2003, les États Unis procèdent au gel des avoirs des hauts responsables politiques zimbabwéens (Lee, 2003). Pour sa part, la Grande-Bretagne suspend son aide financière au Zimbabwe ; la perte est estimée à 5 millions de dollars américains (Hove, 2012). Relevons aussi l'importance des sanctions financières relatives aux élections présidentielles de 2002 au Zimbabwe. Kairiza (2009, p. 8) rappelle que le Zimbabwe a été le théâtre de violences postélectorales en 2002¹⁵ poussant l'Union Européenne à suspendre tout soutien financier. Ces sanctions réduisent l'aide internationale ; dans le même temps, les investissements directs étrangers ont aussi reculé, passant de 6,94% du PIB en 1998 à 0,06% en 2003 (tableau 5.2). L'ensemble de ces éléments réduit la quantité de moyens de paiement internationaux disponibles. Ces ressources sont nécessaires notamment en ce qui concerne l'importation de matières premières d'équipements. Les sanctions financières ont contribué à l'échec de la réforme agraire.

5.1.4. Baisse de l'aide publique au développement et explosion de la dette extérieure

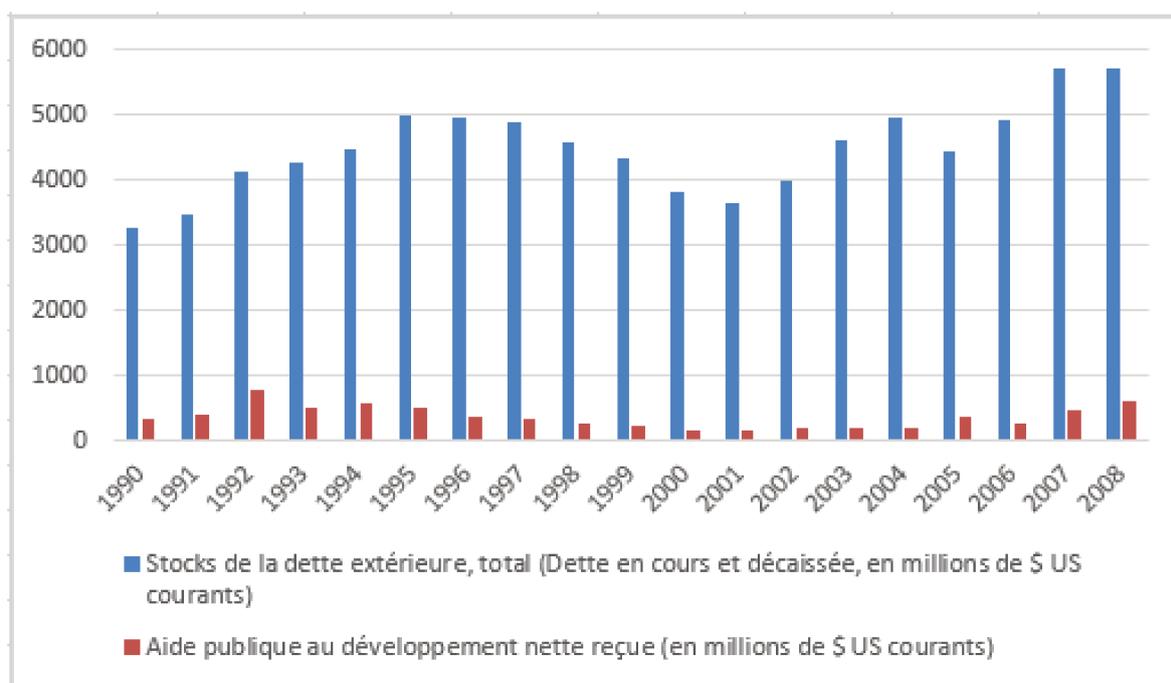
Le Zimbabwe est un pays très endetté. Selon les données de la Banque Mondiale (2016), la dette de l'État zimbabwéen représente 77,08% du PIB en 1995. Entre 1997 et 2001, le stock de la dette extérieure baisse suite à une amélioration de la balance commerciale en 1999 et 2000 (tableau 5.3). À partir de 2002, le stock de la dette extérieure augmente de nouveau. Cela est dû à la baisse des recettes d'exportation qui a entraîné une baisse des réserves de change : mécaniquement le règlement des sommes dues au titre de la dette extérieure devient impossible au début des années 2000. On peut le constater avec le graphique 5.2. En plus d'une augmentation continue de la dette, le Zimbabwe fait face à une baisse de l'aide publique au développement.

15. Il s'agit des élections présidentielles de 2002.

5.1. FAITS STYLISÉS

Le Zimbabwe, au début des années 2000, est isolé aussi bien sur le plan politique que sur le plan financier. Ces sanctions financières ont eu des incidences sur les entrées de fonds au Zimbabwe. En effet, l'aide publique au développement baisse considérablement au début des années 2000 ; celle-ci est passée de 335,51 millions à 186,97 millions de dollars américains entre 1997 et 2000, soit une baisse de 44,27% (graphique 5.2). La baisse de l'aide publique au développement dans une situation chaotique comme celle du début des années 2000 a exacerbé la crise zimbabwéenne. Au début des années 2000, le Zimbabwe se trouve isolé du reste du monde, ce qui a limité les ressources financières du pays et exacerbé la crise.

Graphique 5.2 – L'évolution de l'aide publique et de la dette extérieure du Zimbabwe entre 1990 et 2008



Source : Données de Banque Mondiale (2016), indicateurs de développement dans le monde, construction personnelle

5.1.5. Du programme de réforme agraire à la crise de change

Le Zimbabwe a adopté plusieurs régimes de change depuis son indépendance en 1980. Entre 1980 et 1983, le régime de change en vigueur est celui d'une parité glissante avec un panier de devises, dont la principale est le dollar américain (Ilzetzi et al., 2017). Dans un tel régime de change administré par la banque centrale, le taux de change entre le dollar zimbabwéen et

les autres monnaies évolue en fonction des objectifs de change préalablement déterminés par les autorités monétaires. Ce régime est abandonné en juin 1983 au profit d'un régime plus souple de flottage administré. Bien que le taux de change soit flottant dans ce régime, les autorités monétaires peuvent intervenir afin de maintenir une parité souhaitable. En mai 1991, le Zimbabwe libéralise son marché des changes, et adopte encore un régime de change plus flexible : les mesures visant à contrôler le taux de change sont assouplies. Le degré de mobilité des capitaux augmente, mais faiblement (graphique 5.3)¹⁶. Ce régime est abandonné en juillet 1994 en faveur d'un régime de flottage administré (Ilzetzki et al., 2017).

C'est sous ce régime que le dollar zimbabwéen enregistre l'une de ses plus importantes dépréciations depuis sa mise en circulation en 1980. Le taux de change passe de 10,83 dollars zimbabwéens pour un dollar américain en 1996 à 18,6 en 1997 puis à 38,13 en 1999. Les autorités monétaires tentent de stabiliser à nouveau le change entre mars 1999 et juillet 2000, à travers une politique monétaire restrictive, et par le biais des contrôles de change (Makoche-kanwa, 2007b). Ces contrôles sont fondés sur deux principales mesures : la fermeture de certains bureaux de change en novembre 2000¹⁷ et l'augmentation des taxes sur les biens importés en 1999. La première mesure vise à limiter l'accès aux devises par les agents économiques. Et, la seconde mesure vise à réduire la demande de devises en décourageant l'importation de biens et services. Ainsi, l'objectif poursuivi par les autorités monétaires est de préserver les réserves de devises en réduisant l'accès et la demande de monnaies étrangères, ce qui va limiter les sorties de devises hors du système bancaire zimbabwéen¹⁸. Cette tentative s'est soldée par un échec, car le taux de change officiel s'est déprécié à la fin de l'année 2000. De plus, les marchés parallèles se sont développés¹⁹.

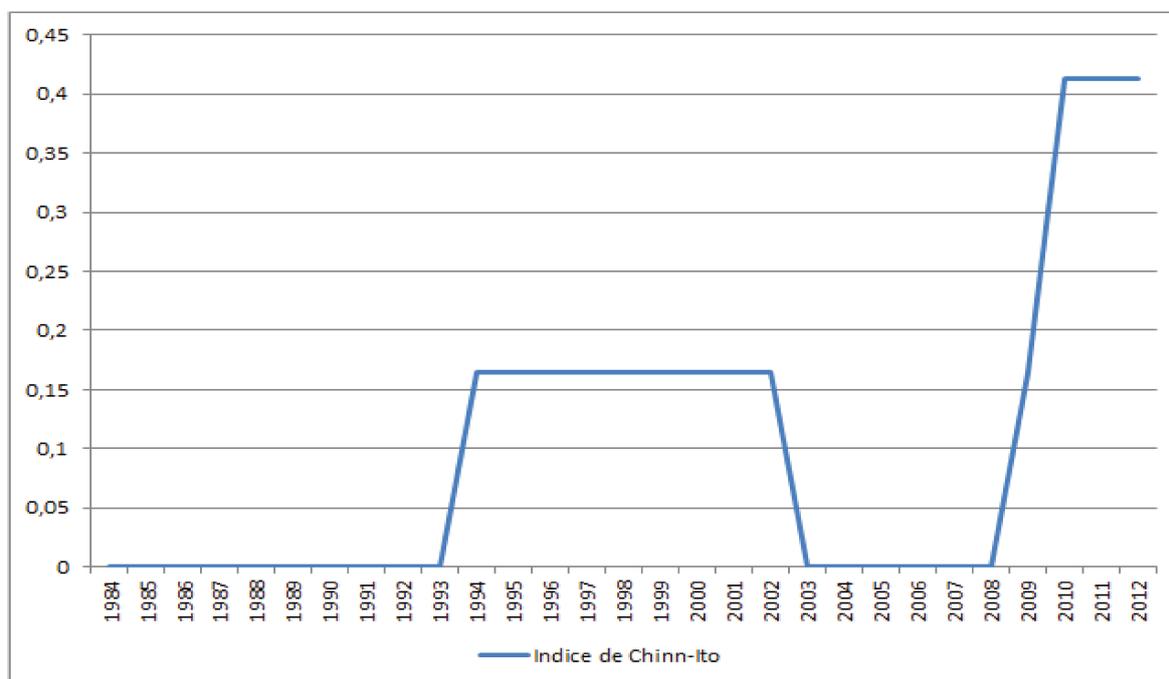
16. Cet indice a été utilisé par Ellyne et Daly (2016) pour évaluer le degré d'ouverture du compte des transactions financières au Zimbabwe. L'indice Chinn-Ito a été développé par Chinn et Ito (2008), il permet de saisir le degré d'ouverture financière d'un pays. Lorsque cet indice est égal à un, cela signifie qu'il y a parfaite mobilité de capitaux et que le compte des transactions financières est ouvert. S'il est égal à zéro, alors il y a faible mobilité de capitaux et fermeture du compte des transactions financières.

17. La fermeture des bureaux de change débute en novembre 2000 et va se poursuivre jusqu'en 2002.

18. Le contrôle de change a été abandonné en 2009 avec l'adoption de la dollarisation. Le compte des transactions financières est de nouveau ouvert, mais avec une faible mobilité des capitaux (graphique 5.3). En effet, entre 2009 et 2012 l'indice de Chinn-Ito est de 0,42, ce qui est inférieur à la valeur extrême qui est égale 1 (parfaite mobilité des capitaux).

19. Les marchés parallèles des changes sont les marchés déconnectés du marché des changes officiels. Ces marchés émergent du fait de l'incapacité des autorités monétaires à répondre à la demande des devises des agents économiques.

Graphique 5.3 – L'évolution de l'indice Chinn-Ito du Zimbabwe entre 1984 à 2012



Source : Chinn et Ito (2014), construction personnelle²⁰

Après ce choc de change intervenu entre 1997 et 2000, le Zimbabwe abandonne le 1^{er} août 2000 le régime de flottement administré en faveur d'un régime de change fixe : la parité est fixée à 55 dollars zimbabwéens pour un dollar américain (Makochekanwa, 2007b). Ce système explose en 2003 du fait du déficit persistant de la balance commerciale et celui de la balance des transactions financières, et de l'inefficacité des contrôles de change.

De plus, la baisse du taux de change réel a entraîné une baisse des exportations, ce qui a contribué à la dégradation du solde commercial. Notons aussi la baisse des entrées de capitaux due à la crise asiatique enregistrée à la fin des années 1990. Cette crise participe à la réduction des investissements étrangers au début des années 2000 (tableau 5.2). Les entrées de devises se trouvent donc réduites. Ainsi, face à un épuisement des réserves de change et à une forte demande de devises, la stabilité du taux de change devient intenable pour les autorités monétaires. Le triangle d'incompatibilité de Mundell indique qu'il n'est pas possible de concilier les

20. Le graphique a été construit à partir des données issues de la base de données en ligne de Chinn et Ito (2014). Entre 1993 et 2003, cet indice est de 0,17, cela signifie que le compte des transactions financières est ouvert, mais il y a une faible mobilité de capitaux. Avec la dollarisation du Zimbabwe en 2009, l'indice Chinn-Ito passe de 0 à 0,42, ce qui signifie que le compte des transactions financières est à nouveau ouvert et que le degré de mobilité des capitaux augmente.

5.1. FAITS STYLISÉS

trois objectifs que sont : parfaite mobilité de capitaux, autonomie de la politique monétaire et régime de change fixe (Mundell, 1963). En d'autres termes, pour maintenir le taux de change stable, les autorités monétaires doivent renoncer à l'un des trois objectifs pour que les deux autres soient atteints. Pour cela, les autorités monétaires renforcent les contrôles de change, mais : « *Malgré le renforcement des contrôles sur les banques commerciales et la fermeture de bureaux de change en novembre 2002, les taux du marché parallèle ont continué leur progression fulgurante.* » (AfDB/OECD, 2004, p. 417)

Cet échec débouche sur des mesures plus drastiques, comme la fermeture du compte des transactions financières. Ellyne et Daly (2016) montrent à l'aide de l'indice Chinn-Ito que le Zimbabwe a procédé à la fermeture légale de son compte des transactions financières à partir de 2003, et ce, jusqu'en 2008, afin de contrôler les mouvements de capitaux (graphique 5.3). Malgré ces mesures, les capitaux ont continué à circuler de façon illégale, hors du système bancaire du fait de l'ampleur du marché parallèle des changes et via des transferts illégaux de capitaux entre la frontière sud-africaine et zimbabwéenne (Ellyne et Daly, 2016). Bien qu'il y ait eu officiellement une faible mobilité des capitaux, les capitaux circulaient à travers des canaux illégaux. Dans de telles conditions, le régime de change fixe ne peut être tenu. Il explose en 2003 : c'est le début d'une dépréciation spectaculaire du taux de change.

Cet échec des autorités monétaires dans la défense de la monnaie nationale met en relief la défiance des agents économiques à l'égard du dollar zimbabwéen ; défiance qui s'est traduite par une préférence grandissante des agents économiques pour le dollar américain. Désormais, les autorités monétaires n'ont plus le contrôle du taux de change qui est guidé par le marché des changes parallèles. Par conséquent, les agents économiques se réfèrent au taux de change parallèle dans leurs transactions externes (Jefferis et al., 2013), et les importateurs s'approvisionnent sur celui-ci pour leurs importations (AfDB/OECD, 2003, p. 395). Le taux de change devient une référence dans la fixation des prix, comme l'ont remarqué Jefferis et al. (2013, p.6) : « *Parallel market had emerged much earlier, around the end of 1997, but grew through the 2000s as the official exchange rate became more detached from reality. Throughout the decade the parallel market became more vibrant and eventually dominated the official market for both transactions and as the basis for price setting.* »

Tableau 5.3 – L'évolution des comptes de la Balance des Paiements (millions de dollars US) du Zimbabwe entre 1991 et 2008

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Solde du compte courant (hors les transferts officiels)	-548	-842	-311	-317	-369	180	-827	-355	29	-99	-673	-629	-515	-416,7	-531,6	-356,3	-341,5	-762,1
Balance commerciale	85	-250	98	169	88	249	-230	-95	249	317	-252	-424	-108	-305,2	-387,9	-233,9	-266,4	-954,3
Solde du compte des transactions financières (y compris les transferts officiels)	533	688	504	517	482	87	-65	74	189	-289	-389	-218	-346	-234	2,7	87,5	190,7	232,3
Erreurs et omissions nettes	-111	-69	-19	310	-78	97	151	-17	-217	217	868	351	79	432	324	77,5	-24,7	33,3
Solde global	-126	-223	174	511	36	4	-740	-298	0	-171	-194	-496	-488	-219	-204,8	-191,3	-175,5	-496,6
Réserves (US \$m)	367	383	590	814	814	830	272	296	478	288	121	128	131	255	60,5	74,2	156	75,9
Couverture en importation (mois)	1,9	1,9	3,4	4	3,4	2,9	0,8	1,2	2,2	1,2	0,6	0,7	0,7	1,3	0,3	0,4	0,8	0,3
Taux de change officiel (Z/US)	5,05	5,48	6,93	8,38	9,31	10,83	18,6	37,36	38,13	55,06	55,03	55,03	826,44	5696,03	85158,02	25.10 ⁴	30.10 ⁶	3641246.10 ³
Taux de change parallèle (Z/US)			-	-	-	-	-	37,3	46	75	320	1650	6100	8400	10.10 ³	25.10 ⁵	15.10 ⁸	6.10 ²²

Source : Données de Reserve Bank of Zimbabwe (2008) ; Ellyne et Daly (2016), construction personnelle

5.2. Analyse de l'hyperinflation zimbabwéenne

Nous montrons dans un premier temps comment la dépréciation du change et la baisse de la production ont débouché sur des tensions inflationnistes. Dans un second temps, nous montrons que la hausse durable des prix a provoqué une détérioration de l'unité de compte, ce qui a conduit les agents économiques à utiliser le dollar américain dans le compte et dans les paiements. Le rejet de la monnaie domestique dans sa fonction de paiement va nous permettre d'appréhender le phénomène hyperinflationniste au Zimbabwe.

5.2.1. Renforcement de l'inflation : 1997-2005

Le choc de change enregistré en novembre 1997 a conduit à une forte hausse du taux d'inflation. La dépréciation du dollar zimbabwéen a provoqué un renchérissement des biens importés, ce qui fait que les producteurs zimbabwéens majorent leurs prix pour éviter une baisse de leurs profits. C'est ainsi que le taux d'inflation en rythme annuel est passé de 18,7% en 1997 à 31,8% en 1998 puis à 58,51% en 1999 à la suite d'une dépréciation de change à hauteur de 71,74% à la fin de l'année 1997. L'annonce du programme de réforme agraire tout en entraînant une dépréciation du change a donc conduit à une accélération des prix à la fin des années 1990²¹.

Rappelons que le début des années 2000 est marqué par une baisse drastique de la production agricole et industrielle : 24% pour le secteur agricole et 9,9% pour le secteur industriel en 2002. Par conséquent, le taux de croissance de l'économie zimbabwéenne est négatif entre 2000 et 2008 (tableau 5.1). En octobre 2001, les autorités zimbabwéennes instaurent des contrôles de prix. Cette mesure n'a pas produit les résultats escomptés du fait de l'insuffisance des biens et services, ce qui a exacerbé la pression inflationniste : « *While supermarket shelves were empty, a thriving black market developed where goods traded at much higher prices.* » (Koech, 2011, p. 6)

Ajoutons à cela la dépréciation persistante du change. Sur le marché des changes parallèles, un dollar américain s'échangeait contre 6100 dollars zimbabwéens à la fin de l'année 2003 alors que le taux de change officiel était de 75 en 2000. Cela a entraîné une nouvelle et une importante hausse des coûts à l'importation : « *De nombreuses entreprises (surtout parmi celles qui n'exportent pas) ont été contraintes de recourir au marché des changes parallèle (et d'acheter des*

21. Nos résultats vont dans le même sens que ceux de Kairiza (2009).

dollars des États-Unis à plus de 700 dollars zimbabwéens l'unité à la mi-2002) afin d'importer des matières premières et des pièces détachées. Cette situation a conduit à une flambée des prix et partant, a exacerbé la spirale inflationniste. » (AfDB/OECD, 2003, p. 388). Au début des années 2000, les biens offerts sont non seulement insuffisants, mais le sont aussi à des prix croissants. Lorsque la monnaie domestique se déprécie continuellement, les biens importés coûtent de plus en plus cher en dollars zimbabwéens. Les travaux économétriques de Mandizha (2014) montrent l'existence d'une causalité entre le taux de change et les prix. Entre 2001 et 2005, près de 80% des variations des prix sont expliquées par celles du cours de change (Mandizha, 2014). La hausse des coûts d'importation constitue le canal par lequel une dépréciation du dollar zimbabwéen entraîne une hausse des prix domestiques.

Lorsque les tensions inflationnistes s'accroissent et perdurent, les agents réalisent que le dollar zimbabwéen n'est plus une bonne réserve de valeur ni un bon indicateur de mesures des grandeurs économiques. La monnaie domestique est remise en cause dans sa dimension de réserve de valeur et d'unité de compte. C'est ainsi qu'émerge une seconde relation entre le change et les prix qui nourrit la spirale inflationniste. Deux aspects sont à distinguer. Il y a d'une part les pratiques d'indexation et d'autre part la conversion des avoirs et des revenus en monnaie étrangère. Ces pratiques monétaires nourrissent la pression inflationniste et la crise de change. D'un côté, les prix vont être indexés sur le cours de change. De l'autre côté, la fuite devant le dollar zimbabwéen va se traduire par une transformation des avoirs et revenus en devise, ce qui va alimenter la crise de change.

5.2.2. Développement des phénomènes d'indexation autour de 2006

L'étude de la corrélation entre les salaires, les prix et le taux de change parallèle ainsi que les travaux de Jefferis et al. (2013) puis de Ellyne et Daly (2016) permettent de révéler les pratiques d'indexation des acteurs économiques. Au début des années 2000, les Nations Unies fournissent leurs propres données sur l'évolution du taux de change au Zimbabwe (Ellyne et Daly, 2016, p. 259). Ces données ont permis aux Nations Unies d'indexer les salaires de leurs fonctionnaires présents au Zimbabwe sur le cours du change permettant aux fonctionnaires de l'ONU de maintenir leur pouvoir d'achat constant sur la base d'un revenu versé en monnaie étrangère. Autrement dit, leurs salaires en dollars zimbabwéens sont revalorisés sur la base de la variation du taux de change. Cette pratique semble avoir été suivie par les travailleurs locaux

et les entreprises nationales.

À partir de 2006, nous observons une forte corrélation entre les salaires et le taux de change, décalé d'une période. En effet, en 2006, les salaires et rémunérations en termes nominaux croissent en fonction du taux de dépréciation du change de 2005. En 2007, on observe le même phénomène ; les salaires et rémunérations en termes nominaux croissent en fonction du taux de dépréciation de 2006. Lorsque le taux de change est multiplié par 2,36 en 2005, les salaires nominaux croissent et sont multipliés par 3,11 en 2006. De même, quand le taux de change est multiplié par 12,51 en 2006, les salaires nominaux sont multipliés par 13,71 en 2007 (tableau 5.4). Ce lien entre salaires et taux de change n'est pas anodin. Il révèle l'indexation des salaires sur le cours du change passé. En effet, les travailleurs cherchent à préserver leurs revenus en monnaie étrangère. Désormais, ils comptent leurs revenus en dollars américains. Une dépréciation du change conduit les travailleurs à revendiquer des augmentations de salaire à hauteur de l'évolution du change entre le dollar zimbabwéen et la monnaie américaine.

Les entreprises ne sont pas indifférentes face à la variation persistante du pouvoir d'achat de la monnaie nationale. En effet, le profit nominal des différents secteurs de l'économie augmente dans les mêmes proportions entre 2006 et 2007. Cela implique que ces différents secteurs ont un « *dénominateur commun* » : le taux de change parallèle. Lorsque le taux de change est multiplié par 2,36 en 2005, le volume de profit nominal des différents secteurs est multiplié par 3,09 en 2006. De même, lorsque le taux de change est multiplié par 12,51 en 2006, le volume de profit nominal des différents secteurs de l'économie est multiplié par 13,71 en 2007 (tableau 5.4). Cette forte corrélation entre les profits et taux de change met en lumière l'indexation des profits nominaux sur le cours de change. Cela signifie que les entreprises évaluent dorénavant leurs profits en dollar américain, si bien que leurs profits suivent l'évolution du taux de change. En d'autres termes, elles comptent leurs profits en dollar américain.

À partir donc de cette analyse de la corrélation entre les profits, les salaires des différents secteurs de l'économie et le taux de change, nous avons pu montrer que la stratégie adoptée par l'ONU pour protéger le revenu réel de ses fonctionnaires était répandue. L'évolution des salaires et des profits par rapport au taux de change nous a permis d'attester la présence des phénomènes d'indexation dans l'économie zimbabwéenne²². Ces pratiques d'indexation destinées à préserver les profits des entreprises en dollar américain ne sont pas sans conséquence sur le niveau des

22. Notre analyse est en adéquation avec les observations faites par Jefferis et al. (2013, p. 4), qui signale l'existence des pratiques d'indexation entre 2006 et 2008.

5.2. ANALYSE DE L'HYPERINFLATION ZIMBABWÉENNE

prix intérieurs²³.

L'indexation met en lumière le rejet du dollar zimbabwéen dans sa fonction d'unité de compte. Du fait de sa détérioration persistante, le dollar zimbabwéen est abandonné au profit du dollar américain. Ce dernier sert désormais à exprimer les grandeurs économiques. Les agents économiques cherchent à convertir leurs revenus et avoirs en dollar américain, ce qui exerce des pressions sur le marché des changes, d'où la hausse fulgurante du cours du change. Et comme les prix intérieurs suivent l'évolution du change, on assiste à une exacerbation des tensions inflationnistes. Dans notre cas, le taux de change enregistre une forte progression. Le dollar américain s'est apprécié de 1351% en 2006 et de 161225% en 2007 (tableau 5.4), d'où une hausse du taux d'inflation annuel de 1016,7% et de 6723,7% respectivement en 2006 et en 2007 (Reserve Bank of Zimbabwe, 2008). Nous retrouvons ici la seconde relation entre le taux de change et les prix, observée dans un contexte de rejet de l'unité de compte domestique. Elle se manifeste à travers l'indexation de l'ensemble des prix sur le cours du change. Cette pratique monétaire tend à alimenter les tensions inflationnistes ; l'action du change dans la seconde phase est prépondérante par rapport à la première.

Tableau 5.4 – Taux de croissance (en %) des profits, salaires et du change parallèle au Zimbabwe entre 2004 et 2007

	Profit des entreprises publiques	Profit des compagnies (non financières)	Profit des entreprises privées (non financières)	Salaires et rémunérations	Taux de change parallèle
2004	64,78	269,90	211,06	236,22	78,89
2005	1395,78	3496,44	398,67	1.335,70	336,81
2006	409,37	409,36	409,36	411,56	1351
2007	1.471,28	1.471,28	1.471,28	1.467,45	161225

Source : Reserve Bank of Zimbabwe (2005, 2008), Coomer (2010)²⁴ et Mandizha (2014)²⁵,

construction personnelle

23. Pour une étude récente sur le rôle des indexations dans la trajectoire des hyperinflation, voir par exemple Marie (2014) ou Charles et Marie (2017).

24. Coomer (2010) présente les données mensuelles sur le taux de change parallèle, ses données sont issues de la base de données de l'ONU et vont de 2005 à 2008. Pour avoir les données annuelles, nous avons calculé la moyenne des données sur douze mois.

25. Les données sur le taux de change parallèle sont issues de l'article de Mandizha (2014). Pour avoir les données annuelles, nous avons calculé la moyenne des données des douze mois, cela concerne le taux de change de 2004.

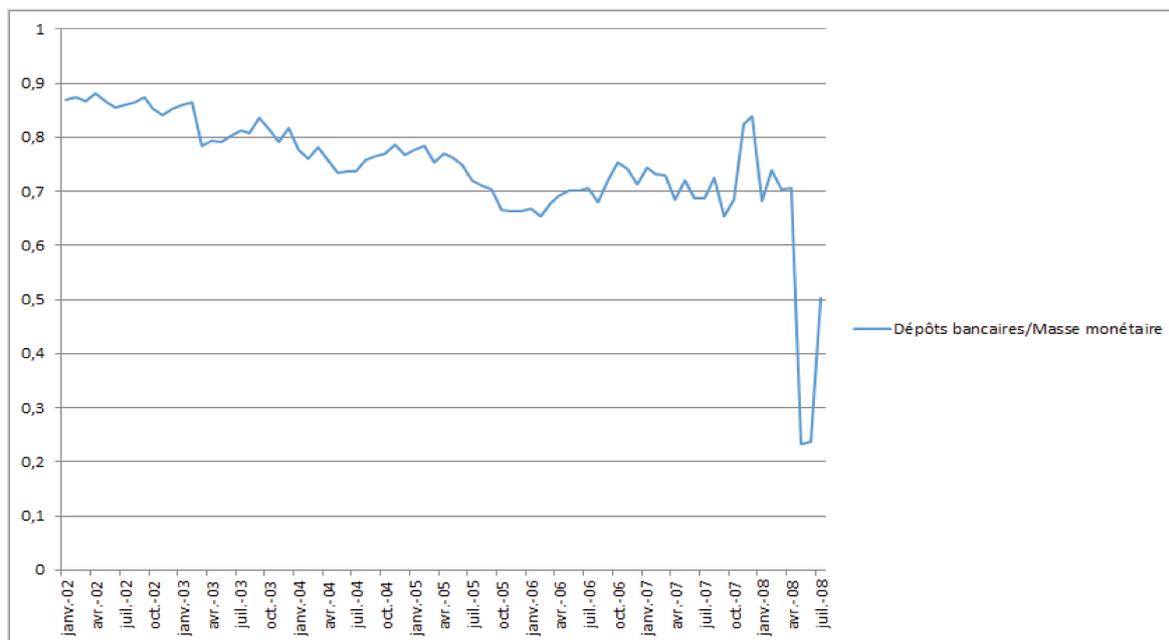
5.2.3. Vers un rejet complet de la monnaie domestique en 2007

Mobilisant le rapport M/P, le graphique 5.5 nous donne un aperçu de la confiance des Zimbabweens dans leur monnaie. La nomination d'un nouveau gouverneur à la tête de la Banque Centrale le 1^{er} décembre 2003 permet de la restaurer quelque peu. La masse monétaire réelle augmente entre janvier 2004 et mai 2005, puis baisse à partir de juin 2005, signe d'une perte de confiance dans la monnaie domestique, simultanée à l'exacerbation des tensions inflationnistes, politiques et sociales.

Cette perte de confiance dans le dollar zimbabween alimente la fuite devant la monnaie nationale. Comme les dépôts ne sont pas protégés contre l'inflation, les monnaies étrangères deviennent des refuges pour les acteurs économiques. Les dépôts bancaires dans la masse monétaire connaissent une baisse importante ; ils passent de 86,82% de la masse monétaire en janvier 2002 à 66,86% en janvier 2006 (graphique 5.4), fragilisant ainsi le système bancaire. Dès lors, le marché des changes fait face à une demande croissante de devises entraînant ainsi une dépréciation continue du taux de change. C'est dans ce contexte d'instabilité du pouvoir d'achat du dollar zimbabween et de fuite devant la monnaie nationale que les autorités monétaires décident de mettre en place une réforme monétaire : celle-ci entre en vigueur le 1^{er} août 2006.

5.2. ANALYSE DE L'HYPERINFLATION ZIMBABWÉENNE

Graphique 5.4 – L'évolution du rapport des dépôts bancaires par rapport à la masse monétaire totale au Zimbabwe entre 2002 et 2008



Source : Données de Ellyne et Daly (2016), construction personnelle²⁶

Cette réforme consiste en l'introduction d'une nouvelle unité de paiement ; il fallait 1000 anciens dollars zimbabwéens pour un nouveau dollar zimbabwéen (Koech, 2011; Kairiza, 2009). L'objectif est donc de stabiliser le change à travers une restauration de la fonction de réserve de valeur : « *All those that are holding on to cash for speculative purposes will, without doubt, be expected to bring it back and declare it into the formal banking system. This would lead to a crush in speculative markets, both in foreign exchange and property markets [...] The removal of three zeros would effectively have a positive psychological effect on people's reference points when comparing the relative strength of the local currency against regional and international prices, as well as prices for goods and services.* » (Reserve Bank of Zimbabwe, 2006, p. 12). Cette réforme constitue selon les autorités monétaires une phase transitoire vers l'introduction d'une nouvelle monnaie. Pour cela, il fallait d'abord stabiliser le taux de change par un choc psychologique. Quelques mois après la réforme, la masse monétaire réelle augmente, mais temporairement. À partir de novembre 2007, la masse monétaire réelle amorce une nouvelle tendance baissière.

Sur le plan monétaire, la fuite devant la monnaie ne se traduit pas uniquement par l'utilisation des unités de monnaie étrangère dans l'épargne ; celle-ci se matérialise aussi par la recherche

26. Il s'agit des dépôts bancaires effectués en monnaie nationale. La masse monétaire est composée de l'ensemble des dépôts bancaires plus la monnaie en circulation.

5.2. ANALYSE DE L'HYPERINFLATION ZIMBABWÉENNE

des unités monétaires extérieures dans les paiements. Dans ce cas, la demande de devise pour les motifs de transaction augmente, conduisant à une dépréciation du taux de change. Ainsi, les pratiques monétaires des acteurs économiques ont exacerbé la fuite devant le dollar zimbabwéen, ce qui a nourri la dépréciation du change.

Ces pratiques qui consistent à utiliser le dollar américain dans les paiements signalent l'hyperinflation. Au Zimbabwe ces pratiques débutent autour de l'année 2007 au cours de laquelle certains paiements sont effectués en dollar américain ; c'est le constat fait par Makochekanwa (2007b, p. 17) : « *One of the off-shoot of Zimbabwe's macroeconomic problem has been critical shortages of fuel, both in the public and private sectors. This has resulted in the emergency and mushrooming of black market for fuel (both petrol and diesel). Most sellers of this commodity (garages and individuals) have demanded payments in US dollars, arguing that they need USD in order for them to be able to order another supply. Most private enterprises and elite individuals have and are currently purchasing their fuel requirements from this market, fueling the demand for foreign currency on the black market.* » Le dollar Zimbabwéen est refusé dans certains paiements ; c'est le dollar américain qui est utilisé comme unité de paiement dans certains secteurs d'activités. Selon Makochekanwa (2010, p. 7), le rejet du dollar zimbabwéen dans ses fonctions de compte, de paiement et de réserve de valeur apparaît autour de 2007 : « *Money is generally considered as having four main functions, namely medium of exchange, unit of account, store of value, and standard of deferred payments [...] Mirroring the above functions to the Zimbabwean dollar for the period covering 2000 to end of January 2009, it can be noted without doubt that the country's currency has failed to effectively perform these functions, especially for the period since 2007. The hyperinflation which characterized the country's monetary system meant that the majority shunned the use of local currency in any transactions in favour of other stable currencies such as the US\$ and South Africa rand, and also the majority of citizens started pricing their goods and services in foreign currencies, thus stripping the local currency (Z\$) of its medium of exchange and unit of account functions.* »

En avril 2008, le pouvoir d'achat du dollar zimbabwéen est quasiment nul ; plus personne ne veut détenir la monnaie domestique en tant que réserve de valeur et moyen de paiement. Chaque agent économique cherche à se débarrasser du dollar zimbabwéen, et ce, au profit du dollar américain qui constitue la principale unité de paiement. Les dépôts (en monnaie nationale) dans la masse monétaire baissent considérablement. Ils passent de 68,26% de la masse monétaire en janvier 2008 à 23,2% en mai 2008 (graphique 5.4) ; fragilisant ainsi le système bancaire. Il

s'en suit une intensification de la fuite devant le dollar zimbabwéen, si bien que la part du dollar américain dans l'épargne des agents économiques s'accroît considérablement : « *Since October-November 2008, the local currency has virtually disappeared from circulation and dollarization has gained momentum. The banking system shrank, as reflected in deposits that declined from almost US\$1 billion at end-2005 to about US\$300 million (of which local currency-denominated deposits amounted to an equivalent of US\$6 million) at end-2008.* » (International Monetary Fund, 2009a, p. 2)

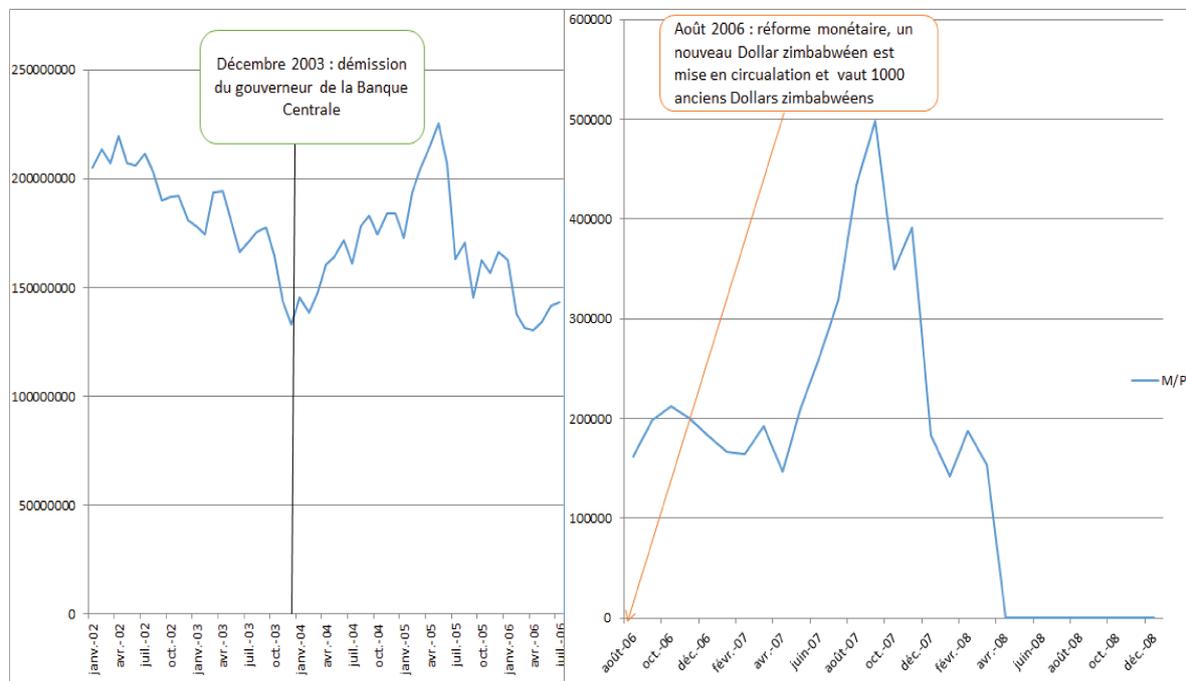
La disparition du dollar zimbabwéen en avril 2008 est précédée d'un évènement politique majeur. Il s'agit des élections présidentielles, législatives et sénatoriales de mars 2008, qui marque la perte de légitimité du gouvernement en place. En effet, le pouvoir en place perd pour la première fois depuis l'indépendance la majorité au parlement et l'opposition est en tête du premier tour des élections présidentielles (Kairiza, 2009). Les résultats des élections confirment bien la perte de légitimité des autorités politiques. Face à la disparition du dollar zimbabwéen, une ultime réforme a été menée en février 2009²⁷ par les autorités monétaires : il fallait 1 trillion d'anciens dollars zimbabwéens pour un nouveau dollar zimbabwéen (Koech, 2011). Mais, cette nouvelle unité de paiement a fait l'objet d'un refus de la part de la population (Jefferis et al., 2013).

Les rapports entre les acteurs économiques et les autorités zimbabwéennes se sont détériorés tout le long de cette crise. Les résultats des élections présidentielles et la baisse drastique de la masse monétaire réelle sont les preuves d'une défiance vis-à-vis des autorités politiques et d'un rejet du dollar zimbabwéen. Aucun compromis social, ni politique n'émerge entre les différents acteurs. Si la dollarisation est officialisée et institutionnalisée en 2009, il n'en demeure pas moins que celle-ci est d'abord le fait des comportements des agents économiques. Dans le cas du Zimbabwe, la masse monétaire réelle est proche de zéro à partir d'avril 2008, ce qui traduit un rejet total du dollar zimbabwéen.

27. Bien que le dollar américain ait cours légal depuis janvier 2009 (Kairiza, 2009), le dollar zimbabwéen a gardé son cours légal jusqu'en avril 2009 (Noko, 2011).

5.2. ANALYSE DE L'HYPERINFLATION ZIMBABWÉENNE

Graphique 5.5 – L'évolution de la masse monétaire réelle (M/P) au Zimbabwe entre 2002 et 2008



Source : Données de Ellyne et Daly (2016), construction personnelle

5.2.4. De l'hyperinflation à la dollarisation intégrale

En janvier 2009, les autorités zimbabwéennes officialisent la dollarisation (Kairiza, 2009) en donnant un statut légal à plusieurs monnaies dont le rand sud-africain, le dollar américain et l'euro. Bien que le rand sud-africain ait été imposé par les autorités monétaires, les agents économiques ont préféré utiliser le dollar américain comme principale unité monétaire dans les transactions intérieures : « *Five foreign currencies were granted official status : the United States dollar, the South African Rand, the Botswana Pula, the British Pound and the Euro. The Rand was initially adopted as the reference currency, however the US dollar has gained prominence and is now being used as the principal currency. Stock exchange trading takes place in US dollars, the payments systems, the banking system and the Reserve Bank of Zimbabwe (RBZ) also maintain accounting in US dollars. The Rand is still prevalent in the South of the country, and it also circulates in the rest of the country, in particular coins.* » (Jefferis et al., 2013, p. 2). La dollarisation au Zimbabwe n'est pas le fait des autorités politiques et monétaires, mais le fait des acteurs économiques qui ont rejeté le choix des autorités. Cela souligne par

ailleurs l'importance du dollar américain dans les pratiques monétaires des agents économiques. Avec la dollarisation intégrale, la monnaie américaine devient la principale unité monétaire, ce qui traduit une disparition du dollar zimbabwéen. De ce fait, le risque de change disparaît bien que le taux de change réel continue de varier du fait du différentiel d'inflation.

Ce changement de régime n'est pas sans conséquence : entre 2009 et 2012, le Zimbabwe enregistre un taux de croissance à deux chiffres. La hausse du PIB s'explique par une forte progression du niveau des investissements. La part de la formation brute du capital dans le PIB passe de 5,12% en 2008 (tableau 5.1) à 14,29% en 2009 puis à 22,27% en 2010 (tableau 5.5). Par contre, le rythme de croissance du PIB baisse à partir de 2013, et ce jusqu'en 2016. Le taux de croissance qui s'élève à 14,77% en 2012 baisse à 5,52% en 2013 puis à 0,63% en 2016 (tableau 5.5). Entre 2014 et 2016, le Zimbabwe entre dans une période de déflation²⁸ (tableau 5.5). Toutefois, le niveau de la production intérieure reste inférieur aux dépenses de consommation. Par exemple en 2009, les dépenses de consommation finale sont estimées à 111,29% du PIB. C'est le même constat entre 2010 et 2016 où les dépenses de consommation sont supérieures à la capacité de production. Cela explique pourquoi le solde commercial se dégrade pendant cette période : plus de 20% entre 2009 et 2012. La réduction du rythme de croissance du PIB et la baisse du taux d'inflation mettent en évidence les conséquences néfastes de la dollarisation. Le passage à un tel régime fait que les politiques conjoncturelles (politique budgétaire comme monétaire) ne sont plus autonomes²⁹. L'insuffisance des crédits bancaires octroyés permet d'expliquer la faiblesse des investissements et de la production.

28. Pour plus d'explication, voir Nyarota et al. (2016) qui cherchent à expliquer les causes de cette déflation.

29. Dans les régimes de dollarisation, les politiques économiques notamment les politiques monétaires et budgétaires ne sont plus autonomes. Pour une littérature détaillée sur le régime de dollarisation, voir Ponsot (2002b).

5.2. ANALYSE DE L'HYPERINFLATION ZIMBABWÉENNE

Tableau 5.5 – L'évolution de quelques agrégats macroéconomiques du Zimbabwe entre 2009 et 2016

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Taux de croissance du PIB (%)	12,01	12,58	15,44	14,77	5,52	2,12	1,68	0,61
Dépenses de consommation finale (% du PIB)	111,29	106,03	102,87	116,79	106,76	103,89	110,27	101,81
Formation brute de capital (% du PIB)	14,29	22,27	20,27	11,84	11,37	11,82	12,28	12,19
Importation de biens et services (% du PIB)	47,42	63,5	63,71	58,88	45,3	41,39	46,02	38,66
Exportation de biens et services (% du PIB)	21,83	35,19	40,56	30,23	27,16	25,67	23,45	24,65
Solde commercial (% du PIB)	-20,59	-28,31	-23,15	-28,65	-18,14	-15,72	-22,57	-14,01
Taux d'inflation (%)	-	3,034	3,27	3,92	1,63	-0,21	-2,39	-1,55

Source : Banque Mondiale (2018), indicateurs du développement dans le monde, construction personnelle

Conclusion du chapitre 5

La rupture du compromis politique et social à la fin des années 1990 a débouché sur une réforme agraire, engendrant une désorganisation de la production et un effondrement de l'ordre monétaire. Cette réforme a eu des impacts sur la production nationale et sur le taux de change. En effet, dès l'annonce du programme de réforme agraire en novembre 1997, les tensions politiques et sociales se déclenchent. Celles-ci ont fragilisé la légitimité des autorités politiques, ce qui a détérioré la confiance dans la monnaie domestique entraînant ainsi une fuite de capitaux et une dépréciation du taux de change. Simultanément, l'érosion du pouvoir d'achat a progressivement conduit les agents à rechercher une conversion de leurs revenus en devise, ce qui a renforcé la dépréciation du change. D'autres facteurs relatifs aux réductions des entrées de devises (baisse des exportations, raréfaction des investissements étrangers ou de l'aide au développement) ont contribué à l'instabilité du change. L'effet de la réforme agraire sur la production nationale a néanmoins été décisif, vu l'importance de l'agriculture dans l'économie zimbabwéenne. L'expropriation des terres a engendré une désorganisation de la production du fait de l'insuffisance des ressources financières nécessaires au financement de la production agricole.

Finalement, l'insuffisance de la production et la dépréciation du change ont été les facteurs déclencheurs des tensions inflationnistes enregistrées au Zimbabwe à la fin des années 1990 et au début des années 2000. Le dollar américain a progressivement été utilisé comme unité de compte, moyens de paiement et réserve de valeur. Les agents économiques ne comptaient plus en dollar zimbabwéen, mais en dollar américain. De même, ils évaluaient leurs profits et leurs revenus en monnaie étrangère jusqu'à payer en dollar américain. Ces pratiques monétaires nous ont permis de repérer le phénomène hyperinflationniste au Zimbabwe. Ces pratiques ont exacerbé les tensions inflationnistes et la dépréciation du change ; l'officialisation du dollar américain, comme monnaie domestique officielle marque l'effondrement total du dollar zimbabwéen. Près de trois décennies après sa création, le dollar zimbabwéen a fini par céder au profit du dollar américain. L'étude de l'hyperinflation zimbabwéenne a permis de saisir les phénomènes hyperinflationnistes à travers les pratiques monétaires des acteurs économiques.

Conclusion de la partie 2

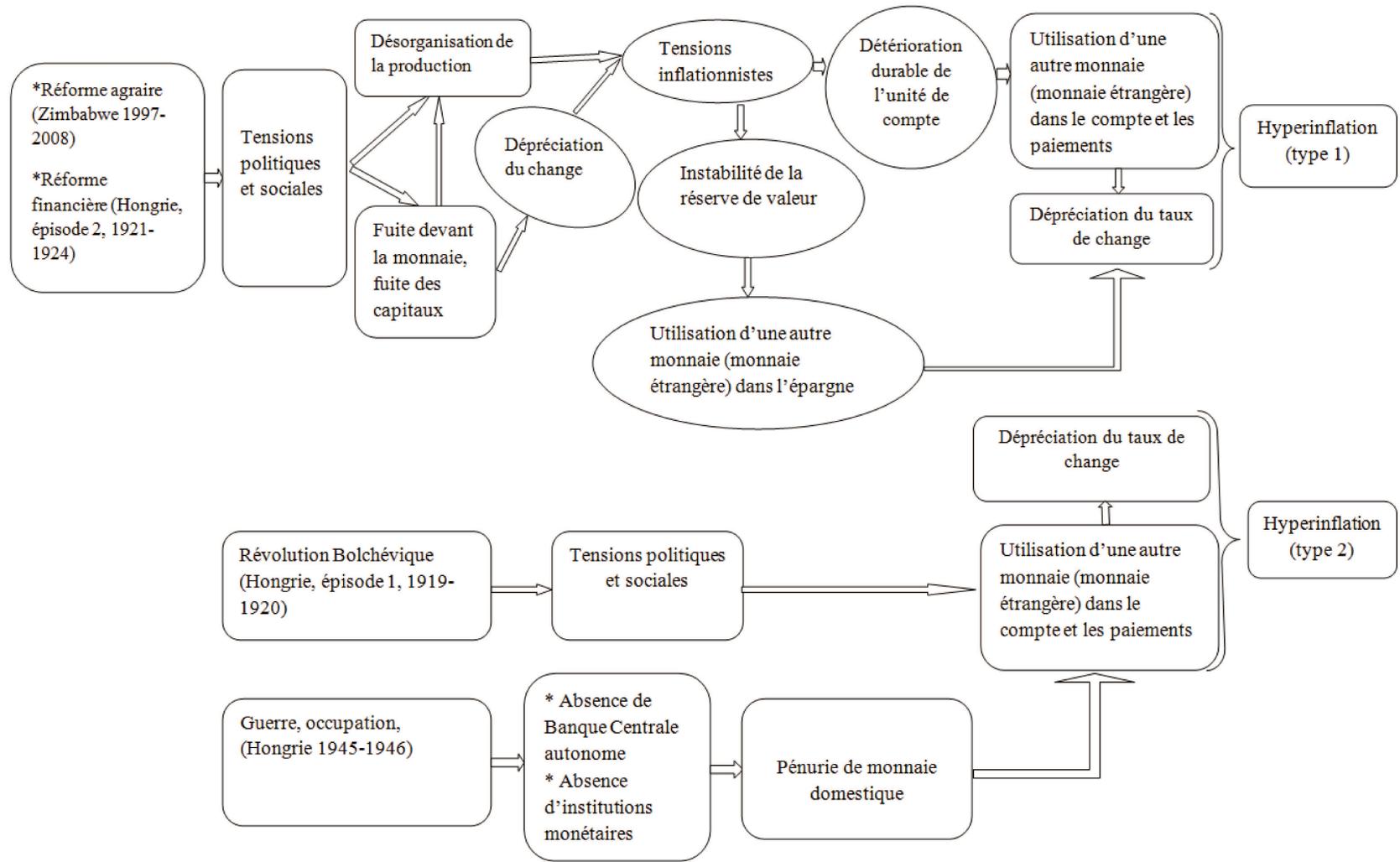
L'étude des crises monétaires hongroises et zimbabwéennes nous a permis de repérer plusieurs chocs pouvant conduire à l'hyperinflation. Ces chocs peuvent avoir des effets directs et indirects sur les pratiques monétaires des acteurs économiques. Dans les différents cas étudiés, nous montrons que certains chocs peuvent affecter indirectement les pratiques monétaires, et ce à travers des tensions inflationnistes, qui, lorsqu'elles ne sont pas maîtrisées conduisent à la détérioration de l'unité de compte (schéma 10). Lorsque cette dernière perdure, cela débouche sur l'utilisation d'autres monnaies dans le compte et dans le paiement. Ces pratiques monétaires nous ont permis d'appréhender le déclenchement du phénomène hyperinflationniste. C'est le cas du second épisode de l'hyperinflation hongroise (1921-1924) et de l'hyperinflation zimbabwéenne (1997-2008) où les chocs ou décisions politiques ont conduit à une désorganisation profonde de la production et à un fonctionnement anormal du marché des changes. Il en résulte des tensions inflationnistes qui débouchent sur la détérioration de l'unité de compte. Par la suite, les acteurs économiques ont utilisé une monnaie étrangère dans le compte et dans les paiements. La recherche des unités de paiements étrangères pour les transactions intérieurs a nourri la dépréciation du change. Dans ces deux cas, l'hyperinflation est précédée d'une crise inflationniste qui fragilise les principales fonctions de la monnaie, c'est ce que nous appelons hyperinflation de type 1 (schéma 10).

Toutefois, le phénomène hyperinflationniste peut ne pas être précédé d'une crise inflationniste. C'est ce qui ressort de l'étude de cas de l'épisode 1 de l'hyperinflation hongroise (mars 1919 - mars 1920) et de l'hyperinflation hongroise de 1945-1946. Dans le premier cas, le choc politique ou institutionnel affecte directement les pratiques monétaires (schéma 10). Le refus de la monnaie légale par les agriculteurs n'a pas été précédé par des tensions inflationnistes. C'est plutôt l'effondrement de l'ordre politique qui a conduit directement au rejet de l'ordre monétaire. Dans ce second cas, la déficience des institutions monétaires s'est traduite par une pénurie de moyens de paiement, ce qui a débouché sur l'adoption d'une unité monétaire dans le compte et dans le paiement. Dans ces différentes crises, la recherche de la principale unité de paiement entraîne une pression sur le marché des changes, ce qui déclenche une dépréciation du change et des tensions inflationnistes. Le taux de change joue un rôle spécifique dans ce contexte de concurrence monétaire parce que le marché des changes est la plaque tournante de l'activité éco-

CONCLUSION DE LA PARTIE 2

nomique. Sortir de la crise revient à stabiliser le taux de change, stabiliser ce dernier implique un changement dans les pratiques monétaires des acteurs économiques. L'introduction d'une monnaie-index peut agir sur les pratiques monétaires de sorte à homogénéiser ces dernières.

Schéma 10 : Une typologie des crises hyperinflationnistes



Source : construction personnelle

PARTIE III

De l'hyperinflation à la restauration de la monnaie domestique : une étude théorique

Cette partie plus précisément le chapitre 6 cherche à comprendre comment les pratiques monétaires parallèles développées par les acteurs économiques pendant les crises inflationnistes, politiques ou institutionnelles, affectent le mouvement des changes et le niveau des prix domestiques. L'évolution du change constitue un indicateur capable d'appréhender la propension des acteurs économiques à utiliser une monnaie étrangère dans les transactions intérieures. L'intérêt du chapitre 6 est de fournir un cadre théorique permettant de comprendre l'impact des pratiques monétaires sur le taux de change et sur les prix.

Le chapitre 7 est consacré à la typologie des réformes monétaires. Autrement dit, nous cherchons dans ce chapitre à comparer les différents plans de stabilisation des hyperinflation. Nous comparons les systèmes de dollarisation et de *Currency Board* au réforme de monnaie-index. Nous exposons les fondements théoriques de cette dernière.

Nous proposons, dans le chapitre 8, un système capable de modifier les pratiques monétaires et financières des agents économiques de sorte à les homogénéiser. Ce système dispose d'un fondement sociopolitique et d'un fondement économique qui assurent son acceptabilité auprès des acteurs économiques. Au final, ce système contribue à la stabilité externe et interne du système monétaire, ce qui conduit à une restauration de la monnaie nationale et de la souveraineté monétaire. L'intérêt de ce chapitre est de fournir un système alternatif aux systèmes de *Currency Board* et de dollarisation capable d'homogénéiser les pratiques monétaires et financières.

Tentative de typologie des crises hyperinflationnistes

« L'étude de l'hyperinflation, quant à elle, porte en germe de vastes débats féconds sur la nature de la monnaie. Son étude fait cependant trop souvent abstraction des monnaies parallèles qui s'y développent. On définit trop souvent l'hyperinflation comme une grosse inflation, ce qui empêche de voir dans le déroulement de ce phénomène l'ampleur des bouleversements des pratiques monétaires, celles-ci tendant à s'orienter vers une multitude de monnaies parallèles. »
(Blanc, 1998, p. 173)

L'étude des différents épisodes d'hyperinflation a permis d'identifier plusieurs chocs qui peuvent remettre en cause la légitimité des autorités et engendrer une désorganisation de la production. Les tensions inflationnistes engendrent une détérioration de l'unité de compte et une érosion du pouvoir d'achat de la monnaie. Lorsque celles-ci perdurent, cela débouche sur les pratiques monétaires parallèles qui peuvent conduire à l'effondrement de la monnaie domestique. Ces pratiques consistent en l'utilisation du dollar comme unité de compte et/ou unité de paiement — de tels constats ont été faits par les auteurs comme Nogaro (1922a, 1924), par les auteurs institutionnalistes comme Aglietta et Orléan (1982), Orléan (2007a,b) ou Aglietta et al. (2016), par les auteurs post-Keynésiens comme Robinson (1938), Kaldor (1985) ou Charles et Marie (2016, 2017). C'est aussi le cas chez les auteurs comme Salama et Valier (1990) dans les

travaux sur les crises hyperinflationnistes en Amérique latine. Par ailleurs, un choc politique ou institutionnel peut directement générer l'hyperinflation sans pour autant que celle-ci soit précédée d'une crise inflationniste.

Quel que soit le type d'hyperinflation nous retenons qu'en période d'hyperinflation, les acteurs économiques développent des pratiques monétaires parallèles. Les pratiques financières quant à elles se traduisent par l'accumulation de monnaie étrangère, ce qui nourrit la crise de change. Nous proposons dans ce chapitre de montrer comment ces pratiques monétaires nourrissent les tensions inflationnistes. Dans les situations hyperinflationnistes, deux scénarios sont possibles. Dans le premier scénario, l'unité monétaire nationale est refusée par certains acteurs économiques, ce faisant les transactions sont réalisées en monnaie étrangère en l'occurrence le dollar américain : cette dernière sert d'unité de paiement. Toutefois, il est possible dans cette transaction d'estimer le prix du bien en fonction du taux de change en vigueur — les prix intérieurs évalués dans la monnaie légale varient en fonction du cours de change.

Dans le deuxième scénario, certains acteurs économiques acceptent toujours la monnaie nationale dans les transactions, mais cherchent à acquérir aussitôt l'unité de paiement principale. C'est la logique qui sous-tend les pratiques d'indexation des prix sur le cours de change où les prix sont fixés comme si le paiement se réalisait dans une monnaie étrangère. De ce fait, toute transaction dans la monnaie domestique nécessite un autre échange sur le marché des devises, car la finalité des échanges dans l'unité monétaire légale c'est l'acquisition des devises. Ce dernier échange se fait *ex post*, après celui des biens et services, de sorte que le marché des changes devient le point focal de l'activité économique. Le marché des devises permet de faire le pont entre les groupes socioéconomiques utilisateurs de la monnaie concurrente et ceux utilisateurs de la monnaie domestique. Lorsque le cours de cette dernière augmente par rapport à la première, cela traduit un manque à gagner dans l'unité monétaire concurrente, et ce pour les utilisateurs de la monnaie légale. Pour éviter de faire des pertes, les offreurs augmentent leurs prix afin de dégager un supplément de monnaie nationale capable de couvrir la hausse du prix de la devise. À cette étape de la crise, c'est la recherche du principal moyen de paiement qui provoque une forte demande de l'unité monétaire concurrente sur le marché des changes, ce qui entraîne une hausse continue du taux de change. C'est de cette manière que les pratiques monétaires nourrissent ou déclenchent la dépréciation du change et les tensions inflationnistes chez les utilisateurs de monnaie légale. Telle est notre vision de l'hyperinflation qui va être exposée dans ce chapitre. L'apport de ce chapitre est de montrer que le rejet ou la défiance de l'unité domestique peut

prendre plusieurs formes. De plus, nous montrons dans ce chapitre que le rejet ou la défiance de la monnaie nationale peut être appréhendé à travers un certain nombre de pratiques monétaires.

Ce chapitre se structure autour de trois principaux points. La première section est consacrée à la redéfinition de l'hyperinflation et ses caractéristiques. La section 2 s'intéresse à la typologie des pratiques monétaires. Dans la troisième section, nous cherchons à saisir l'impact des pratiques monétaires parallèles sur le taux de change et les prix.

6.1. L'hyperinflation comme un rejet de la monnaie domestique

Dans cette section, il s'agira de donner une définition de l'hyperinflation et ses différentes caractéristiques ; cette définition tient compte des pratiques monétaires parallèles des acteurs économiques. Dans cet environnement hyperinflationniste, nous mettons en relief le rôle prépondérant du taux de change dans la dynamique des prix domestiques.

6.1.1. Hyperinflation : redéfinition et caractéristiques

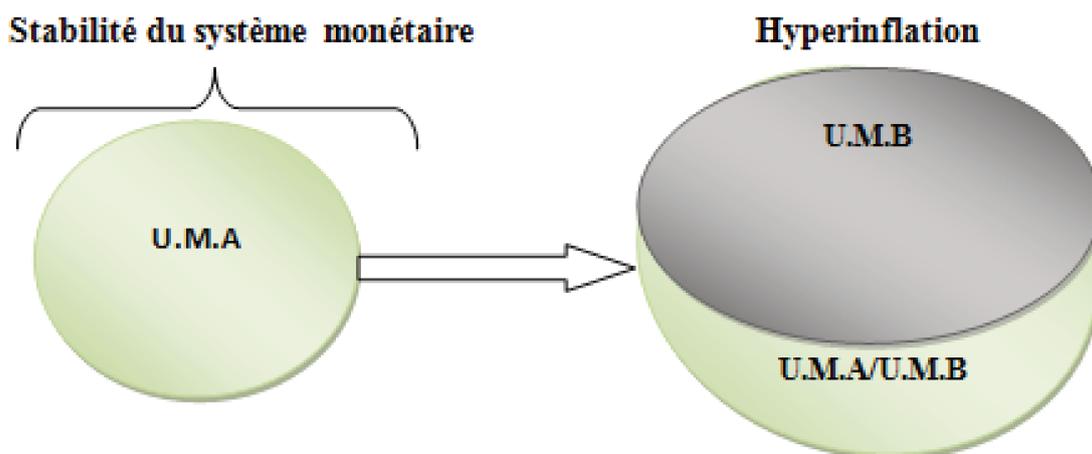
Selon nous, l'hyperinflation est le moment de la crise dans lequel on observe un rejet complet de la monnaie domestique, poussé par les facteurs qui peuvent être sociopolitiques, institutionnels ou économiques — et pouvant conduire à l'abandon total de l'unité monétaire nationale. Telle est notre définition de l'hyperinflation, mais dans la réalité, ce rejet n'intervient pas de manière homogène pour toutes les catégories d'acteurs économiques et pour tous les secteurs d'activités économiques. Ceux qui ont accès aux devises sont les premiers qui peuvent rejeter la monnaie. Il en est de même pour ceux qui ont un grand pouvoir de marché ou un poids économique important, obligeant ainsi les autres acteurs économiques à se procurer des devises pour les transactions. Mieux, dans cet environnement hyperinflationniste, la monnaie étrangère ou non légale permet d'acquérir tous les biens et services, contrairement à l'unité monétaire légale (schéma 11). Notre définition accorde une importance particulière aux pratiques monétaires parallèles des acteurs économiques. Toutefois, pour qu'il y ait hyperinflation il faut que ces pratiques débouchent sur une dépréciation de la monnaie.

Notre définition permet de faire une distinction entre une inflation et une hyperinflation.

6.1. L'HYPERINFLATION COMME UN REJET DE LA MONNAIE DOMESTIQUE

Dans une crise inflationniste, la monnaie domestique continue d'être utilisée dans la plupart des paiements ; elle constitue un moyen de paiement général accepté par la plupart des acteurs économiques, ce qui signifie aussi que la monnaie nationale constitue l'unité de compte de référence dans les transactions intérieures. Dans une crise hyperinflationniste, la monnaie nationale n'est plus un moyen de paiement général, elle n'est pas non plus l'unité de compte principale. Elle ne sert plus de mesure de l'activité économique, ni de référence dans la fixation des contrats notamment des dettes et des créances ; l'activité économique fonctionne désormais sur la base d'une unité de compte extérieure. Toutefois, l'abandon n'est pas total. En fait, une partie des acteurs économiques continue de détenir la monnaie domestique pour des raisons spéculatives ou pour acquérir des devises sur le marché des changes, ce qui entretient la dépréciation du change et la pression inflationniste.

Schéma 11 : Caractéristiques de l'hyperinflation



U.M.A : Unité Monétaire du pays A

U.M.B : Unité Monétaire du pays B

Source : construction personnelle

6.1.2. Hyperinflation, crise de souveraineté monétaire et désorganisation de l'activité économique

L'hyperinflation et la concurrence de monnaies sont deux phénomènes indissociables, notamment lorsque la monnaie concurrente est utilisée à la fois comme unité de compte et moyen de paiement. Cela constitue l'aspect qualitatif des hyperinflations. Dans cette période, les dettes et créances sont exprimées pour la plupart dans une unité de compte étrangère, qui est hors du contrôle des autorités monétaires, signe d'une remise en cause de la confiance éthique¹, et d'une crise de souveraineté monétaire. Aglietta et Orléan (2002, p. 107) soulignent à cet effet que « *L'unité de compte désigne la manifestation la plus abstraite de la souveraineté de la monnaie. Elle définit un langage commun, le langage du nombre, pour tous les propriétaires de marchandises [...] Elle délimite l'espace monétaire, c'est-à-dire l'espace où peuvent s'inscrire des évaluations immédiatement commensurables.* » Les crises hyperinflationnistes mettent en relief une crise de souveraineté monétaire. De ce fait, les politiques monétaires et budgétaires ne sont plus autonomes et efficaces notamment lorsqu'il s'agit d'une hyperinflation de type 1.

Les crises hyperinflationnistes sont caractérisées par une incertitude, ce qui fait que les agents économiques ont une préférence pour les devises. L'acquisition de ces dernières constitue la finalité de l'activité économique. La monnaie domestique devient un objet de spéculation, et un moyen d'acquiescer les unités de monnaie étrangère. Les crédits distribués par les banques ne seront pas orientés vers les activités de production, mais ceux-ci vont servir à l'achat de devise, ce qui va alimenter la spéculation. Ainsi, l'accroissement des crédits nourrit la dépréciation de change. La politique monétaire est donc inefficace pendant les périodes d'hyperinflation, car elle n'a pas d'effet sur la production de biens et services. Par ailleurs, la détérioration des avoirs exprimés en monnaie domestique dans les situations d'hyperinflation conduit les agents économiques à sauvegarder leur épargne en devises. Ainsi, les dépôts bancaires baissent, mais en plus ceux-ci sont transformés en monnaie étrangère, d'où un accroissement de la demande de devise. Cela nourrit la dépréciation du change.

Dans cette situation marquée par une insuffisance de biens et services, une politique budgétaire expansionniste va se traduire par une détérioration du solde commercial entraînant ainsi

1. « *Lorsqu'il y a crise de la confiance éthique, c'est la « monnaie incorporée » qui est déstabilisée et le système de compte qui est contesté, ou alors il y a perturbation dans le régime de change entre les valeurs associées à la monnaie locale et celles associées aux monnaies étrangères.* » (Théret, 2007b, p. 62).

une pression supplémentaire sur le marché des changes. En effet, un accroissement des dépenses publiques va entraîner une augmentation de la demande étrangère. Autrement dit, les importations de biens et services vont augmenter du fait de l'insuffisance des biens domestiques. Cette hausse des importations va se traduire par un accroissement de la demande de devise entraînant ainsi une dépréciation du change.

Il est important de noter aussi la désorganisation des échanges pendant les crises d'hyperinflation. Dans un contexte où l'accès aux devises est difficile, certains acteurs économiques détenteurs des unités de monnaie nationale auront des difficultés à obtenir des biens et services parce que la plupart des transactions se déroulent dans une autre unité monétaire. Ainsi, cette situation peut déboucher sur une pénurie de biens pour les acteurs économiques qui n'ont pas accès aux devises, d'où une désorganisation profonde des échanges de biens et services.

6.2. Typologie des crises hyperinflationnistes

Il est possible de distinguer deux types d'hyperinflation selon l'enchaînement qui mène au rejet de la monnaie nationale. Toutefois, les pratiques monétaires parallèles des agents économiques permettent de saisir les deux types d'hyperinflation.

6.2.1. Les deux types d'hyperinflation

À travers l'étude des différents cas², il est possible de distinguer deux types d'hyperinflation qui se différencient selon le processus conduisant au rejet de la monnaie. L'hyperinflation peut être précédée d'une crise inflationniste ; cette dernière précède le rejet de la monnaie domestique : c'est l'hyperinflation de type 1. Dans ce cas de figure, l'action des groupes socioéconomiques n'est pas directe, mais indirecte. Elle agit d'abord sur l'inflation, lorsqu'elle cette dernière perdure, cela entraîne une détérioration de l'unité de compte et de la réserve de valeur. Ces dernières jouent un rôle important dans la propagation de la contestation aussi bien dans la forme que dans le fond. Le groupe socioéconomique s'agrandit, les utilisateurs de la monnaie concurrente augmentent. La devise devient un moyen de paiement et une unité de compte de référence dans les transactions intérieures. Le rejet de la monnaie dans ce cas est expliqué à un niveau supérieur par des facteurs sociopolitiques puis à un niveau inférieur par les facteurs économiques.

2. Il s'agit des chapitres 3, 4 et 5.

Toutefois, le rejet de la monnaie domestique peut ne pas être précédé d'une crise inflationniste : c'est l'hyperinflation de type 2. Le rejet de la monnaie nationale est le résultat d'un choc politique ou institutionnel violent affectant l'ordre politique et monétaire existant³. La monnaie légale est directement remise en cause. Cela signifie qu'elle ne sert plus de moyen de paiement au sein d'un groupe socioéconomique donné — le refus de la monnaie est essentiellement dû à des facteurs politiques ou institutionnels. Ainsi, la sphère monétaire se fragmente avec un groupe utilisateur de la monnaie légale et un autre groupe qui utilise une autre monnaie dans ses transactions. Il est possible de distinguer les relations économiques à l'intérieur des différents groupes et celles entre les différents groupes socioéconomiques. Le marché des changes joue un rôle important dans les échanges entre les différents groupes.

6.2.2. De la défiance au rejet de l'unité de compte domestique

Les chocs initiaux n'affectent pas les différents secteurs de l'économie de la même manière ; les tensions inflationnistes peuvent donc se manifester dans un secteur au détriment d'un autre. Aussi, dans la pratique, il est courant que certains prix soient contrôlés et d'autres non : il s'en suit une distorsion dans la structure des prix relatifs. Dans une économie donnée, les prix relatifs expriment le prix d'un bien par rapport à celui d'un autre. Les prix ne varient pas dans les mêmes proportions, dès lors, il se produit une distorsion des prix relatifs (Salama et Valier, 1990). Cela signifie d'une part qu'il est difficile de comparer les prix relatifs, mais qu'il y a une variation régulière de ces derniers (Salama et Valier, 1990). En d'autres termes, il devient de plus en plus difficile d'évaluer correctement les biens et services. Ce faisant, la déformation des prix relatifs constitue un obstacle aux échanges de biens et services et aux activités de production. L'effet produit ici par les pressions inflationnistes est plus qualitatif et c'est cet aspect qui va être mis avant ; celui-ci a trait à la capacité de la monnaie domestique à exprimer correctement les grandeurs économiques. À ce stade, les agents économiques développent les mécanismes d'indexation : *« A partir d'un certain seuil critique ces fluctuations de prix relatifs ne sont plus absorbées totalement par le système économique ; elles provoquent une réponse : l'indexation. Celle-ci a une progression graduée. Elle dépend des formes d'organisation collective. Petit à petit on assiste à une indexation des prix sur les coûts, et des revenus sur certains prix entrant dans les normes de consommation. Mais la diffusion de ce phénomène modifie les conditions*

3. Voir à ce sujet les chapitres 3 et 4.

6.2. TYPOLOGIE DES CRISES HYPERINFLATIONNISTES

qui assureraient à certains agents des gains réels [...] Cette généralisation est progressive ; elle se fait d'une manière disparate. Elle épouse au départ l'hétérogénéité des circuits productifs. Chaque portion de la circulation marchande intègre graduellement, selon un processus mimétique, le caractère structurel des hausses nominales. Pour s'en préserver naissent spontanément de multiples références institutionnelles qui rendent quasiment automatiques les indexations : prix de la construction, prix de matières premières, prix à la consommation, taux d'intérêt, taux de change, etc. » (Aglietta et Orléan, 1982, p. 101). Il existe donc plusieurs types d'indexation.

D'une part, les acteurs économiques adoptent les pratiques d'indexation des contrats ou des salaires sur le niveau des prix. Cela signifie que les salaires sont ajustés en fonction du niveau des prix. Cette stratégie, bien qu'elle serve à protéger le pouvoir d'achat des travailleurs, exacerbe les tensions inflationnistes puisque les salaires constituent une charge pour les entreprises. Une telle problématique est au cœur des travaux des néo-structuralistes (Arida et Lara-Resende, 1985; Lopes, 1986; Pereira et Nakano, 1987).

Aftalion (1927) a mis en exergue une forme particulière des indexations dans son analyse des crises monétaires. Selon lui, les vendeurs indexent leurs gains sur le niveau des prix futurs. Lorsqu'ils anticipent une hausse des prix, ils augmentent les prix afin de se protéger de la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie. Dans le cas d'une indexation des salaires ou des gains sur les prix, il y a bien une défiance de l'unité de compte domestique, mais pas un rejet de cette dernière (tableau 6.1). De ce fait, il n'y a pas de pratiques monétaires parallèles et donc pas d'hyperinflation. La monnaie nationale constitue la principale unité de paiement dans les transactions intérieures.

D'autre part, les contrats peuvent être indexés sur le cours du change. En d'autres termes, les salaires, les gains⁴ et les prix sont indexés sur le prix de la devise. Dans ce cas de figure, l'unité de compte domestique est abandonnée au profit d'une unité de compte étrangère. L'utilisation de cette dernière transforme la crise, car les pratiques monétaires ne sont plus homogènes (tableau 6.1). Il y a une utilisation du moyen de paiement correspondant à l'unité de compte principale, qui peut être explicite (directe) ou implicite (indirecte). Dit autrement, certains acteurs économiques vont avoir recours directement aux moyens de paiement étrangers, mais d'autres vont chercher à acquérir ces derniers après les échanges effectués en monnaie nationale.

4. À ce sujet, voir le chapitre 5 sur l'hyperinflation au Zimbabwe.

Tableau 6.1 – Mécanismes d'indexation et pratiques monétaires parallèles : une typologie

	Nature des pratiques monétaires	État de l'unité de compte	Action sur le change
Pratiques d'indexation des salaires, des gains sur les prix	Homogénéité des pratiques monétaires	Défiante de l'unité de compte domestique	Pas de demande des moyens de paiement étrangers
Pratiques d'indexation des salaires, des gains, des prix sur le taux de change	Hétérogénéité des pratiques monétaires, pratiques monétaires parallèles	Substitution d'une unité de compte étrangère à l'unité de compte domestique	Conversion des unités de monnaie nationale en devise, augmentation de la demande de devise, dépréciation du taux de change

Source : construction personnelle

6.2.3. De la substitution de l'unité de compte domestique au rejet de l'unité de paiement

La détérioration durable de l'unité de compte est un tournant majeur dans le processus menant à l'hyperinflation ; celle-ci remet en cause la capacité des autorités monétaires à défendre la monnaie domestique affectant ainsi leur légitimité. Sa présence témoigne d'une démission des autorités dans la défense de la monnaie nationale. Dès lors, la défiance vis-à-vis des autorités politiques et monétaires se renforce. Lorsque la défiance des acteurs économiques envers l'unité de compte domestique perdure alors la contestation de la monnaie prend de l'ampleur aussi bien dans le fond que dans la forme. Dans le fond, une autre monnaie est employée comme unité de compte et moyen de paiement : ces pratiques monétaires signalent l'hyperinflation. En effet, la détérioration durable de l'unité de compte domestique incite certains acteurs économiques à utiliser une autre monnaie dans les opérations de compte et dans les paiements. Ainsi, le rejet de l'unité de compte fragilise aussi l'unité de paiement, car les agents économiques auront tendance à utiliser les moyens de paiement correspondant à l'unité de compte principale. Dans ce cas, il y a un rejet explicite de la monnaie domestique en tant qu'unité de paiement. Dans la forme, les utilisateurs de la monnaie domestique baissent, à l'inverse le groupe socioéconomique utilisant les unités monétaires étrangères s'agrandit.

L'idée ici est de montrer que la détérioration de l'unité de compte peut conduire directement à un rejet simultané des unités de compte et de paiement domestiques. Dans ce cas, une autre monnaie notamment une devise est utilisée à la fois dans le compte et dans le paiement. Les agents économiques préfèrent recevoir dans la transaction des unités de paiement ayant la même unité que celle utilisée dans le compte : la substitution de l'unité de paiement domestique est direct (schéma 12).

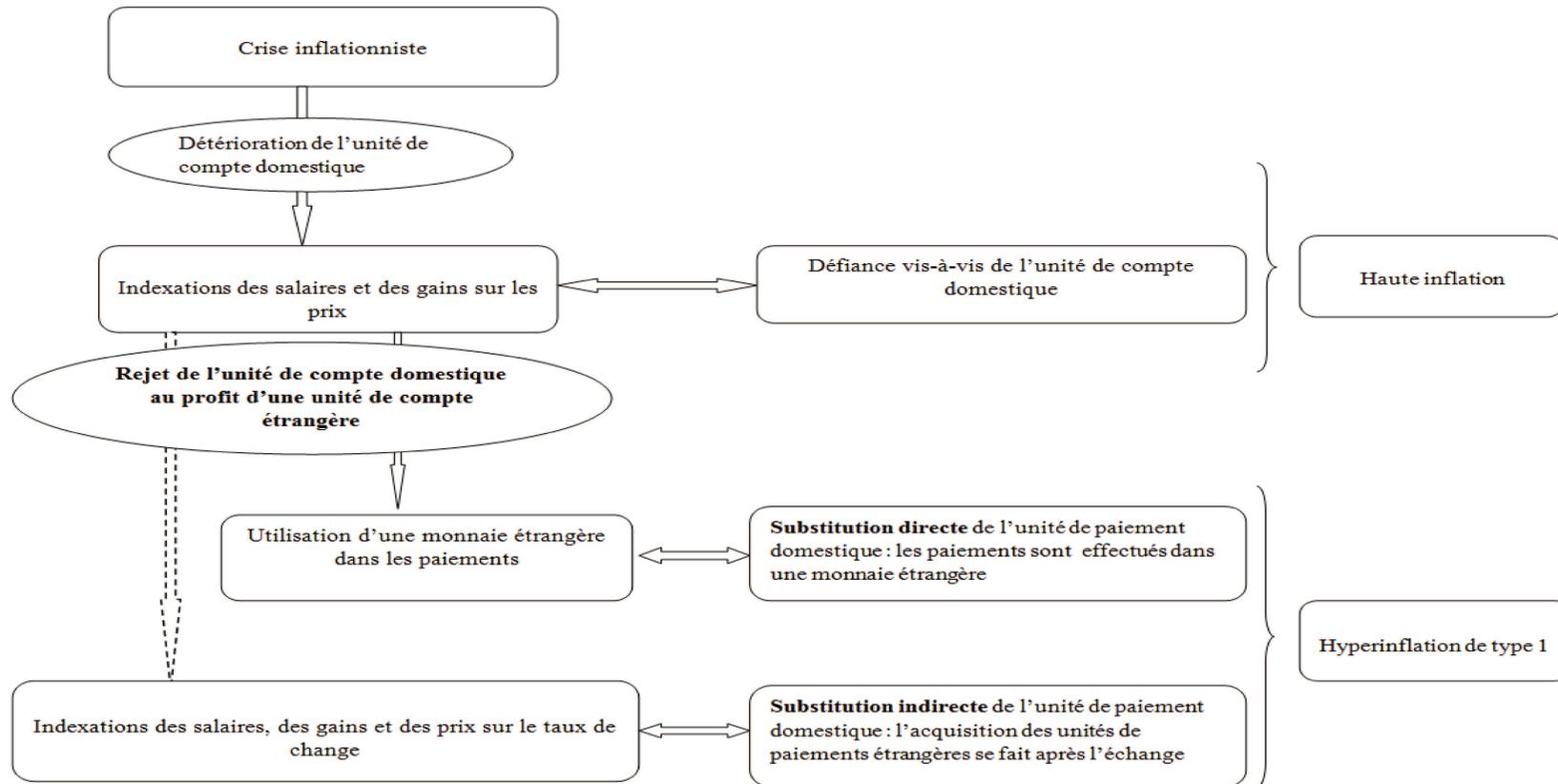
Il convient de souligner le rejet implicite de la monnaie nationale en tant qu'unité de paiement⁵ : la substitution de l'unité de paiement domestique est indirect (schéma 12). Ce sont les situations où les acteurs économiques continuent de détenir l'unité monétaire domestique, mais ne l'utilisent pas en tant qu'unité de compte et moyen de paiement. Ils la détiennent pour

5. Nogaró (1924, p. 266) dans son analyse des crises monétaires montre comment l'utilisation d'une unité de compte particulière incite à chercher le moyen de paiement associé à cette unité de compte : « En effet, celui qui stipule à son profit un paiement en or est assuré de recevoir à l'échéance une somme en monnaie intérieure égale à la somme stipulée en or, mais le débiteur ou dépositaire, pour être assuré de pouvoir le lui fournir, peut être tenté de se procurer la monnaie d'or, c'est-à-dire la monnaie étrangère dont il devra posséder le montant au moment de l'échéance. »

6.2. *TYPLOGIE DES CRISES HYPERINFLATIONNISTES*

acquérir des devises sur le marché des changes. La monnaie domestique devient un simple intermédiaire dans les échanges. Dans ce cas, les utilisateurs de la monnaie nationale se comportent comme si les opérations de paiement se déroulaient dans la monnaie stable. L'acquisition des unités de paiement étrangères se fait ex-post, c'est-à-dire après la transaction : le rejet de l'unité de paiement est implicite. Cela entraîne un accroissement de la demande de devise, celle-ci est recherchée pour les motifs de transaction, ce qui exerce une pression supplémentaire sur le marché des changes : c'est dans ce sens que les pratiques monétaires nourrissent la dépréciation du change.

Schéma 12 : Pratiques monétaires et destruction de la monnaie dans l'hyperinflation de type 1



Source : construction personnelle

6.2.4. De la baisse du pouvoir d'achat à la fuite devant la monnaie nationale

Les causes de la variation de la demande de devise sont expliquées d'abord par les facteurs sociopolitiques qui affectent la légitimité des autorités politiques et monétaires et donc la confiance dans la monnaie. La fuite devant la monnaie et des capitaux se déclenche, d'où une dépréciation du change. Les causes de l'évolution de la demande de monnaie étrangère sont d'abord d'ordre politique ou social ; ces pratiques financières des acteurs économiques sont expliquées par les facteurs d'ordre sociopolitique. La pression inflationniste qui s'en suit alimente cette fuite devant la monnaie domestique ; ces déterminants d'ordre économique exacerbent la fuite devant la monnaie et donc la dépréciation du change. En effet, l'évolution continue des prix affecte le pouvoir d'achat des agents économiques, ce qui provoque une conversion générale de la monnaie domestique en devise fragilisant davantage le système bancaire et la production nationale. Cela nourrit la dépréciation du change — la remise en cause générale de la monnaie dans sa dimension de réserve de valeur exacerbe la crise de change : « *C'est vrai de la fonction de réserve de valeur, chaque acteur économique cherchant à convertir ses encaisses liquides et nourrissant de ce fait une spéculation effrénée contre la monnaie nationale sur le marché des changes.* » (Orléan, 2007a, p. 10). Un tel constat a été fait aussi par Nogaro (1922a, 1924) et Aftalion (1927, 1948). Ils soutiennent que la fuite devant la monnaie a nourri la crise de change.

Lorsque la demande de devise ne peut plus être absorbée par le marché de change officiel, alors il se produit une incohérence entre les prix du dollar du marché officiel (quantité limitée) et les prix du marché parallèle où les dollars sont accessibles. Par conséquent, les autorités monétaires perdent le contrôle du marché des changes. Désormais, ce dernier constitue le lieu où les agents économiques cherchent à se débarrasser de la monnaie nationale, instable, au profit des monnaies étrangères, stables, ce qui fait que le taux de change devient incontrôlable. Par ailleurs, la conversion des avoirs en devise provoque une baisse des dépôts bancaires, car ceux-ci ne sont pas protégés contre l'inflation. L'insuffisance des dépôts bancaires a des effets néfastes sur les activités des banques et par ricochet sur l'activité économique. En effet, les crédits bancaires risquent de baisser, ce qui fait que les activités de production vont être réduites : l'offre de biens et services va être insuffisante. Lorsque les crédits sont distribués par les banques (sans dépôt préalable), ceux-ci ne sont pas orientés vers des activités productives, mais vers la spéculation sur le marché des changes. Ainsi, les crédits ne se transforment pas en dépôt bancaire, mais

alimentent la spéculation.

6.3. Hétérogénéité des pratiques monétaires et dynamique des prix

Cette section vise à proposer une modélisation du phénomène hyperinflationniste. Nous analysons les effets des pratiques monétaires parallèles sur le taux de change et les prix.

6.3.1. Deux échelles de prix dans les périodes d'hyperinflation

Une situation hyperinflationniste est marquée par la coexistence de deux monnaies ; une unité monétaire concurrente (UMB)⁶ qui sert de moyen de paiement général et une autre (UMA)⁷ avec laquelle il est impossible d'acquérir tous les biens et services. Qu'il s'agisse de l'hyperinflation de type 1 ou de type 2, il existe un groupe socioéconomique (groupe B) utilisateur d'une monnaie (UMB) et un autre groupe au sein duquel la monnaie domestique (UMA) est utilisée dans les transactions intérieures (groupe A). La monnaie du groupe A ne sert de moyen de paiement que dans le groupe A ; elle ne peut servir de moyen de paiement dans le groupe B alors que la monnaie de ce dernier est acceptée dans les paiements auprès des deux groupes. Cela dit, il est possible de distinguer deux catégories d'opérations, celles réalisées dans la monnaie du groupe B, et celles qui se déroulent toujours dans la monnaie du groupe A.

Considérons le groupe B où les transactions (achats/ventes) se déroulent en UMB ; malgré le fait que cette dernière constitue l'unité de paiement et de compte principale, il est possible d'estimer les prix des biens ou services en monnaie légale, c'est-à-dire en UMA. Soit un bien qui coûte 2UMB à la période $T1$, si le taux de change en vigueur est de $1UMB=1000UMA$ alors le bien coûte 2000UMA. Si à la période $T2$, le taux de change passe de 1UMB à 2000UMA pour une même quantité de bien donnée, le prix vaudra 4000UMA sous l'hypothèse que le prix du

6. UMB signifie Unité Monétaire du groupe B, en général cette monnaie est une monnaie étrangère en l'occurrence le dollar américain.

7. UMA signifie Unité Monétaire du groupe A, c'est la monnaie qui remise en cause, c'est la monnaie légale.

6.3. HÉTÉROGÉNÉITÉ DES PRATIQUES MONÉTAIRES ET DYNAMIQUE DES PRIX

bien en UMB reste constant. Lorsque les prix sont évalués en UMA⁸, on constate qu'ils ont été multipliés par 2 soit une augmentation de 100%. Ainsi, lorsque les biens sont vendus dans l'UMB pendant les périodes hyperinflationnistes, il est possible d'estimer le prix du bien en question dans la monnaie légale, c'est-à-dire dans l'UMA. La variation du prix du bien (en UMA) dépend de la variation du prix du bien (en UMB) et de l'évolution du cours du change entre l'UMB et l'UMA.

Il existe aussi une situation où les acteurs du groupe A décident d'acquérir des biens du groupe B. Dans ce cas, ils sont obligés de convertir leurs avoirs ou revenus dans l'unité monétaire du groupe B (UMB) avant de procéder à l'échange. Ce faisant, si le taux de change entre les deux unités monétaires se déprécie cela signifie qu'il faut plus d'unités de monnaie du groupe A pour acquérir une unité monétaire du groupe B. Par conséquent, le bien coûte plus cher dans l'UMA, et ce dans l'hypothèse que le prix du bien (UMB) reste constant ou augmente. C'est de cette manière que la dépréciation du change se traduit par des tensions inflationnistes dans le groupe A — cela a été le cas dans l'épisode 1 de l'hyperinflation hongroise de 1919-1924⁹.

Considérons à présent le second cas où l'unité monétaire domestique (UMA) est utilisée dans les transactions dans le groupe A. Notre idée est que le vendeur va se comporter comme s'il vendait le bien dans l'UMB, c'est-à-dire dans la principale unité de paiement qui constitue aussi l'unité de compte de référence. En d'autres termes, les acteurs du groupe A se comportent comme s'ils étaient dans le groupe B. Dans ce cas, le vendeur évalue d'abord son bien dans l'UMB et par la suite dans l'unité monétaire domestique. Ainsi, lors de la vente du bien, il tient compte du prix de l'UMB en UMA sur le marché des changes. Illustrons nos propos par l'exemple suivant. À la période T_1 , le vendeur estime que son bien vaut 3UMB ; si le cours du change est de 1UMB pour 3000UMA alors le vendeur va céder son bien à un prix minimum de 9000UMA de sorte à garder le même pouvoir d'achat dans l'unité monétaire du groupe B. C'est cette logique qui sous-tend les pratiques d'indexation observées pendant les périodes d'hyperinflation. Les pratiques d'indexation traduisent le fait que les prix sont fixés en fonction du cours ; les prix changent chaque fois que le taux de change varie — dit autrement, les prix suivent l'évolution du change.

8. On retrouve dans les travaux de Hanke et Kwok (2009); Hanke et Bushnell (2016) l'idée d'une estimation des prix intérieurs en fonction du taux de change et des prix en dollar américain. Ces auteurs confondent les prix en dollar dans un pays hyperinflationniste et ceux affichés aux États-Unies ; il n'y a aucune raison que ces prix soient les mêmes dans les deux pays.

9. Voir à ce sujet le chapitre 3.

6.3. HÉTÉROGÉNÉITÉ DES PRATIQUES MONÉTAIRES ET DYNAMIQUE DES PRIX

Ces phénomènes d'indexation cachent d'autres réalités que nous nous proposons d'élucider, mais avant, il est important de préciser que ces pratiques monétaires ont été soulignées par les auteurs comme Nogaro (1935, pp. 105-06) : « Désormais, le commerçant, ayant les yeux fixés sur la cote de la bourse, change ses prix plusieurs fois par jour : mais, s'il est assuré de recevoir ainsi une somme correspondant, au moment de la vente, à une certaine valeur-or, il ignore ce qu'il pourra acheter le soir même avec son papier-monnaie, s'il ne l'a pas aussitôt converti en devises étrangères. » C'est dans ce même ordre d'idée que Aglietta et Orléan (1982, p. 201) affirment : « Les prix exprimés en mark devinrent les résultats des conversions à des cours journaliers, voire horaires, de prix fixés en dollars. » Ainsi, le taux de change entre les unités monétaires concurrentes constitue une variable prépondérante dans la dynamique des prix : « Les phénomènes monétaires ne sont pas seulement des phénomènes relatifs à la valeur de la monnaie, mais aussi, le plus souvent, à la conversion d'une monnaie dans une autre monnaie, et, partant, au rapport d'échange qui s'établit entre elles. » Nogaro (1921, p. 245). Toutefois, les canaux par lesquels la dépréciation du change affecte les prix dans ce contexte de concurrence monétaire restent superficiels. Bien sûr dans un tel contexte, les prix suivent l'évolution du taux de change, mais par quel canal ? Nous proposons de montrer comment les pratiques d'indexation nourrissent la spirale inflationniste dans un contexte d'instabilité du cours du change. Nogaro¹⁰ offre quelques pistes de réflexions qui nous permettront de montrer comment les pratiques monétaires parallèles exacerbent les tensions inflationnistes.

6.3.2. Pratiques monétaires parallèles et dynamique des prix

Pour comprendre la logique de notre raisonnement, il est important de distinguer deux phases. Une première phase de stabilité monétaire et une seconde phase d'instabilité monétaire marquée par une hyperinflation. Dans les périodes de stabilité monétaire, le taux de change sert généralement d'instrument dans les relations économiques internationales. La monnaie refuge est la monnaie nationale. Elle sert non seulement de réserve de valeur, mais aussi d'unité de compte puis de moyen de paiement. Dans ce cas, le taux de change affecte l'économie nationale à condition que celle-ci entretienne les relations économiques avec le reste du monde. L'impact du taux de change sur les prix dépend de la propension à importer de cette économie ou de façon générale de son degré d'ouverture. Plus cette dernière est élevée, plus la dépréciation du change

10. Le chapitre 2 met en exergue les contributions de Nogaro à l'explication des crises monétaires.

6.3. HÉTÉROGÉNÉITÉ DES PRATIQUES MONÉTAIRES ET DYNAMIQUE DES PRIX

conduira à une hausse des prix intérieurs, via la hausse des coûts des biens importés. Ce lien est défendu par l'approche du *pass-through* qui fait du taux de change une variable explicative des prix.

Dans les périodes d'instabilité monétaire notamment les périodes d'hyperinflation, le taux de change croît à un rythme anormal. La monnaie domestique n'est plus la principale unité de paiement ni l'unité de compte de référence ; c'est une autre monnaie (UMB) qui est utilisée comme l'unité de paiement de référence. Il y a ceux qui refusent la monnaie domestique dans les paiements, dans ce cas la transaction est directement réalisée dans l'UMB. Par contre, il y a ceux qui continuent d'accepter la monnaie nationale dans les transactions intérieures, cela se traduit par des pratiques d'indexation. Selon nous, cette pratique se déroule comme si l'UMB servait de moyen de paiement, même si celui-ci n'est pas employé directement dans l'échange. L'idée est que les acteurs économiques qui acceptent d'utiliser l'UMA l'emploient partiellement ; ils ne l'emploient pas comme moyen de paiement et encore moins comme réserve de valeur. Ainsi, ils évaluent les contrats, les gains et les revenus dans l'UMB. Dans cette optique, si les offreurs reçoivent des unités monétaires du groupe A suite à une vente alors ils cherchent à la convertir rapidement dans la monnaie du groupe B ; la finalité pour les offreurs est d'acquérir cette dernière qui constitue la principale unité de paiement. Cette opération ne peut se produire que sur le marché des changes, alors qu'est-ce qui se passe si le taux de change entre l'UMB et l'UMA se déprécie avant l'écoulement des biens ?

Lorsque le cours du change augmente, cela signifie qu'il faut plus d'unités de monnaie du groupe A pour acquérir une unité monétaire du groupe B. Une dépréciation du change crée un déséquilibre entre la valeur des gains exprimée dans l'UMA et celle exprimée dans l'UMB. Dès lors, les gains désirés dans cette dernière risquent de baisser si l'offreur ne modifie pas le prix du bien. Pour éviter cela, il lui faut plus de monnaie du groupe A, ce qui conduit les offreurs à augmenter leurs prix afin de dégager des gains supplémentaires capables de compenser les pertes dans l'UMB et donc de maintenir constant son niveau de gain désiré dans l'UMB. En procédant ainsi, le vendeur rejette au consommateur le supplément de monnaie qu'il va supporter sur le marché des changes lorsqu'il va convertir ses gains dans l'UMB. C'est ainsi que les gains exprimés dans l'UMA suivent la progression du taux de change pour qu'il y ait une cohérence ou une équivalence entre valeur des gains en UMB et celle en UMA.

Le schéma 13 montre comment la concurrence entre l'UMB et l'UMA exacerbe la spirale inflationniste dans l'UMA. Le marché des changes devient le canal par lequel les agents écono-

6.3. HÉTÉROGÉNÉITÉ DES PRATIQUES MONÉTAIRES ET DYNAMIQUE DES PRIX

miques transforment leurs gains en UMB. La décision adoptée par chaque acteur dépend du taux de change affiché sur le marché des changes ; ce dernier constitue désormais le point focal de l'activité économique. C'est ce qu'illustre le schéma 13, où l'opération (1) met en évidence l'échange réalisé entre le vendeur et l'acheteur et l'opération (2) qui met en évidence la conversion des unités monétaires du groupe A dans l'UMB.

La transformation de l'UMA se fait *ex post*, c'est-à-dire après la vente des biens et services. Ainsi, le vendeur cherche à fixer un prix de sorte qu'il y ait équivalence entre les gains réalisés dans l'UMA dans l'opération (1) et ce qu'il va recevoir en UMB dans l'opération (2). Cette équivalence suppose la fixité du taux de change entre les deux monnaies, ce qui n'est pas le cas dans les périodes d'hyperinflation. Ce faisant, toute dépréciation du taux de change réduit les gains du vendeur exprimés dans l'UMB, parce qu'il lui faut plus d'unités de monnaie du groupe A pour obtenir une unité monétaire du groupe B. Pour éviter de faire des pertes dans cette dernière, le producteur augmente ses prix afin d'engranger plus de gains exprimés dans l'UMA, ce qui va lui permettre de maintenir constante la valeur de ses gains désirés dans l'UMB. Dans le prix d'achat tient en compte non seulement des coûts de production et d'autre part le prix de l'UMB en UMA (le taux de change) ; c'est pourquoi le prix d'achat du bien (en UMA) est très élevé. Les prix constituent la principale variable que possèdent les producteurs afin d'assurer l'équivalence des gains dans les opérations (1) et (2). Si l'UMA était réellement un moyen de paiement comme dans les périodes de stabilité monétaire, l'opération 2 n'existerait pas, alors le consommateur ne supporte que les coûts liés à la production du bien. C'est parce que l'UMA n'est plus un moyen de paiement général que la conversion (l'opération 2) existe. Pour un niveau donné de bien, la dépréciation du change réduit les profits désirés dans l'UMB, ce qui pousse les vendeurs à augmenter leurs prix afin de dégager un montant supplémentaire de gain (en UMA) qui puisse leur garantir la stabilité des gains désirés (en UMB). La variation des prix (en UMA) va dépendre de celle du prix du bien (en UMB) et de la variation du taux de change entre l'UMB et l'UMA.

Les pratiques d'indexation des prix sur le cours du change ne sont qu'une manifestation de la stratégie menée par les vendeurs. Cette stratégie leur permet d'ajuster régulièrement leurs profits visés dans la monnaie du groupe B. De même, l'indexation des salaires sur le cours du change s'explique par le fait que les salariés cherchent à maintenir constant leur pouvoir d'achat dans la monnaie du groupe B. Aussi, les salariés, c'est-à-dire les consommateurs en fonction de leur pouvoir de négociation peuvent réclamer des hausses de salaire au prorata de la variation

6.3. HÉTÉROGÉNÉITÉ DES PRATIQUES MONÉTAIRES ET DYNAMIQUE DES PRIX

du taux de change.

Cependant, ce processus ne peut continuer indéfiniment ; pour qu'il en soit ainsi, il faut que le producteur ait un contrôle parfait du taux de change et donc du marché des changes, ce qui n'est pas le cas. En effet, au fur et à mesure que la crise se poursuit, il arrive qu'entre la réception des gains et la transformation de celle-ci, la variation du taux de change soit telle que le producteur ne parvienne plus à réaliser son profit visé dans l'UMB. Ce faisant, les producteurs modifient leur comportement en intégrant le montant supplémentaire qu'ils vont supporter entre la réalisation des gains (en UMA) et la conversion de ceux-ci dans l'UMB, cela se traduit par les pratiques de sur-indexation¹¹. La variation des prix va dépendre de celle du prix du bien (en UMB) et de la variation future du taux de change entre l'UMB et l'UMA.

Lorsque tous ces choix n'offrent pas à l'offreur ou au consommateur (utilisateur de la monnaie du groupe A) une garantie en ce qui concerne l'acquisition de l'UMB qui est la principale unité de paiement ; l'offreur fait de plus en plus de pertes alors il refuse d'être payé dans l'UMA. C'est au consommateur de transformer l'UMA en UMB avant de procéder au paiement. De façon similaire, le consommateur peut refuser d'être payé dans l'UMA et exiger le paiement des salaires dans l'UMB. De ce fait, certains acteurs du groupe A vont rejoindre le groupe B qui va s'agrandir au fur et à mesure que le taux de change va se déprécier. À ce sujet Orléan (2017, pp. 109-10) affirme « *Lorsque deux échangistes divergent quant à la représentation de la valeur, c'est comme s'ils ne parlaient pas le même langage : le prix demandé par l'un doit être traduit par l'autre en tenant compte du « taux de change » existant entre les deux équivalents, taux de change qui est lui-même variable en fonction des échanges et des échangistes. Il s'en suit des coûts de conversion, coûts de conversion qui n'ont pas lieu d'être lorsque les échanges sont faits dans la même unité de compte de sorte que ces derniers se trouvent grandement avantagés. En conséquence, pour minimiser ces coûts de conversion, un producteur échangiste aura, toutes choses égales par ailleurs, intérêt à choisir le même équivalent que celui qu'ont retenu ceux avec lesquels il a l'habitude d'échanger.* » Ce constat fait par Orléan est très important, cela souligne le rôle prépondérant du change dans l'évolution des rapports entre les différents groupes utilisateurs de la monnaie. Dans notre cas, la recherche de l'unité de paiement principale (UMB) par le groupe A exerce une pression sur le marché des changes, la demande de monnaie du groupe B augmente, ce qui entraîne une

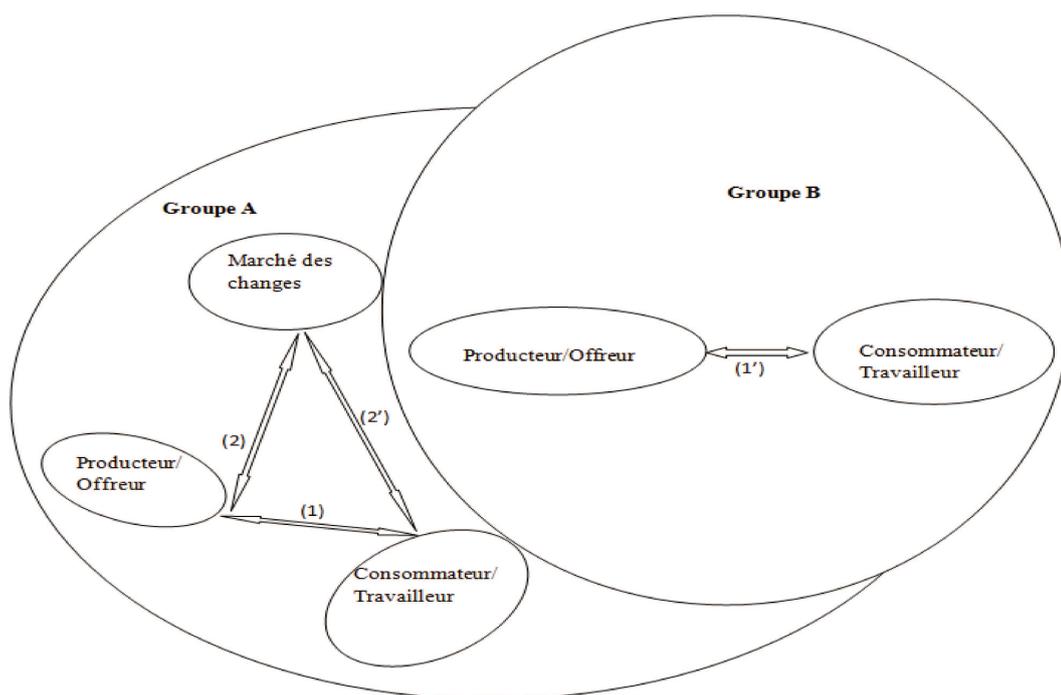
11. Voir à ce sujet Orléan (2007b) qui souligne le rôle de la sur-indexation des prix dans la dynamique des hyperinflation. Voir aussi Nogaró (1924) qui met relief le rôle des anticipations dans la trajectoire des crises monétaires.

6.3. HÉTÉROGÉNÉITÉ DES PRATIQUES MONÉTAIRES ET DYNAMIQUE DES PRIX

dépréciation continue du change.

L'évolution du rapport d'échange nous donne dans ce cas une idée de la domination d'un groupe sur l'autre, ou plus exactement la propension des acteurs économiques à utiliser une monnaie quelconque. Plus le taux de change de l'UMA se déprécie par rapport à l'UMB, cela signifie que les utilisateurs de cette dernière augmentent et plus le groupe B étend sa domination sur le groupe A — cela signifie aussi que ce dernier tend à disparaître. Face à la disparition de la monnaie légale, les autorités peuvent mettre en place une réforme permettant de restaurer partiellement ou totalement la monnaie domestique : c'est le cas de l'Allemagne en 1923 ou de la Hongrie en 1924. En l'absence d'une réforme, la monnaie du groupe B va conquérir tout l'espace monétaire ; l'ensemble des agents économiques comptent, épargnent et paient dans l'UMB. C'est le cas du Zimbabwe qui n'a pas pu échapper à une dollarisation intégrale de son économie.

Schéma 13 : Concurrence monétaire et dynamique des hyperinflation



- (1) : Vente de biens et services/ versement des salaires (UMA : Unité Monétaire du groupe A)
- (1') : paiement des salaires et /ou des biens et services (UMB : Unité Monétaire du groupe B)
- (2) : conversion des gains (en UMA) dans l'Unité Monétaire du groupe B
- (2') : conversion des salaires (en UMA) dans l'Unité Monétaire du groupe B

Source : construction personnelle

Conclusion du chapitre 6

Ce chapitre s'intéresse aux facteurs qui poussent les acteurs économiques à modifier leur comportement vis-à-vis de la monnaie domestique. Au départ de ces mouvements de défiance à l'égard de la monnaie domestique, il y a les tensions politiques et sociales qui fragilisent la légitimité des autorités, et par ricochet la confiance dans la monnaie. Ces facteurs sont spécifiques à la légitimité des autorités politiques et monétaires. Les pratiques monétaires peuvent être le résultat d'une détérioration préalable de l'unité de compte et donc de l'unité de paiement. Dans ce cas, l'hyperinflation est précédée d'une crise inflationniste.

Par ailleurs, les pratiques monétaires peuvent être le résultat d'un choc politique ou institutionnel qui remet en cause l'ordre politique. L'hyperinflation dans ce cas ne précède pas une crise inflationniste. Ces deux types d'hyperinflation peuvent être saisis à travers les pratiques monétaires des acteurs économiques, c'est-à-dire l'utilisation d'une autre monnaie (unité monétaire étrangère en l'occurrence) dans le paiement et dans le compte par un groupe socioéconomique. L'utilisation de la monnaie légale est limitée à un groupe donné alors que la monnaie étrangère permet d'acquérir les biens auprès de tous les groupes socioéconomiques. Ce faisant, les utilisateurs de la monnaie légale l'utilisent dans le but d'acquérir la principale unité de paiement qui est la monnaie étrangère. Le taux de change dans ce cas permet de faire le lien entre ces deux groupes. La dépréciation du change dans ces situations est une variable prépondérante, car elle permet d'expliquer la progression des prix dans la monnaie remise en cause. Elle met aussi en relief la domination d'un groupe par un autre. En d'autres termes, l'évolution du rapport d'échange entre les monnaies concurrentes met en exergue le degré d'utilisation d'une monnaie par rapport à l'autre. De ce fait, la dépréciation de la monnaie légale dans ce contexte de concurrence de monnaies montre que les utilisateurs de la monnaie légale baissent au profit de la monnaie concurrente. Ainsi, l'évolution du cours du change nous a permis de rendre compte de l'évolution des prix (dans la monnaie légale) dans un contexte d'hyperinflation.

Stratégie de sortie de crise : une typologie des réformes monétaires

« Depuis le lendemain de la Première Guerre mondiale, l'analyse des hyperinflations est restée dominée par les questionnements les plus opérationnels : quelles sont les causes immédiates de l'hyperinflation ? Sa dynamique à court terme ? Les stratégies possibles de stabilisation ? [...] Mais l'hyperinflation peut aussi être considérée comme un « événement théorique », qui offre des aperçus brefs mais exceptionnels sur les conditions dans lesquelles les fonctions monétaires peuvent être détruites et éventuellement restaurées. Elle permet également de montrer pourquoi et de comprendre comment les fonctions monétaires peuvent être reconstruites soit autour d'une seule unité monétaire nationale (un peso ou une roupie), soit, en partie ou en totalité, autour d'une unité étrangère (le dollar par exemple). Une telle perspective conduit alors à considérer la monnaie comme une institution, et donc comme le produit de forces sociales et historiques, à la fois nationales et internationales. » (Sgard, 2007, p. 461)

L'histoire des plans de stabilisation met en lumière différents instruments utilisés pour sortir des crises hyperinflationnistes. D'un côté, il y a les réformes par l'ancrage externe composées des systèmes rigides tels que l'étalon de change-or, le *Currency Board* et la dollarisation. Au lendemain de la Première Guerre mondiale, le système d'étalon de change-or¹ constitue la principale réforme destinée à restaurer l'ordre monétaire. Dans la seconde moitié du XXe siècle, l'adoption du *Currency Board* et l'officialisation de la dollarisation s'imposent comme solutions aux crises monétaires et financières. Des pays comme l'Argentine et la Bulgarie adoptent le système de *Currency Board* respectivement en 1991 et en 1997 suite à plusieurs années d'instabilité monétaire. D'autres pays comme l'Équateur et le Zimbabwe adoptent la dollarisation respectivement en 2001 et 2008 comme solution après plusieurs années de désordres monétaires. L'étalon de change-or et le *Currency Board* sont des régimes de convertibilité où une devise et l'or constituent les monnaies de référence. Les principes fondateurs sont les principes de convertibilité, de couverture et de parité fixe. Ceux-ci conduisent à la fois selon leurs défenseurs à la stabilité interne et externe. La dollarisation est un système dans lequel la monnaie légale est abandonnée au profit d'une monnaie étrangère. La stabilité interne d'une économie dollarisée dépend principalement de la stabilité de l'unité monétaire adoptée.

De l'autre côté, il y a des solutions moins étudiées dans littérature. Il s'agit des réformes par l'ancrage interne (monnaie-index). On retrouve le qualificatif monnaie-index chez les auteurs comme Nogaro (1948b), Winklé (1947) et Helfferich (1927). Pour sa part, Nogaro (1948b, p. 270) définit la monnaie-index comme « *une monnaie de compte, à pouvoir d'achat stable* ». L'utilisation d'une monnaie-index entraîne la dissociation de l'unité de compte et du moyen de paiement. Le rapport d'échange entre ces deux dernières dépend de l'évolution de l'indice de référence (indice des prix à la consommation, indice composite, taux de change) défini par les autorités monétaires. Cette particularité de ce système, c'est-à-dire la séparation entre l'unité de compte et l'unité de paiement, on la retrouve en France entre le VIIIe et le XVIIIe siècles, plus précisément entre le règne de Charlemagne et la Révolution française (Luigi, 1953; Guggenheim, 1978; Landry, 1910). Ainsi, pendant près de dix siècles, moyen de paiement et unité de compte sont distincts. Cette séparation entre les deux fonctions constitue l'un des fondements de la *Nouvelle Économie Monétaire*² dont les représentants³ sont Hall (1983, 2002); Greenfield et

1. Ce système a été préconisé suite aux Accords de Gênes, voir à ce sujet Nogaro (1922a, 1924) concernant les fondements du régime d'étalon de change-or.

2. Voir à ce sujet Cowen et Kroszner (1987) sur les fondements de la Nouvelle Économie Monétaire.

3. Voir Blanc et al. (2018) pour une typologie des approches de la pluralité monétaire.

Yeager (1983), Yeager (2010) ou Hall et Reis (2017).

Une autre particularité du système de monnaie-index concerne l'indexation de l'unité de compte. En 1747, la colonie de Massachusetts reconnaît légalement des contrats sur le coût de la vie ; il faut attendre des décennies plus tard pour que les pratiques d'indexation prennent forme (Humphrey, 1974). En effet, selon Shiller (2003), la première pratique d'indexation remonte en 1780 dans la colonie de Massachusetts pendant la période de révolution. À l'époque, des bons du gouvernement sont remis aux soldats en échange de leur service, mais ces bons connaissent une baisse de leur pouvoir d'achat du fait de la hausse des prix des biens. Afin d'éviter l'érosion du pouvoir d'achat des soldats, les autorités décident d'indexer ces bons sur le niveau des prix de quatre biens (le blé, le bœuf, la laine de mouton et la semelle en cuir). Les premiers contrats indexés apparaissent dans un contexte de guerre et de baisse de pouvoir d'achat. L'indexation des bons a permis de sauvegarder le pouvoir d'achat des soldats engagés dans la guerre. Ainsi, lorsqu'un pays introduit une monnaie-index les contrats sont exprimés dans cette nouvelle unité de compte domestique qui est distincte de l'unité de paiement. Certains pays ont eu recours à une monnaie-index afin de sortir de l'hyperinflation. Il s'agit de la Hongrie avec le *sparkrone* et le *pengo* fiscal respectivement en 1924 et en 1946. C'est aussi le cas de l'URV (unité réelle de valeur) au Brésil en 1994. Fort de tous ces constats, il ressort que deux grandes voies de réforme se dégagent lorsqu'on s'intéresse à la question de la stabilisation des hyperinflations.

Dans ce chapitre, nous comparons ces deux catégories de réforme sur leur capacité à stabiliser les prix et le taux de change, et à restaurer la souveraineté monétaire. Il s'agira de montrer comment l'étalon de change-or, le *Currency Board* et la dollarisation génèrent une stabilité interne et externe de la monnaie nationale. Toutefois, cette catégorie de réforme conduit à une perte de souveraineté partielle (*Currency Board*) ou à une perte de souveraineté totale (la dollarisation) ; tandis que l'adoption d'une monnaie-index protège la monnaie domestique (l'unité de paiement nationale) de la concurrence extérieure. En générant une stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie et dans une certaine mesure la stabilité des prix relatifs, l'utilisation d'une monnaie-index permet d'échapper à la concurrence d'une devise.

Ce chapitre cherche à montrer les inconvénients/avantages de chaque système dans un contexte de hausse des prix. La section 1 s'intéresse aux régimes d'étalon de change-or, du *Currency Board* et de dollarisation. Dans cette section, il s'agira de mettre en relief les fondements théoriques de ces systèmes, puis de montrer comment l'étalon de change-or, le *Currency Board* conduisent à une stabilité monétaire à travers les principes de convertibilité, de couverture

et de parité fixe. Dans cette même section, nous nous intéressons à la capacité d'un régime de dollarisation à stabiliser les prix domestiques. La section 2 présente les fondements théoriques de ce système qui consiste à utiliser une monnaie-index. Cette section montre comment cette réforme permet de contrecarrer les effets de l'inflation tout en générant à la fois une stabilité du pouvoir d'achat et des prix relatifs.

7.1. Les solutions traditionnelles face à l'hyperinflation

Cette section s'intéresse aux systèmes de convertibilité basés sur l'or ou sur une devise. Ce sont des régimes rigides, fondés sur les règles de libre convertibilité des unités de monnaie domestique en devise de rattachement, de couverture de la base monétaire et de fixité du change. Les systèmes d'étalon-or, d'étalon change-or et de *Currency Board* permettent d'obtenir, selon les défenseurs de ces régimes, une stabilité interne (stabilité des prix) et une stabilité externe (fixité du taux de change) des économies. À côté de ces systèmes, il y a un autre régime extrême qui est la dollarisation qui consiste à adopter une monnaie étrangère comme l'unité monétaire de référence. Cette section met en évidence les spécificités de ces régimes tout en soulignant leurs limites.

7.1.1. Les régimes basés sur l'or : les systèmes d'étalon-or et d'étalon de change-or

Le système d'étalon de change-or a permis à plusieurs pays de renouer avec la stabilité pendant la période de l'entre-deux-guerres. Ce système est un prolongement du régime d'étalon-or qui est un régime de convertibilité dans lequel l'or joue un rôle prépondérant. En effet, dans ce système, l'or devient une monnaie complémentaire à la monnaie domestique. Les règles qui régissent le système d'étalon-or sont au nombre de trois (Desquilbet et Nenovsky, 2005). Il y a la règle de convertibilité qui veut que la monnaie domestique soit convertible en or, et ce selon un taux de change fixe défini par les autorités monétaires. Les agents économiques peuvent à tout moment convertir la monnaie nationale (les billets) en or. De ce fait, ce principe de convertibilité joue un rôle prépondérant dans la confiance dans la monnaie domestique (Desquilbet et Nenovsky, 2005). La deuxième règle est celle qui a trait à la liberté de circulation des pièces

d'or⁴. Cette règle est spécifique à l'« *étalon-or pur* » (Desquilbet et Nenovsky, 2005) où les pièces d'or peuvent être librement frappées, importées puis exportées. La dernière règle est relative à la couverture de la monnaie domestique en or. Cette règle permet une régulation de l'offre de monnaie — son évolution dépend de la disponibilité d'or du pays.

En 1922, lors de la Conférence de Gênes, des modifications sont apportées au système d'étalon-or, ce qui débouche sur le système d'étalon de change-or⁵. Avec ce nouveau système, la convertibilité des monnaies domestiques s'étend à d'autres devises étrangères. Désormais, les monnaies nationales peuvent être convertibles en dollar américain et en livre sterling eux-mêmes convertibles en or. De plus, ces devises peuvent être détenues par les Banques Centrales, ce qui fait que la monnaie domestique peut être couverte par ces monnaies étrangères. Ces différents principes permettent de garantir une stabilité externe et interne de la monnaie domestique du fait de la fixité du taux de change et de la limitation de l'offre de monnaie. Tels sont des avantages d'un système d'étalon-or selon les défenseurs de ces régimes.

Les inconvénients de ce système sont la disponibilité des réserves d'or et de monnaie étrangère pour faire fonctionner correctement le système, et les restrictions à la création de monnaie. Ces éléments sont un frein à l'activité économique et donc à la croissance économique, puisque les politiques conjoncturelles, notamment la politique monétaire ne sont plus autonomes. Aujourd'hui, le recours à l'adoption d'un régime d'étalon-or comme moyen de stabiliser les crises monétaires n'est plus à l'ordre du jour depuis l'adoption du système de Bretton Woods. Les systèmes de *Currency Board* et de dollarisation se sont substitués au système d'étalon-or et à celui de change-or. Ceux-ci constituent de nos jours les principales solutions face à l'hyperinflation. Quels sont les avantages et les inconvénients des régimes de *Currency Board* et de dollarisation ?

7.1.2. Les fondements théoriques du *Currency Board*

Le *Currency Board* s'inscrit dans une conception particulière de la monnaie : la *Currency School* défendu par David Ricardo au XIXe siècle. Au sein de cette conception, l'or, aujourd'hui remplacé par une devise occupe une place centrale puisque l'émission de la monnaie doit être couverte par les réserves d'or ou de devises afin de maintenir la stabilité monétaire. L'objectif principal est de contrôler l'émission de monnaie dans l'économie. Le *Currency Board* est un

4. Dans le système (l'étalon-or lingot) proposé par David Ricardo, l'or ne sert qu'aux paiements internationaux, voir à ce sujet Gomez Betancourt (2008) ou Rojas (2016).

5. Voir à ce sujet Gomez Betancourt (2008) sur les fondements théoriques de l'étalon de change-or.

7.1. LES SOLUTIONS TRADITIONNELLES FACE À L'HYPERINFLATION

système monétaire fondé sur les règles dans lequel le rapport d'échange entre la monnaie domestique et la monnaie de référence est fixe. La caisse d'émission est une invention britannique et a été théorisée par David Ricardo dans les années 1800 (Hanke, 2002). Ponsot (2002b) distingue deux générations de *Currency Board*. Une première génération a vu le jour au XIXe dans les territoires britanniques de l'océan indien en 1849 (Hanke, 2002). La seconde génération des caisses d'émission apparaît plus tard dans un contexte marqué par des crises financières et monétaires. C'est sur cette seconde génération que nous allons focaliser notre attention.

Le *Currency Board*⁶ a permis dans la seconde moitié du XXe siècle à plusieurs pays de renouer avec la stabilité monétaire. Ce sont les pays comme l'Argentine⁷ en 1991, la Bulgarie⁸ en 1997 qui ont eu recours au *Currency Board* afin de sortir de plusieurs années de crises monétaires et financières. Le fonctionnement du *Currency Board* est en adéquation avec le principe de 100% réserve et l'hypothèse d'anticipation rationnelle (Ponsot, 2002b). La théorie du 100% constitue un fondement théorique du *Currency Board* dont Fisher (1935) est l'un des précurseurs. Cette théorie soutient l'idée que la circulation monétaire doit être couverte intégralement par les réserves de devise. Ces dernières dépendent du choix de la monnaie de référence, c'est-à-dire la monnaie étrangère à laquelle la monnaie domestique est rattachée. Par exemple, si la monnaie de référence est le dollar américain alors les réserves doivent être constituées de la monnaie américaine.

Le second principe fondateur du *Currency Board* est celui relatif à l'hypothèse des anticipations rationnelles (Ponsot, 2002b). Ainsi, la crédibilité acquiert une place importante dans le système de *Currency Board*, de même que les règles. De ce fait, le *Currency Board* repose sur un ensemble de règles qui sont non seulement source de crédibilité, mais concourent aussi à la stabilité des prix et du taux de change.

Les règles qui sous-tendent le *Currency Board* sont les suivantes : la règle de couverture intégrale, la règle de conversion et enfin la règle de fixité du change (Hanke et al., 1993; Hanke, 2002). Ainsi, toute émission de monnaie nationale doit être couverte intégralement par les réserves de monnaie étrangère. Cette règle permet de garantir une autre qui est celle de la conversion intégrale de la monnaie domestique dans la devise de référence. De plus, le financement de l'État et le re-financement des banques privées sont interdits par la Banque Centrale (Chauvin et Villa,

6. Voir Blanc (2004); Blanc et Ponsot (2004) pour une étude du cas lituanien.

7. Pour une étude détaillée sur le *Currency Board* argentin, voir Marie (2009).

8. Voir à ce sujet, Nenovsky et Hristov (2002); Nenovsky et Rizopoulos (2003) sur la caisse d'émission bulgare.

7.1. LES SOLUTIONS TRADITIONNELLES FACE À L'HYPERINFLATION

2003). Ce faisceau de règles implique que l'accroissement de la quantité de monnaie est fonction du niveau des réserves de devises (Adda, 1998). Ainsi, les politiques budgétaires et monétaires « *laxistes* » vont être évitées parce que, d'une part, l'émission de monnaie exige une couverture en devise. D'autre part, le pays en question ne peut plus faire appel à la Banque Centrale pour le financement de ses dépenses. Par conséquent, la gestion des finances publiques est sous contrôle de même que la progression de la masse monétaire. Il s'en suit logiquement dans une optique quantitativiste une stabilité des prix. Toutefois, il est possible que les prix évoluent dans un régime de *Currency Board*, puisque l'offre de monnaie dépend du solde de la balance des paiements. En effet, les entrées de devises vont entraîner une hausse de l'offre de monnaie, ce qui va engendrer une hausse des prix.

La stabilité des prix dans un système de *Currency Board* peut être expliquée autrement si l'on admet que le taux de change est une variable explicative des prix. Dans ce cas, la stabilité du taux de change va engendrer une stabilité des prix, puisque les pratiques d'indexation des prix sur le change disparaissent avec l'adoption du *Currency Board* (Marie, 2009).

Une autre règle relative à la stabilité externe est celle de la parité fixe entre la monnaie domestique et la devise de référence. Selon les partisans du régime de *Currency Board*, cette règle permet une stabilité du taux de change et donc de garantir la crédibilité extérieure. C'est le constat fait par Ponsot (2002b, p. 184) : « *En annonçant clairement qu'il n'y aura pas de dévaluation, ces économies écartent, a priori, les risques d'attaques spéculatives ; en instaurant un cadre pérenne de stabilité du change.* » Le *Currency Board* constitue un système monétaire qui s'impose aux autorités politiques et monétaires, et implique une perte d'autonomie en ce qui concerne le pilotage et la gestion des politiques économiques (Hanke, 2002). Le système est construit de telle sorte que la loi doit intégrer toutes ces règles qui régissent le fonctionnement du *Currency Board*, ce qui le rend crédible auprès des acteurs économiques. Dès lors, la stabilité interne et la stabilité externe sont assurées avec l'adoption de la caisse d'émission.

Lorsque les autorités ne parviennent pas à respecter les règles qui régissent la caisse d'émission, les défenseurs du *Currency Board* ont tendance à préconiser un régime encore plus extrême tel que la dollarisation : « *Because Argentina does not have an orthodox currency board and has been unwilling to make the system orthodox, as we have advocated (Hanke and Schuler 1991a, 1991b ; Hanke, Jonung, and Schuler 1993 : 72-4, 77), dollarization is desirable. A dollarized monetary system works almost like an orthodox currency board system. The main difference is that under dollarization a country loses seignorage (the profit from issuing the monetary base)*

7.1. LES SOLUTIONS TRADITIONNELLES FACE À L'HYPERINFLATION

to the United States, whereas under an orthodox currency board, it retains the profit. Let us now consider the costs and benefits of dollarization compared with Argentina's currency board-like system. » (Hanke et Schurler, 1999, p. 406). La dollarisation est alors préconisée pour renforcer la crédibilité extérieure et mettre fin à l'instabilité du change. Il s'agit ici de la dollarisation intégrale et officielle où la « *perte de souveraineté* » est « *intégrale et assumée* » (Ponsot, 2002b, p. 257). D'ailleurs, la dollarisation officielle fait partie d'une des solutions proposées par Hanke (2008) lors de l'hyperinflation zimbabwéenne de 2008. Par rapport au système de *Currency Board*, la dollarisation constitue une solution plus radicale. Elle consiste en l'adoption d'une unité monétaire étrangère en l'occurrence le dollar américain comme monnaie officielle en lieu et place de l'unité monétaire domestique. C'est le cas du Zimbabwe en 2008 où le dollar américain a remplacé le dollar zimbabwéen suite à une crise d'hyperinflation⁹. C'est aussi le cas de l'Équateur qui adopté en 2000 un régime de dollarisation suite à une crise des secteurs bancaires et financiers (Ponsot, 2005). Comme le souligne Ponsot (2002b, p. 270) « *la dollarisation exacerbe à la fois les avantages et les coûts du Currency Board.* » En ce sens, la dollarisation permet d'assurer la stabilité monétaire, car le risque de change disparaît puisqu'il existe une seule monnaie : le dollar américain.

Le taux de change est d'office stable avec l'adoption de la dollarisation. Cette dernière entraîne donc une stabilité extérieure ; les politiques conjoncturelles ne sont plus autonomes. Les autorités monétaires perdent le pouvoir de créer la monnaie. De ce fait, la politique monétaire n'est plus autonome. Dès lors, la croissance de masse monétaire va être modérée et les prix vont être stables — la stabilité intérieure va donc être assurée. La dollarisation traduit donc une perte de la souveraineté monétaire. Les autorités politiques et monétaires n'ont plus de contrôle sur la monnaie. En d'autres termes, la gestion de la monnaie nationale n'est plus entre les mains des autorités politiques et monétaires. Le fonctionnement d'une telle économie dépend non seulement des règles et des politiques menées aux États-Unis, mais aussi du solde de la balance des paiements. Ainsi, la dollarisation a le mérite d'éliminer totalement les risques de change, ce qui n'est pas le cas avec le *Currency Board* où le risque de dépréciation existe.

Toutefois, ces deux systèmes ont l'avantage de concourir, selon leurs partisans, à la stabilité interne et externe à travers le contrôle de l'émission monétaire et des finances publiques. Qu'il s'agisse du *Currency Board* ou de la dollarisation, la gestion de la monnaie n'est plus sous contrôle des autorités monétaires et politiques. Les règles qui sous-tendent le *Currency Board*

9. Voir à ce sujet la partie 2 de la thèse notamment le chapitre 5.

s'imposent aux autorités, mais le pays en question dispose toujours d'une monnaie nationale ; alors qu'avec la dollarisation, la monnaie domestique est abandonnée au profit d'une unité monétaire étrangère. Le *Currency Board* et la dollarisation constituent de nos jours les principales recettes face aux crises d'hyperinflation. D'autres solutions ont fait leur apparition après les deux Premières Guerres mondiales en Europe et au début des années 1960 en Amérique latine. Ici, il s'agit pour les autorités de restaurer la monnaie nationale dans l'ensemble de ses dimensions en développant une monnaie-index. Dans la prochaine section, nous présentons les fondements théoriques de ce système.

7.2. Une réforme alternative au Currency Board et à la dollarisation : l'utilisation d'une monnaie-index

La hausse continue des prix conduit à une baisse du pouvoir d'achat et à une instabilité des prix relatifs, ce qui fragilise la monnaie domestique. Cette instabilité de la monnaie nationale pousse les agents économiques à adopter une autre monnaie dans les transactions intérieures. De ce fait, restaurer la stabilité des prix relatifs et du pouvoir d'achat constitue l'objectif de l'introduction d'une monnaie-index. Cette problématique a attiré l'attention des économistes du XIXe et du XXe siècles.

7.2.1. Aux fondements théoriques du système de monnaie-index au XIXe siècle

La question de la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie a attiré l'attention des économistes depuis le XIXe siècle. Face à la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie et ses effets néfastes pour l'économie et les acteurs économiques, certains économistes préconisent la correction du pouvoir d'achat de la monnaie à partir des indices des prix. L'indexation des contrats et des grandeurs économiques sur le niveau des prix constitue donc un moyen de lutter contre les effets néfastes engendrés par l'inflation.

Selon Jevons (1875, p. 329), Joseph Lowe est « *probablement* » le précurseur de cette méthode. Dans son ouvrage, Lowe (1822) consacre une section au problème des prix et de la fluctuation du pouvoir d'achat ; dans la section intitulé *Plan for lessening the Injury arising from the Fluc-*

7.2. UNE RÉFORME ALTERNATIVE AU CURRENCY BOARD ET À LA DOLLARISATION : L'UTILISATION D'UNE MONNAIE-INDEX

tuation of Prices ; il propose la construction d'une table capable d'enregistrer les éventuelles variations des prix et de corriger le pouvoir d'achat de la monnaie en tenant compte de cette table. Lowe (1822, p. 335) affirme à cet effet que : « *But a table exhibiting from year to year the power of money in purchase, would give to annuitants and other contracting parties, the means of maintaining an agreement, not in its letter only, but in its spirit ; of conferring on a specified sum a uniformity and permanency of value, by changing the numerical amount in proportion to the change in its power of purchase.* » Soucieux des conséquences de la variation du pouvoir d'achat de la monnaie, Lowe propose donc d'ajuster le pouvoir de la monnaie en tenant compte de la variation des prix. Ainsi, lorsque le pouvoir d'achat baisse d'une période à une autre, le montant des transactions entre les agents économiques augmente au prorata de la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie.

Poulett (1833), à l'instar de Lowe (1822), s'est intéressé à la question de variation du pouvoir d'achat de la monnaie. Au sujet du système, il écrit : « *The publication of such a table of reference in an authentic form would entirely obviate the disadvantages attendant on variations in the value of the metallic standard in all future contracts [...] Those, on the other hand, who wished to employ money in their contracts as a correct measure of value, and to run no risks of its variation either way, would have it in their power to confer on the sum specified an uniformity and permanency of value, by changing its numerical amount in proportion to the change in its power of purchase.* » (Poulett, 1833, pp. 26-27). Comme on peut le constater, Poulett rejoint Lowe quant à la méthode employée afin de stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie.

Jevons (1875), après avoir exposé les plans proposés par Poulett (1833) et Lowe (1822), a mis en relief les difficultés liées à l'application d'une telle méthode. Selon Jevons, il pourrait exister des « *fraudes* » dans le calcul des indices des prix. La méthode employée pour le calcul des prix serait, selon Jevons, un point essentiel dans la mise en place d'un plan visant à corriger régulièrement le pouvoir d'achat de la monnaie. Cette méthode ne laisse pas indifférent Alfred Marshall, qui dans un article intitulé : *Remedies for Fluctuations of General Prices*¹⁰, aborde la question avec la même approche que Lowe, Poulett et Jevons, mais à la différence de ses prédécesseurs, il analyse de façon plus approfondie la question de l'ajustement du pouvoir d'achat de la monnaie.

Marshall met en exergue dans un premier temps les effets néfastes de la fluctuation du pouvoir d'achat de la monnaie sur les contrats et les revenus réels. Dans un second temps, il propose

10. Dans Pigou (1925) : « *Memorials of Alfred Marshall* ».

7.2. UNE RÉFORME ALTERNATIVE AU CURRENCY BOARD ET À LA DOLLARISATION : L'UTILISATION D'UNE MONNAIE-INDEX

comme ses prédécesseurs la publication d'une table reflétant en tout temps le pouvoir d'achat de la monnaie nationale. Il note à cet effet : « *The standard unit of purchasing power being published, the Law Courts should, I think, give every facility to contracts, wills, and other documents made in terms of the unit; and Government itself might gradually feel its way towards assessing rates and taxes (except, of Course, such things as payments for postage stamps) in terms of the unit, and also towards reckoning the salaries, pensions, and, when possible, the wages of its employes at so many units instead of so much currency.* » (Marshall, 1887, p. 199). Marshall propose donc d'indexer les salaires, les revenus et les contrats sur l'évolution du niveau général des prix. Il va plus loin que ses prédécesseurs en proposant que les contrats soient exprimés dans une unité de compte stable appelée « *unit* » de sorte que la valeur des contrats reste constante pendant la durée de ceux-ci.

Ces questionnements vont se poursuivre au XXe siècle : le débat va d'ailleurs se focaliser sur le choix de l'unité monétaire de référence. D'un côté, Fisher (1913a) propose un système basé sur l'or. De l'autre côté, les auteurs comme Geiler (1922), Nogaro (1924), Eisler (1932), Allais (1989) ou récemment Shiller (2014) proposent une version dans laquelle la monnaie-index est définie par rapport à une unité monétaire domestique.

7.2.2. Différentes versions de proposition de monnaie-index au XXe siècle

La littérature existante sur la question de la monnaie-index nous permet de distinguer d'une part les auteurs qui proposent un système basé sur l'or. Il y a, d'autre part, ceux qui proposent un régime dans lequel l'unité de compte domestique est définie par rapport à une monnaie fiduciaire (domestique). D'autres différences existent notamment en ce qui concerne le statut de cette monnaie. Certains économistes ne préconisent l'utilisation d'une monnaie-index que dans une période d'instabilité monétaire alors que pour d'autres, cette solution est valable aussi bien dans les périodes de stabilité que dans celles d'instabilité monétaire.

7.2.3. Monnaie-index basée sur l'or

Fisher (1913a) s'intéresse à la question de la monnaie-index¹¹ et propose un plan intitulé « *the compensated dollar*¹² » visant à stabiliser le pouvoir d'achat du dollar américain. Le régime monétaire en vigueur est le système d'étalon-or dans lequel la monnaie domestique est définie par rapport à l'or. Fisher propose alors d'indexer l'unité de compte nationale sur l'or ; le taux de change entre ce dernier et le dollar est variable (Hall, 1997). Le projet de Fisher est d'aboutir à une économie dotée d'une unité de compte stable. Pour ce faire, Il propose de faire varier le « *poids* » ou la « *teneur* » en or, c'est-à-dire le « dollar virtuel¹³ » afin de stabiliser le pouvoir d'achat des agents économiques. À travers la flexibilité du dollar virtuel, il est possible de stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie : « *Si, à certaines époques, le pouvoir d'achat du dollar décroissait de telle façon que le niveau des prix descendît de 1 p. 100 au-dessus du pair original, la quantité d'or contenue dans un dollar légal serait accrue de 1 p. 100.* » (Fisher, 1913b, p. 430). Dans le système proposé par Fisher, l'ajustement du pouvoir d'achat se fait sur la base de l'indice des prix à la consommation. Ce dernier définit le taux de conversion entre l'or et le dollar, c'est-à-dire la quantité d'or nécessaire pour obtenir une unité de dollar américain. L'or occupe bien une place centrale dans le système proposé par Fisher : « *Je propose que, sans abandonner l'étalon d'or, ni la frappe libre de l'or, nous modifions l'étalon d'or, de manière à en faire virtuellement un étalon multiple.* » (Fisher, 1913b, p. 429)

Le *compensated dollar* a influencé la réforme proposée par les auteurs de la *Nouvelle Économie Monétaire* notamment Fischer Black, Eugene Fama et Robert Hall (Blanc et al., 2018). À ce sujet, Greenfield et Yeager (1989) soulignent les divergences entre leur réforme et celle proposée par Fisher (1913a). Les différences se situent au niveau la fréquence d'ajustement et du choix de l'indice de référence. Dans le système de Greenfield et Yeager (1989), le prix de l'or est intégré dans l'indice qui sert de référence à l'ajustement du pouvoir d'achat, ce qui n'est pas le cas dans le plan de Fisher dans lequel l'indice de référence ne contient que les prix des marchandises. Pour Greenfield et Yeager (1989) l'ajustement ne doit pas se faire deux fois par mois comme le voudrait Fisher, mais à chaque heure de la journée : « *We may develop our*

11. Fisher (1913a) cite Marshall comme le précurseur de cette méthode.

12. Pour une analyse détaillée de ce plan, voir Gomez Betancourt et de Boyer des Roches (2013) notamment en ce qui concerne les différences entre *the compensated dollar* et le système d'étalon de change-or.

13. « *Le dollar virtuel est la quantité d'or en lingot contre laquelle notre dollar circulant peut être échangé au Trésor des États-Unis.* » (Fisher, 1913b, p. 429).

7.2. UNE RÉFORME ALTERNATIVE AU CURRENCY BOARD ET À LA DOLLARISATION : L'UTILISATION D'UNE MONNAIE-INDEX

argument by considering Irving Fisher's compensated dollar (1920). That dollar would always be redeemable in a definite amount of gold. The amount, however, would be subject to adjustment every two months or so in view of a price index. Adjustability surely would not keep the dollar from having a determinate value corresponding to its gold content at each time. Now consider a privatized and decentralized and otherwise modified version of the compensated dollar: The amount of gold in which the dollar is redeemable would be adjustable not just every two months but, say, every hour of each business day; and the adjustment would take account not only of the market prices of the goods and services entering into the calculation of the price index but also of the price of gold itself. Although the dollar would have a changeable gold content, the content would be definite at each instant; and the dollar's purchasing power should be correspondingly determinate. » (Greenfield et Yeager, 1989, p. 418)

Shiller (2014) n'a pas manqué d'apporter des critiques au plan proposé par Fisher. Pour lui, la référence à l'or peut fragiliser le système du fait de la spéculation sur l'or : « *La proposition de Fisher reçut un grand intérêt de la part du public pendant des années, puis presque totalement oubliée. Elle souffrait d'une difficulté potentielle, car, si le changement de la contrepartie en or du dollar devenait un tant soit peu prévisible, les spéculateurs sur l'or et le dollar auraient pu exploiter et, finalement tuer le système.* » (Shiller, 2014, p. 260). Dans la réforme proposée par Fisher, la monnaie-index est définie par rapport à l'or. Toutefois, certains auteurs défendent un système dans lequel la monnaie-index n'est pas définie par rapport à l'or ou une devise, mais par rapport à une monnaie fiduciaire (nationale).

7.2.4. Monnaie-index sans référence à l'or : un outil de restauration de la monnaie domestique

- ***L'utilisation de la monnaie-index comme un moyen de restauration de la monnaie nationale***

Geiler (1922) est un auteur allemand qui s'est intéressé à la question de la stabilisation du mark lors de l'hyperinflation allemande (1922/23). Il est probablement celui qui a proposé l'utilisation d'une monnaie-index comme moyen de remédier au phénomène de crise monétaire après la Première Guerre mondiale. Ses écrits publiés en 1922 précèdent les plans de réforme menés en Allemagne en novembre 1923 et en Hongrie en février 1924. Geiler (1922) propose

7.2. UNE RÉFORME ALTERNATIVE AU CURRENCY BOARD ET À LA DOLLARISATION : L'UTILISATION D'UNE MONNAIE-INDEX

son plan dans un contexte d'hyperinflation marqué par la détérioration de l'unité de compte et la baisse du pouvoir d'achat du mark. Face à l'effondrement du mark allemand, Geiler (1922) propose la création d'une unité de compte domestique appelée « *Neumark* » dont le rapport est variable avec le mark : « *Comme le mark papier, en raison de sa dévaluation et de ses fluctuations, est de plus en plus fragilisé comme base des investissements, des calculs de coûts, des calculs comparatifs, et comme la création d'une monnaie stable n'est pas encore possible, la création du "Neumark", une unité de compte abstraite dont l'utilisation est facultative servira d'une nouvelle unité de compte stable. Le Neumark en tant qu'unité de compte abstraite est créé de tel sorte que le taux de change avec le mark papier soit fixé à l'unité au 1 septembre 1914 et que son cours par rapport au mark papier varie en fonction d'un indice composite associé au pouvoir d'achat intérieur (l'indice des prix de gros, l'indice des prix en détail, le taux d'inflation) puis publié officiellement et périodiquement par la Reichsbank ou une commission d'experts sous la direction de la Reichsbank*¹⁴. » Le cours du Neumark par rapport au mark est fonction d'un indice composite mesurant le pouvoir d'achat.

Le plan proposé par Geiler vise à protéger le revenu et les avoirs des agents économiques face à l'inflation. Ce plan offre aussi aux acteurs économiques une unité de compte domestique, stable, nécessaire aux échanges et à la production de biens et services. L'idée qui sous-tend le plan de Geiler est de transformer les pratiques monétaires des agents économiques (utilisation du dollar américain dans le compte) par le recours à une unité de compte domestique sous contrôle des autorités monétaires.

Nogaro, à l'instar de Geiler (1922), propose un système d'indexation basé sur l'évolution du niveau des prix domestiques. En 1924, Nogaro (1924, pp. 259-60) écrit : « *Ce système, qui consiste à se référer théoriquement à l'or et, pratiquement, à la base concrète d'une monnaie étrangère telle que le dollar des Etats-Unis, et qui permet ainsi de verser, à un moment donné, la somme correspondant à un nombre déterminé de dollars et de recevoir ensuite une somme, peut-*

14. « *Da aber die Papiermark infolge ihrer Entwertung und ihrer Schwankungen sowohl als Wertmesser wie als Grundlage für Kapitalanlagen, Selbstkostenrechnungen, Vergleichsrechnungen immer mehr versagt, die Schaffung einer konstanten Währung aber zurzeit noch nicht möglich ist, ist schon jetzt dem Verkehr in Gestalt der "Neumark" ein als abstrakte Rechnungseinheit geschaffener neuer konstanter Wertmaßstab zur fakultativen Benützung zur Verfügung zu stellen. Die Neumark als diese abstrakte Rechnungseinheit wird in der Weise geschaffen, daß ihr Verhältnis zur Papiermark am 1. VIII. 1914 auf 1 festgesetzt wird und daß von da an ihr Kurs im Verhältnis zur Papiermark unter Zugrundelegung des Binnenwertes (Inlandskaufkraft) der Papiermark (dieser gewonnen aus mehreren Faktoren, wie insbesondere Großhandelsindex, Kleinhandelsindex, Teuerungsziffern) in Perioden von der Reichsbank oder einer unter Führung der Reichsbank stehenden Sachverständigenkommission autoritativ festgesetzt und amtlich bekanntgemacht wird.* » (Geiler, 1922, p. 55).

7.2. UNE RÉFORME ALTERNATIVE AU CURRENCY BOARD ET À LA DOLLARISATION : L'UTILISATION D'UNE MONNAIE-INDEX

être très différente, mais correspondant au même nombre de dollars, se présente peut-être plus facilement à l'esprit que celui qui consiste à stipuler, à un moment donné, le versement d'une somme en une monnaie dépréciée, telle que le mark, et le remboursement de cette même somme multipliée par un coefficient correspondant au changement de son pouvoir d'achat, c'est-à-dire au changement accompli dans la moyenne des prix de détail. Toutefois, ce procédé du contrat stipulé en or est moins logique, lorsqu'il s'agit de transactions intérieures, parce que, en fait, le coefficient rectificatif, au lieu d'être basé directement sur les variations du pouvoir d'achat de la monnaie, est basé sur les variations du change de cette monnaie par rapport à une monnaie extérieure, restée au pair du métal jaune. » Nogaro émet donc des réserves quant au système de compensation du pouvoir d'achat de la monnaie basé sur l'or ou une monnaie étrangère parce que se référer à ces monnaies revient à utiliser le dollar américain comme référence dans les activités économiques intérieures.

Cette méthode ne résout pas le problème d'instabilité monétaire, car il pourrait exister un écart entre le pouvoir d'achat intérieur et extérieur. En outre, selon Nogaro, cette méthode ne résout pas le problème de l'inflation parce que dans un tel système les prix sont susceptibles d'être fixés en fonction du cours du change or ce dernier est instable. Nogaro en critiquant les systèmes de régulation du pouvoir d'achat basés sur l'or ou sur une monnaie étrangère, met en exergue la question de souveraineté monétaire même s'il ne la mentionne pas explicitement. Elle constitue une inquiétude majeure pour Nogaro qui redoutait en fait la concurrence d'une monnaie étrangère dans les transactions intérieures. Pour cela, il propose dans les années 1920 de corriger le pouvoir d'achat à l'aide d'un « *coefficient de variation du pouvoir d'achat* » comme préconisé par Lowe (1822), Poulett (1833), Jevons (1875) ou Marshall (1887). Après la Première Guerre mondiale, Nogaro propose que les grandeurs économiques ou les contrats soient indexés sur un niveau général des prix afin d'atténuer les effets néfastes de l'inflation.

La proposition faite par Nogaro connaît une progression notable après la Seconde Guerre mondiale suite aux tentatives de stabilisation de la monnaie hongroise en 1946. Cette réforme a nourri ses réflexions sur les conditions juridiques et économiques d'une réforme monétaire. Selon Nogaro, le retour à la stabilité monétaire passe non seulement par des mesures juridiques, mais aussi économiques. Sur le plan juridique, il faut que la législation autorise une indexation de tous les contrats. Autrement dit, il faut que la loi impose l'ajustement permanent du pouvoir d'achat de la monnaie, et ce en fonction du taux d'inflation. Par exemple, dans le cas du marché de travail, si le niveau des prix augmente de 20% alors les salaires nominaux doivent augmenter

7.2. UNE RÉFORME ALTERNATIVE AU CURRENCY BOARD ET À LA DOLLARISATION : L'UTILISATION D'UNE MONNAIE-INDEX

automatiquement de 20% : « *Comme la monnaie, mauvais accumulateur de valeur, n'est pas un mauvais étalon, il est possible dans les contrats à terme plus ou moins éloignés, de convenir que la somme de monnaie stipulée sera affectée d'un coefficient tel que le pouvoir d'achat correspondant à cette somme, lors de la conclusion du contrat, soit approximativement maintenu. C'est la solution juridique du problème.* » (Nogaro, 1948b, p. 269). Cette méthode, selon Nogaro, peut concerner les dépôts bancaires, le paiement des impôts ou tout autre type de contrat. La mise en place d'une telle réforme passe, selon Nogaro, par la mise en place d'une « *monnaie-index* ». L'idée consiste donc à préserver la monnaie nationale de la concurrence de la monnaie étrangère ; autrement dit, il s'agit d'éviter qu'une monnaie étrangère en l'occurrence le dollar américain se substitue à la monnaie nationale. La monnaie-index constitue donc un moyen de sauvegarder la souveraineté monétaire. Celle-ci permettra à la monnaie domestique de conserver son rôle d'instrument d'épargne.

Le passage de la monnaie-index comme unité de compte à une monnaie remplissant les trois fonctions cardinales constitue l'aspect économique de la réforme proposée par Nogaro. Les conditions d'une telle transformation entre les deux états de la monnaie n'ont pas été élucidées par Nogaro. Il a juste indiqué la nécessité d'une stabilité des prix : « *Theoretically this is conceivable, but in practice it is hardly applicable except when price rises are moderate so that from time to time an adjustment of the value of money instruments can be made in round figures which are easily calculated. It is not surprising that this was impossible in the case of the tax pengo*¹⁵. *The theoretical problem of the index-currency, although not completely solved, has nonetheless been formulated. It is a matter for serious thought.* » (Nogaro, 1948a, p. 542). Si les propositions de Geiler et de Nogaro s'inscrivent dans un contexte de crise monétaire, il n'en demeure pas moins que d'autres auteurs comme Allais (1989) ou encore Shiller (2003, 2014) proposent un système de monnaie-index aussi bien dans les périodes de stabilité que d'instabilité monétaire¹⁶.

• *L'utilisation de la monnaie-index comme un moyen et une fin*

Maurice Allais s'intéresse au système d'indexation après la Seconde Guerre mondiale au cours de laquelle l'inflation a entraîné une érosion du pouvoir d'achat et de l'épargne des agents économiques. En partant de ce constat, Allais propose une indexation de l'économie dans le but de réduire les effets néfastes de l'inflation.

15. Cette réforme est étudiée dans le chapitre 4.

16. C'est aussi l'avis d'Eisler (1932).

7.2. UNE RÉFORME ALTERNATIVE AU CURRENCY BOARD ET À LA DOLLARISATION : L'UTILISATION D'UNE MONNAIE-INDEX

L'apport de Maurice Allais à la compréhension des mécanismes d'indexation est d'avoir établi une typologie des régimes d'indexation et d'avoir analysé leurs effets sur l'économie. Allais (1990) distingue une « *indexation automatique* » d'une « *indexation contractuelle* ». La première concerne les contrats à durée indéterminée alors que la seconde concerne les contrats de court terme dont l'échéance est connue et fixée à l'avance. L'indexation contractuelle est la réforme défendue par Maurice Allais, car elle a un effet positif sur l'économie : « *Il convient de distinguer soigneusement deux types très différents d'indexation : l'indexation automatique sans limitation de durée de tous les revenus ayant pour objet le maintien des situations acquises grâce à l'inflation antérieure, et l'indexation contractuelle ayant pour objet de maintenir à l'avenir l'équité de l'application sur une période donnée des contrats stipulés en monnaie. Il est visible que tout système d'indexation dont l'objet est de maintenir les disparités de revenus résultant d'une inflation antérieure, conduit nécessairement à des situations explosives [...] Si au contraire l'indexation ne vaut que pour les contrats sur l'avenir d'une durée limitée et dont les conditions peuvent être librement débattues entre les contractants, elle apparaît comme parfaitement compatible avec le fonctionnement efficace d'une économie de marchés décentralisée et elle ne peut que le favoriser.* » (Allais, 1990, pp. 30-31). Maurice Allais défend le système d'indexation pour les contrats supérieurs à un an et qui ont une durée limitée.

Par ailleurs, selon Allais (1989) l'utilisation d'une monnaie-index est une stratégie valable aussi bien dans les contextes de stabilité que dans ceux d'instabilité monétaire¹⁷. Selon lui, les indexations doivent avoir un caractère légal, c'est-à-dire que celles-ci doivent être inscrites dans la loi. Ainsi, les indexations doivent être formelles : « *La loi devrait imposer le principe de l'indexation dans tous les contrats par référence au niveau général des prix.* » (Allais, 1989, p. 218). De plus, selon Allais, les indexations doivent être générales et non partielles au risque de renforcer les inégalités. L'indexation généralisée « *repose sur l'introduction d'une même unité de compte valable pour tous les contrats et sur la fixation de la valeur de cette unité de compte par rapport à l'unité de monnaie circulante.* » (Allais, 1989, p. 212). L'utilisation d'une monnaie-index doit être formelle et son cours par rapport à l'unité de paiement doit être fonction du niveau général des prix.

Quant aux avantages de l'adoption d'une monnaie-index, Allais soutient que cette dernière va éviter ou limiter les effets redistributifs importants provoqués par l'inflation. En effet, pour Allais, l'inflation réduit les revenus réels d'une catégorie d'agents économiques au profit d'autres. C'est

17. C'est aussi la proposition faite par Eisler (1932).

7.2. UNE RÉFORME ALTERNATIVE AU CURRENCY BOARD ET À LA DOLLARISATION : L'UTILISATION D'UNE MONNAIE-INDEX

le cas des créanciers, des épargnants, des retraités et de certains salariés dont le revenu ne suit pas le niveau des prix. Ainsi, les pratiques d'indexation formelles sont un moyen d'éviter la baisse du pouvoir d'achat : « *L'inflation française a abouti à une spoliation gigantesque des épargnants. Un puissant besoin d'une protection efficace contre l'inflation et l'insécurité insupportable qu'elle entraîne est ressenti, qui se traduira tôt ou tard par une pression politique irrésistible. La seule réforme raisonnable est d'introduire une indexation généralisée de tous les engagements sur l'avenir reposant sur la dissociation de la monnaie de compte et de la monnaie circulante, et sur l'utilisation d'une même unité de compte pour toutes les transactions, la valeur monétaire de l'unité de compte étant maintenue égale au rapport de déflateur du produit national brut nominal à sa valeur au moment de la mise en place de l'indexation généralisée.* » (Allais, 1989, p. 223).

Bien que l'indexation généralisée soit un outil qui protège le pouvoir d'achat des agents économiques, elle est aussi un moyen de stabiliser les prix relatifs et de rendre cohérent le calcul économique : « *De même, en modifiant complètement les niveaux relatifs de prix et de rémunérations, l'inflation rend pratiquement impossibles des calculs économiques corrects. Si l'inflation ne peut être arrêtée, l'indexation de tous les engagements sur l'avenir pourrait permettre de rétablir les conditions d'un calcul économique correct en remplaçant dans les contrats toute référence à l'unité de monnaie circulante par référence à une unité de compte dont la valeur réelle serait stable.* » (Allais, 1989, p. 210). L'instauration d'un système d'indexation générale a deux bénéfices majeurs. Celle-ci protège, d'une part, le pouvoir d'achat des acteurs économiques contre l'inflation. D'autre part, elle stabilise les prix relatifs.

Shiller (1998, 1999, 2003, 2014) est aujourd'hui l'un des théoriciens actifs qui s'intéressent à la question de la monnaie-index. L'expérience chilienne a beaucoup inspiré Shiller, selon lui les autres pays doivent suivre le système chilien afin de limiter les conséquences de l'inflation. À l'instar d'Allais (1989), Shiller (1998) propose l'adoption des monnaie-index même dans les pays à faible taux d'inflation. À la différence de ces prédécesseurs, Shiller (2014) s'est intéressé à la question de l'acceptation de la monnaie-index. Il propose que le calcul de la valeur de l'unité de compte soit géré par diverses institutions, ce qui va permettre de renforcer la confiance dans le dispositif : « *L'autorité est renforcée lorsque plusieurs institutions de la société se partagent le calcul des indices. Les concurrents privés de l'État qui proposent les calculs peuvent inciter le public à avoir confiance dans les unités de compte indexées.* » (Shiller, 2014, p. 261). De plus, Shiller propose que les paiements puissent se faire en monnaie-index en utilisant les moyens de paiement électroniques.

Une autre question qui mérite d'être abordée est l'effet d'une monnaie-index sur les prix, notamment dans un contexte d'hyperinflation. Cette question est moins traitée dans la littérature consacrée à la monnaie-index. Toutefois, on retrouve quelques pistes de réflexions chez les auteurs comme Friedman (1974b), Allais (1947a,b, 1974, 1990) ou encore Nogaró (1948a).

7.2.5. L'effet de la monnaie-index sur les pratiques monétaires et financières des agents économiques

- *L'effet de la monnaie-index sur la création monétaire*

Au-delà de ses effets sur le pouvoir d'achat et sur les prix relatifs, la monnaie-index constitue un moyen de réduire le taux d'inflation. Cette question est moins traitée dans la littérature consacrée à la monnaie-index. Toutefois, on retrouve certains auteurs qui ont abordé cette question. L'utilisation d'une unité de compte indexée permet de réguler l'offre de monnaie dans une économie. Pour Friedman, la monnaie-index est un moyen dont dispose l'État pour lutter contre l'inflation : « *How would widespread adoption of the escalator principle affect economic policy? Some critics say indexation would condemn us to perpetual inflation. I believe that, on the contrary, indexation would enhance government's ability to act against inflation.* » (Friedman, 1974b, p. 29). En adoptant une vision quantitativiste, Friedman voit dans l'utilisation de la monnaie-index un moyen de réduire la taxe inflationniste, ce qui va freiner dans un premier temps la croissance de la masse monétaire et dans un second temps la hausse des prix : « *Escalator clause would decelerate inflation indirectly by reducing the revenue government draws from inflation, and so weaken the incentive to continue inflating*¹⁸. » (Friedman, 1974b). C'est dans le même ordre d'idée que Hall et Reis (2017) proposent d'indexer les réserves obligatoires de sorte à pouvoir réguler l'offre de monnaie.

Maurice Allais pour sa part soutient que l'indexation des dépôts bancaires réduirait la préférence pour la liquidité parce que les encaisses détenues (liquides) ne sont pas protégées contre l'inflation (Allais, 1947a,b, 1974, 1990, 1993). Ainsi, selon Allais, l'utilisation d'une monnaie-index permettrait d'accroître l'épargne et les dépôts bancaires nécessaires au financement des investissements et donc de l'activité économique. Vu que le système d'indexation accroît les dépôts bancaires des agents économiques, cela éviterait une création de monnaie ex nihilo de

18. The back cover of the book.

7.2. UNE RÉFORME ALTERNATIVE AU CURRENCY BOARD ET À LA DOLLARISATION : L'UTILISATION D'UNE MONNAIE-INDEX

la part des institutions bancaires. Les crédits vont être accordés à partir des dépôts préalables. Friedman et Allais soulignent les effets de la monnaie-index sur la création monétaire ; d'autres auteurs comme Bertrand Nogaro ont émis des pistes quant à l'effet de la monnaie-index sur la demande de devise des agents économiques.

- ***L'effet de la monnaie-index sur les pratiques financières et monétaires***

Étant donné que les fluctuations du taux de change jouent un rôle prépondérant dans la dynamique des phénomènes hyperinflationnistes, l'impact d'une monnaie-index sur le cours du change est une piste non négligeable. Cette piste a été explorée du moins partiellement par Nogaro lors de son étude de la crise monétaire hongroise : « *Beginning with January 10, 1946, commercial banks and savings banks opened valorization accounts which they were obliged to establish in tax pengo. After the depositor had paid in a certain amount of regular peng, he received, upon withdrawal of his deposit, the same amount of pengo, multiplied by a factor equal to the ratio of the tax pengo's rate of the day of withdrawal to the rate of the day of deposit. These valorization accounts were encouraged in order to reduce the demand for dollars, the purpose of which was to acquire a stable money. The general use of the valorization accounts meant that the banks receiving deposits in this form were able to grant credits under the same conditions.* » (Nogaro, 1948a, p. 530). L'idée est que l'introduction d'une monnaie-index conduit à une baisse de demande de devise. Si c'est le cas alors la monnaie-index pourrait être un moyen de réduire la pression sur le taux de change ; l'introduction d'une monnaie-index exerce donc une influence sur les pratiques monétaires et financières des acteurs économiques. D'où la relation suivante : 1) monnaie-index 2) demande de devise 3) taux de change. L'utilisation d'une monnaie-index contribuera à stabiliser le change et par ricochet les prix. Cette problématique fera l'objet du chapitre 8.

Conclusion du chapitre 7

Dans ce chapitre, il a été question de la stabilisation des hyperinflation. À ce sujet, deux voire trois pistes de sortie de l'hyperinflation ont été mises en perspective. D'un côté le *Currency Board* ou la dollarisation et de l'autre côté l'adoption d'une monnaie-index. Les deux premières conduisent à une perte de souveraineté partielle ou totale de la monnaie domestique alors que la dernière vise à permettre une restauration de la souveraineté monétaire.

La dollarisation ou le *Currency Board* obéit aux thèses quantitativistes, puisque ces systèmes visent à contrôler le déficit budgétaire et la masse monétaire. Le *Currency Board* conduit à une stabilité des prix et du taux de change à travers les trois règles qui sont : la règle de parité fixe, la règle de conversion et la règle de couverture intégrale. Les politiques budgétaires et monétaires sont alors contraintes par ces règles de telle sorte que la gestion de la monnaie n'est plus sous le contrôle des autorités politiques et monétaires.

Avec la dollarisation intégrale de l'économie, la monnaie nationale est remplacée par le dollar américain¹⁹. De ce fait, les autorités monétaires perdent totalement le contrôle de la monnaie domestique, puisque cette dernière n'existe plus. Dès lors, le risque du change disparaît. Les politiques conjoncturelles ne sont plus autonomes, ce qui constitue un frein à la croissance économique. Bien que la dollarisation et le système de *Currency Board* conduisent à une stabilité des prix et du taux de change, il n'en demeure pas moins que ces systèmes se traduisent par une perte de souveraineté partielle ou totale la monnaie domestique.

Alternativement à la dollarisation et au système de *Currency Board*, il existe une proposition méconnue. Elle consiste en l'utilisation d'une unité de compte domestique dont le cours avec l'unité de paiement dépend du niveau des prix. Cette technique permet de lutter contre la baisse réelle des recettes publiques, des revenus et des avoirs. Elle a l'avantage de fournir aux agents économiques une unité de compte stable, ce qui permet de résoudre les problèmes liés à l'instabilité des prix relatifs. Ce système cherche à remplacer l'unité monétaire concurrente par une monnaie domestique. La souveraineté monétaire est sauvegardée avec un tel système, ce qui constitue une différence majeure avec le système de caisse d'émission et de dollarisation. De plus, l'utilisation d'une monnaie-index n'empêche pas la conduite des politiques conjoncturelles ; celles-ci sont autonomes. C'est ce système que nous défendons dans notre thèse. Selon nous, il

19. Il peut s'agir aussi de l'euroisation où un pays adopte l'euro comme monnaie officielle.

peut être un moyen de freiner la disparition de la monnaie domestique. Toutefois, plusieurs zones d'ombre subsistent. Il s'agit de la capacité de ce système à stabiliser le taux de change et la question de l'acceptation de la monnaie-index, notamment dans un contexte de défiance vis-à-vis des autorités, et de rejet de la monnaie nationale. À partir des pistes fournies par Nogaro et de l'étude des cas hongrois de 1924 et 1946²⁰, nous proposons d'analyser dans le chapitre 8 les effets d'une monnaie-index sur les pratiques monétaires et financières parallèles des agents économiques.

20. Voir les chapitres 3 et 4 sur les expériences de la monnaie-index en Hongrie.

Système de monnaie-index et restauration de la monnaie nationale : un essai de reformulation théorique

« Indexing is not in and of itself a desirable thing. It is — as I’ve sometimes said — a second-best device for a first-best world; but it is a first-best device for a second-best world. And the world is unfortunately second-best. » (Friedman, 1974a, p. 4)

L’hyperinflation est le moment de la crise dans lequel on observe un rejet de la monnaie domestique, poussé par les facteurs qui peuvent être sociopolitiques, institutionnels ou économiques — et pouvant conduire à l’abandon total de l’unité monétaire nationale. Lorsque la monnaie concurrente est une devise, la souveraineté monétaire est menacée et cela peut conduire dans certains cas à une perte totale de la souveraineté monétaire comme dans le cas du Zimbabwe¹. Dans les périodes d’hyperinflation, deux solutions sont traditionnellement envisagées afin de mettre fin à l’accroissement des prix. Il s’agit du *Currency Board* et de la dollarisation ou l’adoption de la monnaie de substitution comme monnaie officielle (schéma 14).

La première consiste à faire de la monnaie concurrente, une monnaie complémentaire. La seconde solution vise à remplacer la monnaie domestique par l’unité monétaire concurrente. Si ces deux solutions permettent de stabiliser les prix domestiques, il n’en demeure pas moins

1. Voir à ce sujet le chapitre 5 de la thèse.

qu'elles s'accompagnent d'une perte de souveraineté partielle ou totale de la monnaie. Le problème de fond n'est pas réglé. Forts de ce constat, nous proposons une solution alternative qui consiste à adopter une monnaie-index afin de restaurer la souveraineté monétaire. Ce régime, nous l'appelons le système de monnaie-index (schéma 14). L'idée est donc d'introduire une unité de compte domestique qui remplirait les mêmes fonctions que la monnaie concurrente. Un travail a été fait en amont dans le chapitre 7 dans lequel nous avons repéré les différents niveaux d'analyse quant à l'utilisation d'une monnaie-index. Nous nous proposons à présent d'agencer ces différentes idées afin d'aboutir à un système qui puisse freiner la disparition de la monnaie nationale. Nous estimons que ce système est pertinent durant les périodes d'hyperinflation dans lesquelles l'unité monétaire domestique n'est plus un moyen de paiement général ni une unité de compte de référence.

La réussite d'un tel système dans un contexte de hausse durable des prix et d'illégitimité des autorités politiques et monétaires dépend de la possibilité de ce système à modifier les pratiques monétaires et financières des acteurs économiques. La stabilité de la monnaie-index en tant qu'unité de compte va dépendre de sa capacité à réduire les fluctuations des prix domestiques, ce qui va renforcer la confiance des agents économiques à l'égard de la monnaie-index. Pour qu'il en soit ainsi, il faut que le système de monnaie-index puisse modifier les pratiques monétaires et financières de sorte que les acteurs économiques utilisent la monnaie-index non seulement comme unité de compte et réserve de valeur, mais emploient aussi l'unité de paiement associée à la monnaie-index comme moyen de paiement.

Le système présenté dans ce chapitre comporte deux grandes dimensions. Celles-ci assurent l'acceptation de la monnaie-index et donc la confiance dans celle-ci, ce qui fait que les pratiques monétaires et financières vont se dérouler dans les unités monétaires domestiques. La première dimension est d'ordre sociopolitique ; elle est une condition nécessaire à la réussite de ce système, cette dimension a trait au caractère politique et social de la monnaie. Elle traduit le consensus autour de la monnaie et donne l'opportunité aux différents groupes socioéconomiques de participer à la reconstruction et à la restauration du nouvel ordre monétaire. La dimension sociopolitique consiste donc en l'intégration des représentants des différents groupes socioéconomiques dans la détermination et la fixation du cours de la monnaie-index ; cela renforce la légitimité du système et amène les acteurs économiques à accepter la monnaie-index.

La dimension économique quant à elle, protège le revenu et les avoirs des agents économiques de l'inflation, ce qui va les inciter à abandonner les monnaies étrangères et à utiliser

la monnaie-index et l'unité de paiement associé à cette dernière. Les dimensions économiques et sociopolitiques garantissent dans un premier temps l'acceptation de la monnaie-index, mais pour que celle-ci soit permanente, il faut que le système apporte des réponses à la question de la hausse continue des prix et donc à la dépréciation du change, faute de quoi ce système risque d'être voué à l'échec.

Le système de monnaie-index a attiré l'attention de certains quantitativistes : pour eux, ce système est un moyen de réguler l'offre de monnaie et donc de contrôler les prix domestiques (Hall et Reis, 2017; Hall, 2002; Friedman, 1984, 1974a,b; Allais, 1990). Ainsi, ce système permet de réduire la taxe inflationniste, et par ricochet le rythme de croissance des prix ; ce lien entre monnaie-index et taxe inflationniste n'est pas celui que nous retenons dans ce chapitre. Nous nous proposons d'analyser l'impact d'un système de monnaie-index non sur la quantité de monnaie, mais sur les pratiques monétaires et financières. Dit autrement, nous cherchons à montrer comment l'instauration d'une monnaie-index peut modifier les pratiques monétaires et financières des groupes socioéconomiques et par là contribuer à la restauration de la monnaie domestique. Pour ce faire, un certain nombre de secteurs d'activités vont être identifiés : le système bancaire, le marché des changes puis le marché des biens et services. En adoptant la monnaie-index, le système bancaire offre aux agents économiques, une garantie face à l'inflation, les montants des dépôts et des crédits bancaires vont être revalorisés périodiquement selon la hausse des prix estimée. Cela a deux incidences sur les pratiques monétaires et financières des acteurs économiques.

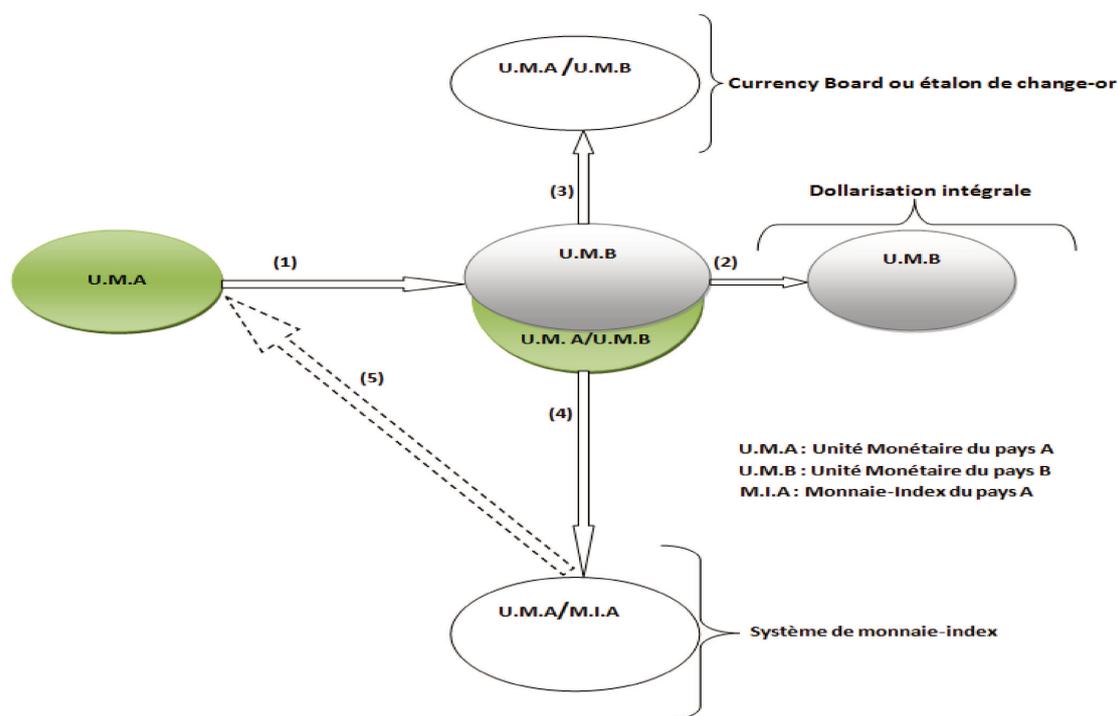
D'abord, ces derniers au lieu de chercher à convertir leurs avoirs et leurs revenus en devises ; ils vont préférer utiliser le système bancaire pour sauvegarder leur épargne, puisque la valeur de celle-ci doit rester constante dans le temps. Sur le plan monétaire, les paiements vont être réalisés dans l'unité de paiement domestique associée à la monnaie-index — de ce fait, la monnaie concurrente va être abandonnée en tant que moyen de paiement général. En réduisant la transformation de leurs encaisses détenues en monnaie étrangère ou en réduisant leurs préférences pour la devise, les agents économiques réduisent leurs demandes de devise² sur le marché des changes.

De plus, comme les crédits sont faits en monnaie-index, la demande de monnaie domestique pour les motifs de spéculation sur le change va être réduite, ce qui fait que la demande de devise

2. Ce lien a été mis en lumière par Nogaro (1948a) lors de son étude sur la stabilisation monétaire hongroise de 1946.

adressée sur le marché des changes baisse. Ainsi, à travers la baisse de la demande de devise, l'adoption d'une monnaie-index entraîne une baisse du rythme de croissance du taux de change ou une réduction du cours du change selon l'ampleur du choc : c'est de cette manière que le système de monnaie-index contribue à la stabilité externe. Cette dernière contribue à maintenir la stabilité interne puisque le taux de change est une variable explicative des prix. La hausse des dépôts bancaires qui en résulte permet de relancer l'activité économique à travers des prêts en monnaie-index : la production intérieure augmente, d'où une hausse de l'offre intérieure. Cela permet à moyen terme de limiter les variations importantes des prix, ce qui permet de renforcer la confiance dans la monnaie-index et sa stabilité. Ce chapitre se structure en deux parties. Dans une première section, nous proposons une définition du système de monnaie-index ainsi que ses caractéristiques. La seconde section montre comment ce dispositif peut freiner la disparition de la monnaie domestique à travers son action sur les pratiques monétaires et financières.

Schéma 14 : Les différentes solutions face à l'hyperinflation



Source : construction personnelle

8.1. Le système de monnaie-index : définition et caractéristiques

En période d'hyperinflation, le défi des autorités est de transformer les pratiques monétaires et financières afin qu'elles soient orientées vers une nouvelle unité monétaire domestique. Dans ce cas, les contrats sont centralisés autour de cette nouvelle unité de compte, celui-ci devient dorénavant le dénominateur commun à toutes les transactions intérieures. À présent, il convient de définir le système de monnaie-index et ses différentes caractéristiques.

8.1.1. Définition et caractéristiques

Le système de monnaie-index est un régime de convertibilité dans lequel l'unité de compte domestique est distincte de l'unité de paiement. Dans ce système, les deux unités monétaires sont nationales — les contrats sont fixés sur la base de l'unité de compte principale, c'est-à-dire la monnaie-index, mais les paiements se font dans une autre unité monétaire différente de l'unité de compte. L'objectif est de maintenir stable la valeur des revenus et des avoirs dans le temps. La perte du pouvoir d'achat est automatiquement compensée sous un tel système ; l'unité de paiement et l'unité de compte sont complémentaires. C'est aussi un système de convertibilité, dans lequel le taux de convertibilité entre les deux monnaies domestiques dépend de l'évolution du niveau des prix³. La parité n'est donc pas fixe — dans le système de monnaie-index, la monnaie de rattachement est une unité de compte domestique ; cette dernière n'existe pas sous forme de billets ni de pièces. Cela constitue une différence fondamentale avec le régime de *Currency Board*. De plus, dans ce système, nul besoin de réserve de devise et d'or pour couvrir la monnaie de paiement.

À propos des types de contrats concernés par le dispositif, nous défendons un système dans lequel l'utilisation de la monnaie-index est générale, c'est-à-dire appliquée à tous les contrats⁴. Le système doit être construit sous la forme d'un projet de loi soumis s'il le faut à l'Assemblée Nationale ; cela a été le cas en Hongrie en 1924 et au Brésil en 1994. Justement pour Nogaro (1948b, p. 269) : « *c'est la solution juridique du problème* ». Dès lors, la réforme monétaire est aussi un projet de loi, ce dernier doit fournir tous les détails concernant le fonctionnement du

3. Cela peut être un indice composite.

4. Pour Allais (1989), une indexation générale est préférable à une indexation partielle.

8.1. LE SYSTÈME DE MONNAIE-INDEX : DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES

nouveau système. Cette procédure donne à la monnaie-index un statut légal — cette démarche donne la crédibilité au système, générant ainsi la confiance des acteurs économiques à l'égard de la réforme monétaire.

Étant donné que le système comporte deux unités monétaires, il est important de bien délimiter les fonctions de celles-ci. Avec le système de monnaie-index, on a les moyens de paiements qui existent sous forme physique, c'est-à-dire en billets et en pièces. Il y a la monnaie-index qui est immatérielle, qui assure les fonctions d'unité de compte et de réserve de valeur, utilisée pour le compte et l'épargne. Dans ce système, la politique monétaire est autonome ; il n'y a pas de limite à la création de monnaie. Les établissements bancaires peuvent répondre à la demande de monnaie des agents économiques. Ainsi, la politique monétaire fonctionne correctement.

Par ailleurs, la Banque Centrale peut dans ce cas agir en prêteur en dernier ressort en créant la monnaie. De ce fait, la confiance hiérarchique⁵ dans le système de monnaie-index est assurée. C'est une différence fondamentale avec le système de *Currency Board* ou d'étalon-or où la création de monnaie dépend des réserves de devises ou d'or disponibles. Dans le système de monnaie-index, les politiques budgétaires et monétaires sont autonomes. Le système que nous défendons s'appuie sur deux bases à la fois économique et sociale. En effet, ce dispositif assure une garantie quant à la stabilité du pouvoir d'achat des agents économiques. C'est là un aspect quantitatif mis en relief par les défenseurs de ce système. Dans un contexte d'instabilité du pouvoir d'achat et de contestation de la légitimité des autorités politiques et monétaires, cette dimension économique du système est un gage dont disposent les autorités dans l'émergence d'un nouveau compromis politique et social.

Par ailleurs, l'intégration des différents acteurs politiques, économiques et sociaux dans l'organisme chargé de déterminer et de fixer le taux de change entre les deux unités monétaires renforce la confiance dans le système. Ces deux dimensions du système de monnaie-index sont essentielles pour garantir l'acceptation du nouveau dispositif monétaire. La première dimension est intrinsèque à la monnaie, c'est-à-dire spécifique au pouvoir d'achat de celle-ci, alors que la seconde est extrinsèque à la monnaie, liée à l'inclusion des groupes socioéconomiques dans la mise en œuvre du nouveau projet monétaire.

5. « C'est seulement lorsque l'ensemble des banques bénéficie d'une garantie par une banque centrale, agissant en tant que prêteur en dernier ressort contre le risque d'illiquidité, qu'il apparaît naturel au public que les monnaies bancaires s'échangent au pair entre elles de façon routinière ainsi qu'avec la monnaie publique nationale. Et cette garantie, fondement de la confiance hiérarchique, a en général pour contrepartie l'acceptation par les banques d'un ensemble de règles collectives qui sont constitutives d'un ordre monétaire. » (Théret, 2007b, pp. 50-51).

8.1.2. Les bases sociopolitiques et économiques du système de monnaie-index

L'hyperinflation va de pair avec l'illégitimité des autorités monétaires et politiques. Dans ce contexte, l'introduction d'une nouvelle monnaie a beaucoup de chance d'être rejetée par les acteurs économiques qui n'ont plus confiance dans les autorités. La question de l'acceptation de la monnaie se pose et cela a été souligné par un des précurseurs du système de monnaie-index : « *All this may be admitted, but the plan, it will be said, can be adopted by the governments of other countries, and our stocks soon deprived of any relative superiority which it might confer. Our answer is, that the success of such a plan, and the extent of rise attendant on its adoption, will depend chiefly on the degree of confidence that each nation has in its government; a point in which we possess a great and undoubted superiority over the rest of Europe.* » (Lowe, 1822, p. 344). Ce facteur confiance peut être un gage de la réussite du système de monnaie-index, mais comment restaurer cette confiance dans la monnaie.

Pour faciliter l'acceptation du système de monnaie-index, celui-ci doit être inclusif c'est-à-dire qu'il doit intégrer les différents groupes socioéconomiques⁶, ce qui va permettre de renforcer la confiance. En d'autres termes, cela consiste à intégrer les représentants des différentes forces politiques, économiques et sociales dans la cellule chargée de déterminer et de fixer le cours de la monnaie-index. Cela a été le cas en Hongrie en 1924 où plusieurs acteurs socioéconomiques ont participé à la détermination et à la fixation du taux de change entre l'unité de compte et le moyen de paiement. L'intégration des différents représentants implique que ces derniers acceptent le système de monnaie-index, ce qui va encourager les acteurs du même groupe socioéconomique à accepter le nouveau dispositif. Plus ce système réussira à intégrer les différentes forces sociopolitiques, plus celui-ci aura la chance d'être accepté par les agents économiques. Cette condition préalable constitue la base sociopolitique du système de monnaie-index, car celle-ci est relative à l'intégration des différents acteurs de la société.

La dimension économique de la monnaie est celle qui est généralement mise en avant lorsqu'on s'intéresse au système de monnaie-index. Elle constitue tout comme la dimension sociopolitique, un moyen d'inciter les agents économiques à accepter le nouveau système. Il s'agit là de la fonction régulatrice de la monnaie-index qui permet de garder constant le pouvoir d'achat de la monnaie dans le temps. Les avoirs bancaires, les dettes et créances sont aussi ajustés en

6. Cette idée a été mise en évidence par Shiller (2014) lors de son étude sur les monnaies-index.

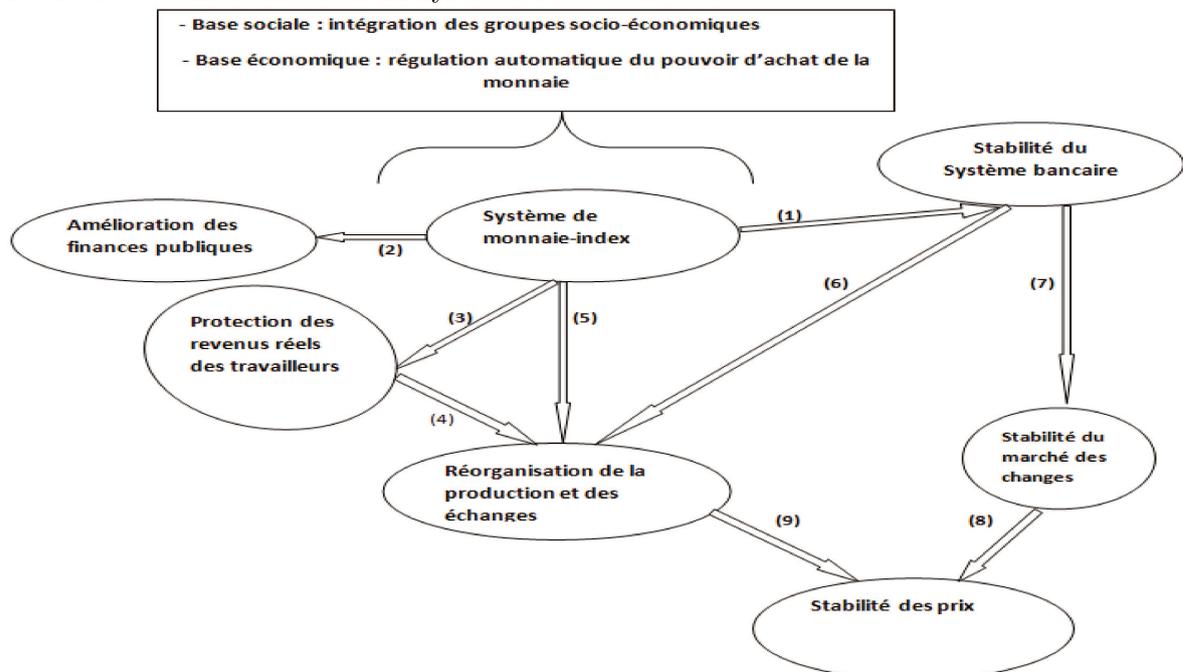
8.2. LE SYSTÈME DE MONNAIE-INDEX COMME UN FREIN À LA DISPARITION DE LA MONNAIE DOMESTIQUE

fonction du niveau des prix. Dès lors, le nouveau système offre aux agents économiques une garantie face à la baisse du pouvoir d'achat de l'unité de paiement. Ce gage peut amener les acteurs économiques à accepter le nouveau système monétaire. Les résultats obtenus sur le plan économique permettent justement de renforcer la confiance dans le système, ce qui fait que ce dernier va être accepté par l'ensemble des agents économiques.

8.2. Le système de monnaie-index comme un frein à la disparition de la monnaie domestique

L'idée dans cette section est de montrer que le système de monnaie-index est un moyen de freiner la disparition de la monnaie domestique. Il s'agit d'analyser les impacts de ce système sur l'activité économique. Nous analyserons successivement les effets de ce dispositif monétaire sur : 1) le système bancaire 2) le marché des changes 3) le marché des biens et services 4) les finances publiques. Au final, le système de monnaie-index contribue à la stabilité interne et externe (schéma 15).

Schéma 15 : Les fondements du système de monnaie-index



Source : construction personnelle

8.2.1. Monnaie-index et système bancaire : réaction des marchés des changes et des biens

L'utilisation d'une monnaie concurrente comme moyen de paiement, unité de compte et réserve de valeur sont des pratiques observées pendant les crises hyperinflationnistes. Concrètement, cela se matérialise en permanence par une forte demande de la monnaie américaine aussi bien comme réserve de valeur, et surtout comme unité de paiement. Dans la pratique, cela se manifeste à travers une baisse des dépôts bancaires et une hausse de la demande de devises, ce qui entraîne des pressions sur le marché des changes. Ces pratiques affectent aussi l'activité des banques du fait de la baisse des dépôts bancaires. Dans notre logique de l'hyperinflation, le taux de change joue un rôle prépondérant, ce qui signifie que son arrêt passe par une stabilisation du change, et donc par un changement dans les pratiques des acteurs économiques. La question est de savoir comment le système bancaire réagit à l'introduction d'une monnaie-index. Comment cela affecte-t-il le taux de change et l'activité de production ?

Selon nous, l'introduction d'une monnaie-index constitue un moyen de réduire la fuite devant la monnaie, ce qui contribue à court terme à la stabilisation du change et à moyen terme à la relance de l'activité économique. Nous avons exposé ci-dessus, les deux garanties qui poussent les agents économiques à accepter la nouvelle unité de compte. Désormais, les acteurs économiques vont utiliser, d'une part, le système bancaire non seulement pour sauvegarder leurs avoirs, mais ils vont aussi employer la monnaie domestique dans les paiements. D'autre part, les opérations de prêt ou d'emprunt vont se faire sur une base stable⁷. Il en résulte une hausse des dépôts et des crédits bancaires puis une baisse de la demande de devises.

Deux situations sont envisageables ; d'une part, les acteurs économiques vont réduire leur demande de monnaies étrangères destinées à l'épargne et au paiement : les utilisateurs de la monnaie-index et l'unité de paiement domestique augmentent, si bien que les pressions sur les marchés des devises baissent. D'autre part, la demande de monnaie pour les motifs de spéculation baisse considérablement : il s'agit ici de la spéculation sur le marché des changes. Ce faisant, la demande des unités monétaires concurrentes adressée sur ces marchés chute — le rythme de croissance du taux de change ou le cours du change baisse selon l'ampleur du choc de demande enregistrée sur le marché des devises. En agissant sur les pratiques monétaires et financières des

7. Cela a été le cas dans les expériences hongroises de 1924 et de 1946, voir à ce sujet Varga (1924, 1949).

8.2. LE SYSTÈME DE MONNAIE-INDEX COMME UN FREIN À LA DISPARITION DE LA MONNAIE DOMESTIQUE

acteurs économiques, le système de monnaie-index contribue à la stabilité du taux de change. La stabilité externe de la monnaie nationale contribue à la stabilisation des prix ; elle permet de consolider la stabilité intérieure.

Selon nous, il y a un lien étroit entre le taux de change et les prix. Pour les importateurs de biens et services et pour les producteurs qui continuent de fixer leur prix sur le cours du change, une baisse du taux de change ou de son rythme de croissance entraîne un ralentissement du rythme de croissance des prix ou une baisse dans certains cas. Le système de monnaie-index, via son action sur les pratiques monétaires et financières des acteurs économiques, contribue à la stabilisation du change, qui elle à son tour contribue à limiter les fluctuations des prix, ce qui permet de renforcer la stabilité de l'unité de compte domestique.

La stabilité du change affecte aussi le rapport d'échange entre les deux unités monétaires domestiques, c'est-à-dire la monnaie-index et l'unité de paiement. Comme ce rapport dépend du niveau des prix, ce qui signifie que si ce dernier baisse, le cours de la monnaie-index doit logiquement baisser⁸. Si le niveau des prix augmente, cela signifie que la monnaie concurrente continue d'être employée comme moyen d'épargne et unité de paiement : le cours du change continue d'augmenter⁹. Les prix ne vont pas se stabiliser signe que le système de monnaie-index a été contesté par les acteurs économiques. Cela a été le cas en Hongrie au lendemain de la Seconde Guerre mondiale où il y a eu une forte évolution du rapport d'échange entre le pengo et le tax pengo, ce qui témoigne de l'échec de ce système. Ainsi, pour que le système de monnaie-index puisse freiner la disparition de la monnaie domestique, il faut que ce système parvienne à stabiliser ou limiter les fluctuations importantes du cours de la monnaie-index ; cela passe par une modification dans les pratiques des agents économiques et donc d'un retour à la monnaie domestique. Toutefois, l'avantage avec ce dispositif monétaire est que la conversion de l'unité de paiement en monnaie-index n'influence pas le rapport d'échange entre les deux monnaies. Contrairement, aux situations d'hyperinflation où la transformation de la monnaie instable en devise alimente la dépréciation du taux de change.

8. Voir le chapitre 3 sur le plan de stabilisation hongrois de 1924.

9. Nous faisons abstraction du différentiel du taux d'intérêt entre le pays en question et le reste du monde.

8.2.2. Monnaie-index, production et échange

Il est possible d'établir un lien entre système de monnaie-index et activité de production. En effet, la hausse des dépôts bancaires constitue une réserve pour les banques; les acteurs économiques vont pouvoir bénéficier des crédits¹⁰. Le lien entre les dépôts indexés et le niveau de l'activité économique a été mis en relief par Allais (1990). Il convient de souligner que les crédits peuvent être accordés sans dépôts préalables. Toutefois, l'important ici est que les crédits soient exprimés dans une unité de compte stable. Ainsi, ceux-ci ne vont plus alimenter la spéculation, si ces crédits sont accordés, ceux-ci vont plutôt être orientés vers la production de biens et services. C'est en ce sens que le système de monnaie-index réduit les « *crédits de spéculation*¹¹ », contribuant ainsi à la relance de l'activité économique.

La stabilité de la monnaie-index est un facteur important dans la reprise de l'activité de production. La nouvelle unité de compte permet de stabiliser les prix relatifs, c'est généralement l'argument mis en avant par les défenseurs d'un tel système¹². Comme souligné précédemment, la stabilité durable de l'unité de compte va dépendre de la capacité du système à modifier les pratiques monétaires et financières des agents économiques. Les contrats entre débiteur et créancier vont s'exprimer en monnaie-index sans que les deux parties soient perdantes à l'échéance. Ce système freine la chute des revenus réels des travailleurs puisque leur salaire est revu à la hausse en cas d'accroissement des prix. Le système protège le pouvoir d'achat des travailleurs contre l'inflation, la hausse des salaires nominaux entraîne une hausse des salaires réels. Cela permet aux travailleurs d'augmenter leur consommation, d'où une hausse de la demande. Les entreprises vont répondre à cette demande, ce qui va entraîner une hausse de la production de biens et services. La production est évaluée dans une monnaie dans laquelle ils peuvent avoir accès auprès du système bancaire.

Par ailleurs, les échanges de biens et services vont se faire de plus en plus dans cette nouvelle

10. Selon Varga (1949, p. 956), le tax pengo en Hongrie a été créé afin de fournir des crédits qui seront orientés vers la production : « *The reason for introducing the tax-pengo as money of account was to enable the National Bank through the valorization of credits to grant credits justified both on general grounds and in the particular case and, at the same time, to prevent the firms from making profits out of the depreciation of the currency brought about by the inflation which at that stage was considered to be unavoidable. The war destroyed the real working capital of the firms while the inflation destroyed their monetary capital. Restarting production was impossible without providing credits, for wages had to be paid.* ».

11. C'est une expression employée par Nogaro (1922a, p. 148) pour désigner les crédits qui sont orientés vers les activités spéculatives.

12. Voir à ce sujet le chapitre 7 sur les plans de stabilisation.

unité de compte domestique. Les pratiques monétaires consistant à compter et à payer en monnaie étrangère vont être réduites et la monnaie-index va s'installer comme la principale unité de compte dans les transactions intérieures. Le paiement va s'effectuer dans l'unité de paiement domestique associée à la monnaie-index : ce dispositif contribue à la réorganisation du système monétaire et donc de la production et des échanges.

8.2.3. Monnaie-index, finances publiques et pratiques financières du gouvernement

L'État en tant qu'acteur économique dispose d'avoirs (recettes publiques) qui lui permettent d'effectuer ses dépenses (dépenses publiques). En présence d'une hausse continue des prix, le pouvoir d'achat des recettes baisse ; en d'autres termes, les recettes réelles diminuent, ce qui constitue un manque à gagner pour l'État. Ce mécanisme est connu sous le nom d'effet Olivera-Tanzi (Tanzi, 1978) — qui met en lumière la baisse des recettes réelles de l'État induite par une hausse de l'inflation. Une solution consiste à indexer les impôts et taxes sur le niveau des prix ; les recettes publiques dans ce cas vont être protégées contre l'inflation : cela constitue un avantage du système de monnaie-index.

Le système de monnaie-index protège les recettes publiques contre la hausse continue des prix, puisque les taxes et impôts sont exprimés en monnaie-index, dans une unité de compte stable. Les recettes publiques augmentent avec la hausse des prix, ce qui réduit le risque d'une baisse des recettes nettes. Cela permet à l'État de couvrir ses dépenses publiques sans passer par un accroissement de l'offre de monnaie. C'est en ce sens que le système de monnaie-index contribue donc à l'assainissement des finances publiques. Cela constitue un objectif majeur poursuivi par les autorités lors de l'introduction du tax pengo en Hongrie en 1946¹³.

Par ailleurs, les obligations d'État, lorsqu'elles sont émises dans un système de monnaie-index, restent stables jusqu'à leur échéance¹⁴. Les bons de Trésor gardent leur valeur dans le temps, ce qui réduit les risques de détention d'une obligation. C'est en ce sens que Keynes, dans le même sillage que Marshall (1887), propose que les bons de Trésor soient indexés¹⁵, de sorte que leurs valeurs puissent rester constantes. Dans un contexte de défiance, l'indexation des bons constitue un moyen d'inciter les agents économiques à acheter les obligations émises

13. Voir à ce sujet Nogaró (1948a,b) sur la crise monétaire hongroise de 1946.

14. Voir Shiller (2003) sur l'histoire de la première obligation indexée.

15. Irving Fisher a émis aussi l'idée des bons indexés, voir à ce sujet Dimand (2007, 1999)

8.2. LE SYSTÈME DE MONNAIE-INDEX COMME UN FREIN À LA DISPARITION DE LA MONNAIE DOMESTIQUE

par l'État, puisqu'elles sont protégées contre l'inflation : « *I suggest that there is one further type of bond not yet in issue which might prove popular with particular individuals and so enable the State to raise funds a little more cheaply. I suggest that there should be issued bonds of which the capital and the interest would be paid not in a fixed amount of sterling, but in such amount of sterling as has a fixed commodity value as indicated by an index number. I think that an official index number should be established for such purposes on the lines of the optional tabular standard recommended long ago by Dr. Marshall, and that it should be open to anyone, including particularly the Treasury, to offer loans, the payment of the interest on which and the repayment of the capital of which would be governed by movements of the index number. I can say from knowledge that there are many investors, who, wishing to take no risks would naturally confine themselves to trustee stocks, yet feel a natural anxiety in being compelled to invest their whole resources in terms of legal tender money, the relation of which to real value has been shown by experience to be variable. Throughout almost the whole of Europe investors of the trustee type have been deprived in the past ten years of the greater part of the value of their property. Even here in England all such investors have suffered a very large real loss. We may hope that great instability in the value of the currency may not be one of the things which the future has in store for us. But it is natural that some people should be anxious about it.* » (Keynes, 1927, p. 278). Le système de monnaie-index permet donc à l'État de lever les fonds nécessaires au financement des dépenses publiques plus facilement. Ce dispositif monétaire est avantageux pour un gouvernement, notamment dans un contexte de hausse des prix.

Conclusion du chapitre 8

Le système de monnaie-index exposé dans ce chapitre n'est qu'un moyen de restaurer la monnaie domestique et d'éviter sa disparition. C'est un régime de convertibilité interne, car ce système est composé de deux unités monétaires domestiques convertibles entre elles. L'une matérielle, utilisée comme moyen de paiement ; l'autre immatérielle, servant d'unité de compte et de réserve de valeur. En tant que système, ce dispositif monétaire est fondé sur deux fondements qui assurent son acceptation. Il s'agit de son fondement social qui a trait à l'intégration des représentants des différents acteurs socioéconomiques dans la cellule chargée de déterminer et de fixer le taux de change entre les deux unités monétaires.

Le fondement économique protège le pouvoir d'achat des agents économiques de l'inflation. L'objectif est de détourner les pratiques monétaires des acteurs économiques vers une unité monétaire domestique. Autrement dit, il s'agit de modifier les pratiques des agents économiques dont la finalité est l'acquisition des devises sur le marché des changes. En modifiant les pratiques monétaires, ce système agit sur le système bancaire et par ricochet sur les marchés de devises, de sorte que les dépôts bancaires augmentent durablement — les crédits bancaires vont être orientés vers les activités de production. L'unité de paiement domestique va être de plus en plus utilisée dans les opérations de paiement. Ainsi, la demande de devises va baisser réduisant par là la pression sur le marché des changes ; le rythme de croissance du taux de change va baisser et peu à peu les autorités monétaires vont reprendre le contrôle du marché des devises. Le lien entre système de monnaie-index et stabilité externe est établi. La stabilité du taux de change contribue à la stabilisation des prix, vu que dans notre cadre théorique, le change joue un rôle prépondérant dans l'explication des prix.

La stabilité externe de la monnaie renforce la stabilité des prix relatifs et de la monnaie-index ; la monnaie concurrente est remplacée par une unité monétaire domestique qui est désormais sous le contrôle des autorités monétaires, et des groupes socioéconomiques. Cela constitue donc une différence fondamentale avec le système de *Currency Board* où la gestion de la monnaie nationale échappe au contrôle des autorités — c'est un système rigide où les politiques conjoncturelles ne sont pas autonomes, alors que le système de monnaie-index est un régime flexible, car le taux de change entre les deux unités monétaires est variable.

En plus, les politiques monétaires et budgétaires gardent toutes leurs autonomies dans le

système de monnaie-index : il n'y a pas de limite à la création monétaire dans ce système. Ce système de monnaie-index est loin d'être une panacée, c'est un moyen et non une fin en soi. Il constitue une alternative sérieuse au régime de *Currency Board* et à la dollarisation. Après restauration de la monnaie, il importe aux acteurs économiques, politiques et sociaux de décider du maintien ou non du système. L'expérience nous montre que la Hongrie en 1924 a abandonné le système une fois la stabilité retrouvée alors les pays comme le Brésil l'ont maintenu pendant près de trois décennies, c'est-à-dire entre 1964 et 1994. Le Chili, pour sa part, est resté fidèle à ce système depuis 1967. D'autres questions restent en suspens, il s'agit du fonctionnement et de l'efficacité des politiques conjoncturelles dans un tel système.

Conclusion de la partie 3

Dans cette partie, nous nous sommes intéressé à la définition et aux caractéristiques du phénomène hyperinflationniste. Cette partie est consacrée aussi au système de monnaie-index. Dans le chapitre 6, nous montrons que l'hyperinflation va de pair avec l'utilisation d'une monnaie parallèle dans les transactions intérieures, notamment lorsque cette pratique se traduit par une dépréciation du change. Ce dernier constitue une caractéristique importante dans la trajectoire des hyperinflations. En effet, lorsque les acteurs économiques utilisent des unités de monnaie étrangère dans les paiements intérieurs, cela entraîne une forte demande de devise, d'où une hausse continue du cours du change. Si ces pratiques nourrissent la dépréciation du change, il n'en demeure pas moins que celles-ci exacerbent la spirale inflationniste. L'évolution du change dans un environnement hyperinflationniste permet d'apprécier la propension des agents économiques à utiliser une monnaie étrangère.

L'arrêt de l'hyperinflation passe par une stabilisation du change, ce qui revient à mettre en place une réforme capable de modifier les pratiques monétaires des agents économiques. À ce sujet, nous développons dans le chapitre 8 un système permettant de réduire la propension des agents économiques à employer une monnaie étrangère. Ce système contient une dimension économique et une dimension sociopolitique qui assurent non seulement la confiance dans la monnaie, mais contribue aussi à la stabilisation du change et donc de l'hyperinflation. Ce système constitue une alternative aux *Currency Board* et à la dollarisation aussi bien dans la pratique que sur le plan théorique.

Conclusion Générale

« *L'histoire constitue un terrain d'étude privilégié pour la théorie monétaire.* » (Desmedt, 1999, p. 2)

Notre thèse fournit une interprétation des hyperinflations à travers les pratiques monétaires des acteurs économiques. Dans sa dimension théorique, cette thèse mobilise dans une première partie l'approche qualitative des phénomènes monétaires, regroupée autour de la théorie post-Keynésienne de l'inflation et de l'hyperinflation, de l'approche de la balance des paiements, et de la théorie structuraliste et néo-structuraliste de l'inflation, mais aussi les théories positives de la monnaie de Nogaró et d'Aftalion ou l'approche institutionnaliste de la monnaie. Cette approche qualitative de l'hyperinflation nous a permis d'identifier d'autres variables (salaires, taux de change, production) susceptibles d'influencer les prix. Cette approche souligne aussi l'importance des pratiques monétaires dans la trajectoire des hyperinflations. Nous avons considéré la monnaie comme un « *rapport social* » (Orléan, 2007a) fondée sur une confiance collective, confiance susceptible d'être remise en cause. Sur le plan conceptuel, ce sont les fonctions de compte et de paiement qui permettent de saisir la monnaie. L'hyperinflation étant une crise monétaire particulière, l'étudier revient à comprendre comment la monnaie est remise en cause notamment dans ses fonctions de compte et de paiement.

Dans sa dimension empirique et historique, cette thèse étudie plusieurs cas observés dans l'histoire afin d'établir une typologie des crises hyperinflationnistes. L'examen de ces crises nous a permis d'identifier plusieurs chocs (politiques, institutionnels, financiers) et divers enchaînements pouvant mener à l'hyperinflation. Nous avons distingué deux enchaînements, ce qui nous a conduit à repérer deux types d'hyperinflation. Dans l'épisode 2 de l'hyperinflation hongroise de

1919-1924 (chapitre 3) et dans l'hyperinflation zimbabwéenne (chapitre 5), nous montrons que les chocs ont entraîné une désorganisation de la production puis une dépréciation anormale du change, ce qui a provoqué des tensions inflationnistes. La hausse durable des prix a débouché sur la détérioration de l'unité de compte, conduisant ainsi à l'utilisation de monnaie étrangère dans le compte et dans le paiement. Ces pratiques monétaires des acteurs économiques signalent l'hyperinflation ; cette situation se traduit par une forte hausse de la demande de devise, ce qui exacerbe la dépréciation du change, d'où une hausse vertigineuse des prix dans la monnaie domestique. Dans ce cas de figure, l'hyperinflation est précédée d'une crise inflationniste qui fragilise d'abord l'unité de compte. Ainsi, les pratiques monétaires sont le résultat d'une hausse durable des prix, qui elle-même est due à la présence des facteurs sociopolitiques.

Notre recherche nous a conduit à repérer un autre enchaînement pouvant conduire au rejet de la monnaie. Dans ce cas, l'hyperinflation n'est pas précédée d'une crise inflationniste. Les facteurs sociopolitiques et institutionnels affectent directement les pratiques monétaires des acteurs économiques sans qu'il y ait au préalable une détérioration de l'unité de compte. C'est le cas de l'épisode 1 de l'hyperinflation hongroise de 1919-1924 (chapitre 3) où un groupe socio-économique opposé au pouvoir politique, a refusé la monnaie légale dans les paiements. En effet, les agriculteurs ont utilisé une autre monnaie dans les transactions intérieures. Vu leur poids dans la société et dans l'économie ; ces pratiques monétaires adoptées par le secteur agricole ont généré une série de dépréciation du change, ce qui s'est traduit par des tensions inflationnistes.

Dans le cas de l'hyperinflation hongroise de 1945-1946 (chapitre 4), la déficience institutionnelle s'est traduite par une pénurie de moyens de paiement domestique, ce qui a conduit à l'adoption d'une monnaie étrangère dans les transactions intérieures. Ces pratiques monétaires se sont traduites par une dépréciation continue du change et des tensions inflationnistes sans précédent. L'apport de cette partie 2 est donc d'avoir bien identifié plusieurs chocs qui peuvent conduire directement ou indirectement au rejet de la monnaie domestique et donc à l'hyperinflation. L'étude de ces différents cas a permis de nourrir notre définition de l'hyperinflation qui est le moment de la crise dans lequel on observe un rejet de la monnaie domestique, poussé par les facteurs qui peuvent être sociopolitiques, institutionnels ou économiques — et pouvant conduire à l'abandon total de l'unité monétaire nationale.

La partie 3 composée de trois chapitres (chapitres 6, 7 et 8) est consacrée à l'étude théo-

rique des phénomènes d'hyperinflationnistes. Dans le chapitre 6, nous analysons les impacts des pratiques monétaires sur l'évolution des prix surtout lorsque ces pratiques produisent une dépréciation du change. Nous montrons à ce sujet que les prix exprimés dans la monnaie domestique varient principalement en fonction du cours du change entre les unités monétaires concurrentes. Stopper l'hyperinflation revient dans ce cas à stabiliser le taux de change, ce qui revient à modifier les pratiques monétaires des acteurs économiques au profit d'une monnaie nationale. Pour ce faire, nous proposons dans le chapitre 8, un système, le système de monnaie-index, susceptible de changer les pratiques des acteurs économiques en leur fournissant une nouvelle unité de compte domestique dans laquelle ils peuvent compter et sauvegarder leur épargne bancaire. Nous exposons dans le chapitre 7 les fondements théoriques de ce système. À partir des conclusions

effectuées dans les chapitres 3 et 4, nous identifions deux dimensions qui fondent le système de monnaie-index. Il y a d'une part la dimension économique qui assure la fonction régulatrice du pouvoir d'achat de la monnaie, et d'autre part la dimension sociopolitique qui a trait à l'intégration des groupes socioéconomiques et des forces sociales dans le projet de réforme. Ces deux dimensions permettent d'assurer l'acceptation de la monnaie auprès des acteurs économiques, ce qui débouche sur une modification dans les pratiques monétaires des acteurs économiques. Ainsi, la stabilisation du change et des prix peut être obtenue et la souveraineté monétaire sauvegardée. Le système de monnaie-index constitue une alternative aux systèmes de *Currency Board* et de dollarisation, car celui-ci ne conduit à pas une perte de souveraineté monétaire. Toutefois, ce système n'est pas une panacée, et il constitue un moyen parmi tant d'autres. Plus ce système est appliqué tôt plus il y aura des chances qu'il aboutit à une restauration totale de la monnaie nationale.

Nous ne pouvons pas conclure cette thèse sans aborder l'actualité concernant les hyperinflations. Le Venezuela semble, selon certains auteurs comme Hanke et Bushnell (2016), avoir franchi le cap de l'hyperinflation depuis novembre 2016. Leur analyse se base non seulement sur le critère de Cagan, mais aussi sur leurs propres estimations des prix sans se soucier des pratiques monétaires des acteurs économiques. Pourtant, selon un sondage de DatinCorp (2017), près de 62% de la population vénézuélienne sont favorables à une dollarisation. De plus, il convient de noter l'apparition des pratiques d'indexation des prix sur le cours de change (Curcio, 2017). Tout porte à croire que le rejet du bolivar s'accroît de jour en jour et que la monnaie domestique

est contestée dans ses fonctions de compte et de paiement, puis de réserve de valeur (Marie, 2018). Si c'est le cas, alors le phénomène hyperinflationniste au Venezuela est précédé d'une crise inflationniste comme dans le cas de l'hyperinflation zimbabwéenne et hongroise (épisode 2, 1921-1924).

Toutefois, le choc au Venezuela est d'ordre économique (choc pétrolier¹⁶) accompagné de tensions politiques et sociales. Il est important de noter aussi que depuis le début de l'année 2018, les autorités politiques et monétaires ont introduit différentes unités monétaires. En février 2018, c'était le petro (une monnaie ou du moins un crypto-actif indexé sur le prix du baril de pétrole), en août 2018 c'est au tour du bolivar souverain (indexé sur le petro) de faire son apparition. Si ces réformes se fondent sur les aspects purement économiques, il n'en demeure pas moins que les facteurs d'ordre sociopolitique sont d'autant plus importants pour construire un nouvel ordre monétaire. C'est justement ce que nous apprend l'étude des hyperinflation, celles-ci met en relief le rôle prépondérant de la monnaie dans l'économie et dans la société toute entière. Bien sûr, la monnaie a un caractère économique, mais elle possède aussi une dimension politique et sociale qui permet de garantir la pérennité de l'ordre monétaire.

Quatre principaux cas nous ont permis de souligner l'importance des pratiques monétaires et le rôle des facteurs sociopolitiques dans la définition et l'interprétation des hyperinflation. L'analyse des faits historiques a débouché sur l'identification de différents chocs et enchaînement conduisant à l'hyperinflation, ce qui nous a permis d'établir une typologie des crises hyperinflationnistes. Sur le plan théorique, notre thèse permet de renforcer l'approche institutionniste de la monnaie, vu l'importance que nous accordons aux facteurs sociopolitiques et institutionnels dans l'explication des phénomènes monétaires.

Sur le plan d'histoire de la pensée, cette thèse a permis de réhabiliter les apports méconnus des auteurs comme Bertand Nogaro et Albert Aftalion. Notre thèse qui consiste à comprendre les phénomènes hyperinflationnistes à travers les pratiques monétaires mérite d'être confrontée à d'autres cas survenus dans l'histoire, même s'il existe des travaux de même type réalisés sur l'hyperinflation allemande (Orléan, 2007a,b), bulgare (Charles et Marie, 2017), argentine (Marie, 2010) et latino-américaine (Salama et Valier, 1990). Une question qui reste en suspens consiste à l'identification de certaines pratiques monétaires parallèles pendant une crise (politique, sociale,

16. Voir à ce sujet Albert et Jude (2016) sur un la crise économique au Venezuela. Notons aussi que l'économie Venezuelienne a été fragilisée par l'extrême faiblesse de l'investissement productif dans le long terme, voir à ce sujet Kulesza (2017).

CONCLUSION GÉNÉRALE

institutionnelle ou économique). Certes, l'on peut recourir à la méthode historique pour les pays qui ont déjà connu l'hyperinflation, mais pour les crises actuelles ou futures, les enquêtes de terrains sur les pratiques monétaires parallèles des agents économiques sont primordiales afin de s'imprégner de la situation, et d'alerter les autorités sur une menace d'une hyperinflation. N'est-ce pas aussi l'un des rôles de l'économiste...

Bibliographie

- Abel, S. et Mudzonga, E. 2016. « The performance of the tourism sector in Zimbabwe during the 2000-08 economic crisis », in George Kararach and Raphael O. Otieno (eds.), *Economic Management in a Hyperinflationary Environment: The Political Economy of Zimbabwe, 1980-2008*, Oxford: Oxford University Press, pp. 85-105.
- Adda, J. 1998. « Les Currency Boards ou comment abolir la Banque Centrale », *Alternatives Économiques*, n°158, pp. 47-49.
- AfDB/OECD 2002. *Perspectives économiques en Afrique 2002*. Paris : OECD Publishing.
- AfDB/OECD 2003. *Perspectives économiques en Afrique 2003*. Paris : OECD Publishing.
- AfDB/OECD 2004. *Perspectives économiques en Afrique 2004*. Paris : OECD Publishing.
- Aftalion, A. 1927. *Monnaie, prix et change. Expériences récentes et théories*. Paris : Librairie de Recueil Sirey.
- Aftalion, A. 1948. *Monnaie, prix et change. La valeur de la monnaie dans l'économie contemporaine*. Paris : Librairie de Recueil Sirey.
- Aglietta, M. 2002. « Les Trajectoires De La Monnaie », in Organisation de Coopération et de Développement Économiques, *l'avenir De L'argent*, Paris : OCDE, pp. 35-80.
- Aglietta, M. et Orléan, A. 1982. *La violence de la monnaie*. Paris : économie en liberté, Presses Universitaires de France.
- Aglietta, M. et Orléan, A. 1998. *La monnaie souveraine*. Paris : Odile Jacob.

- Aglietta, M. et Orléan, A. 2002. *La monnaie entre violence et confiance*. Paris : Odile Jacob.
- Aglietta, M., Ould Ahmed, P., et Ponsot, J.-F. 2016. *La monnaie entre dettes et souveraineté*. Paris : Odile Jacob.
- Alary, P., Blanc, J., Desmedt, L., et Théret, B. 2016. *Théories françaises de la monnaie. Une anthologie*. Paris : Presses Universitaires de France.
- Albert, M. et Jude, C. 2016. « Vénézuéla : l'insoutenabilité du modèle de croissance, source de tous les risques », *Revue d'économie financière*, vol. 4, n°124, pp. 201-222.
- Allais, M. 1947a. *Économie et intérêt : Présentation nouvelle des problèmes fondamentaux relatifs au rôle économique du taux de l'intérêt et de leurs solutions*. Paris : Imprimerie Nationale et Librairie des Publications Officielles, volume 2.
- Allais, M. 1947b. *Économie et intérêt : Présentation nouvelle des problèmes fondamentaux relatifs au rôle économique du taux de l'intérêt et de leurs solutions*. Paris : Imprimerie Nationale et Librairie des Publications Officielles, volume 1.
- Allais, M. 1965. « Reformulation de la Théorie Quantitative de la Monnaie », *Éditions SEDEIS*, n°928, pp. 1-186.
- Allais, M. 1966. « A restatement of the quantity theory of money », *American Economic Review*, vol. 56, n°5, pp. 1123-1157.
- Allais, M. 1974. *L'Inflation française et la Croissance - Mythologies et Réalité*. Paris : ALEPS.
- Allais, M. 1989. *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*. Paris : Hermann.
- Allais, M. 1990. *Pour l'indexation*. Paris : Clément Juglar.
- Allais, M. 1993. « Les conditions monétaires d'une économie de marchés : des enseignements du passé aux réformes de demain », *Revue d'Économie Politique*, vol. 103, n°3, pp. 317-367.
- Allen, L. 2009. *The encyclopedia of money*. California: ABC-CLIO ; 2nd edition.
- Andrew, N. et Sadomba, W. 2006. « Zimbabwe : la « soif de terres » aux origines du mouvement des anciens combattants », *Critique internationale*, vol. 32, n°2, pp. 125-144.

- Angell, J. W. 1925. « Monetary theory and monetary policy: some recent discussions », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 39, n°2, pp. 267-299.
- Angell, J. W. 1926. *The theory of international prices: history, criticism, and restatement*. Cambridge: Harvard University Press.
- Angell, J. W. 1937. « The components of the circular velocity of money », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 51, n°2, pp. 224-272.
- Arida, P. et Lara-Resende, A. 1985. « Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil », in John Williamson (eds.), *Inflation and Indexation*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp. 27-45.
- Banque de Règlements Internationaux 1946. *Seizième rapport annuel, 1er avril 1945-31 mars 1946*. Bâles.
- Banque Mondiale 2016. *Indicateurs de développement dans le monde*.
- Banque Mondiale 2018. *Indicateurs de développement dans le monde*.
- Banyai, R. 1971. *The Legal and Monetary Aspects of the Hungarian Hyper-inflation 1945-1946*. Phoenix/Ariz.
- Barro, R. 1970. « Inflation, the Payments Period, and the Demand for Money », *Journal of Political Economy*, vol. 78, n°6, pp. 1228-1263.
- Baudin, L. 1947. *La monnaie. Ce que tout le monde devrait en savoir...* Paris : Librairie de Médicis.
- Bertrand, R. 1950. « Les théories monétaires de Bertrand Nogaro », in Louis Baudin (éds.), *L'œuvre scientifique de Bertrand Nogaro*, Paris : Domat-Montchrestien, pp. 235-257.
- Blanc, J. 1998. *Les monnaies parallèles. Approches historiques et théoriques*. Thèse de doctorat, Economies et finances. Université Lumière - Lyon II, 1998. Français. <tel-00092817>.
- Blanc, J. 2000a. *Les monnaies parallèles : unité et diversité du fait monétaire*. Paris : l'Harmattan.

- Blanc, J. 2000b. « Questions sur la nature de la monnaie : Charles Rist et Bertrand Nogaro, 1904-1951 », in Pierre Dockès., Ludovic Frobort., Gérard Klotz., Jean Pierre Potier., André Tiran., (éds), *Les traditions économiques françaises 1848-1939*, Paris : CNRS Éditions, pp. 259-270.
- Blanc, J. 2004. « Les conditions d'établissement d'un Currency Board : l'exemple lituanien, 1990-1994 », *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, vol. 35, n°3, pp. 119-145.
- Blanc, J., Desmedt, L., Maux, L. L., Marques-Pereira, J., Ould-Ahmed, P., et Théret, B. 2018. « Monetary plurality in economic theory », in Georgina M. Gómez (eds.), *Monetary plurality in local, regional and global economies*, Oxford: Taylor & Francis Group Ltd, pp. 18-47.
- Blanc, J. et Ponsot, J.-F. 2004. « Crédibilité et currency board : le cas lituanien », *Revue d'économie financière*, n°75, pp. 113-127.
- Blancheton, B. 1998. « Albert Aftalion, précurseur de la théorie moderne du change », *Revue d'Économie Politique*, vol. 108, n°5, pp. 711-728.
- Boianovsky, M. 2010. « Furtado and the Structuralist-Monetarist Debate on Economic Stabilization in Latin America », *History of Political Economy*, vol. 44, n°2, pp. 277-330.
- Bomberger, W. A. et Makinen, G. E. 1980. « Indexation, inflationary finance, and hyperinflation: the 1945-1946 Hungarian Experience », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n°3, pp. 550-560.
- Bomberger, W. A. et Makinen, G. E. 1983. « The Hungarian Hyperinflation and Stabilization of 1945-1946 », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n°5, pp. 801-824.
- Borhi, L. 2006. « Hungary in the Soviet Empire 1945-1956 », *Hungarian Studies*, vol. 20, n°1, pp. 21-30.
- Boross, E. 1984. « The role of State issuing bank in the course of inflation in Hungary between 1918 and 1924 », in Gerald Feldman, Carl-Ludwig Holtfrerich, Gerhard Ritter et Peter-Christian Witt (eds.), *The experience of inflation international and comparative studies*, Berlin, New York: Walter de Gruyter, pp.188-227.
- Botos, J. 2006. *A Korona, Pengő És Forint Inflációja (1900-2006)*. Budapest: Szaktudás Kiadó Ház.

- Boyer, R. 2004. *Théorie de la régulation, 1 : Les fondamentaux*. Paris : La Découverte.
- Béraud, A. 2003. « Jean-Baptiste Say et la théorie quantitative de la monnaie », in Jean Pierre Potier et André Tiran., (éds.), in Jean-Baptiste Say, nouveaux regards sur son œuvre, Paris : Economica, pp. 447-470.
- Bresciani-Turroni, C. 1937. *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*. London: Allen & Unwin, Ltd.
- Buday, L. 1922. *La Hongrie après le Traité de Trianon*. Paris : Georges Roustan.
- Bulletin Quotidien d'Information Économique 1922. « La situation financière de la Hongrie », *Société d'études et d'informations économiques*, vol. 3, n°14, pp. 1-8.
- Burkett, P. et Burdekin, R. 1993. « Real wages and distributional conflict in the German hyperinflation », *Australian Economic Paper*, vol. 32, n°60, pp. 73-91.
- Cagan, P. 1956. « The Monetary Dynamics of Hyperinflation », in Milton Friedman (eds.), *Studies in the Quantity theory of money*, Chicago: Chicago University Press, pp. 25-117.
- Cagan, P. 1958. « Why do we use money in open market operations? », *Journal of Political Economy*, vol. 66, n°1, pp. 34-46.
- Cantillon, R. 1734. *Essai sur la nature du commerce en général*. Londres: Fletcher Gyles.
- Carvalho, F. 1991. « A post Keynesian approach to inflation, high inflation and hyperinflation », in Paul Davidson and Jan A. Kregel (eds.), *Economic Problems of the 1990s: Europe, the developing countries and the United States*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 69-84.
- Cassel, G. 1923. *La monnaie et le change après 1914*. Paris : Marcel GIARD.
- Charles, S. et 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, n°3, pp. 361-386.
- Charles, S. et Marie, J. 2017. « Bulgaria's hyperinflation in 1997 : transition, banking fragility and foreign exchange », *Post-Communist Economies*, vol. 29, n°3, pp. 313-335.
- Chauvin, S. et Villa, P. 2003. « Le Currency Board à travers l'expérience de l'Argentine », *CEPII Working Paper*, n° 2003-07, pp. 1-50.

- Chilunjika, A. et Uwizeyimana, D. E. 2015. « Shifts in the Zimbabwean land reform discourse from 1980 to the present », *African Journal of Public Affairs*, vol. 8, n°3, pp. 130-144.
- Chinn, M. et Ito, H. 2008. « A New Measure of Financial Openness », *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10, n°3, pp. 309 -322.
- Chinn, M. et Ito, H. 2014. « Chinn – ItoIndex, [http : //web.pdx.edu/ ito/Chinn – Ito_wbsite.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn – Ito_wbsite.htm) ».
- Chitiyo, T. K. 2000. « Land Violence and Compensation Reconceptualising Zimbabwe’s Land and War Veterans’ Debate », *Track Two, African Journal Archive*, vol. 9, n°1, pp. 1-36.
- Chown, J. 2003. *A history of monetary unions*. New York & London: Routledge.
- Câmara, A. et Vernengo, M. 2001. « The German balance of payment School and the Latin American neo-Structuralists », in Louis-Philippe Rochon and Matias Vernengo (eds.), *Credit, interest rates and the open economy*, UK & USA: Edwar Elgar, pp. 143-159.
- Coomer, J. 2010. *Zimbabwe’s Economic Crisis & Hyperinflation 1997-2009*. Master’s thesis, University of Cape Town, Masters in Financial Management.
- Coomer, J. et Gstraunthaler, T. 2011. « The Hyperinflation in Zimbabwe », *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 14, n°3, pp. 311-346.
- Cowen, T. et Kroszner, R. 1987. « The development of the New Monetary Economics », *Journal of Political Economy*, vol. 95, n°3, pp. 567-590.
- Curcio, P. C. 2017. *The visible hand of the market economic warfare in Venezuela*. Caracas: Power Ministry for Foreign Affairs of the Bolivarian Republic of Venezuela.
- Dangel-Hagnauer, C. 2002. « La theorie marginaliste de la monnaie et des changes d’Albert Aftalion », *Cahiers lillois d’économie et de sociologie*, 1er semestre, n°39, pp. 141-160.
- DatinCorp 2017. « Venezuela : ¿Bolívar o Dólar ? », *Estudio de Coyuntura Económica*, pp. 1-33.
- De Villiers, B. 2003. *Land reform: issues and challenges: a comparative overview of experiences in Zimbabwe, Namibia, South Africa and Australia*. Johannesburg. Johannesburg: Konrad Adenauer Publications.

- Delos, A. 1925. « Quelques aspects de la question sociale et du régime agraire en Hongrie », *Revue Économique Internationale*, vol. 4, n°2, pp. 301-334.
- Descartes, R. 1637. *Discours de la méthode*. Paris : Librairie Armand Colin, 1959.
- Desmedt, L. 1999. *La relation intérêt-change et la réflexion sur la monnaie : une perspective historique*. Thèse de doctorat, Université de Bourgogne.
- Despres, L. 1980. *Une théorie Soviétique de l'hyperinflation : l'économie d'émission 1918 - 1924*. Thèse de doctorat, Économies et finances. Université de Paris I Panthéon Sorbonne : Centre d'Économie Internationale des Pays Socialistes : Groupe de recherche sur la théorie de l'économie socialiste.
- Desquilbet, J.-B. et Nenovsky, N. 2005. « Confiance et ajustement dans les régimes d'étalon-or et de caisse d'émission », *Mondes en développement*, vol. 33, n°130, pp. 77-93.
- Dimand, R. W. 1999. « Irving Fisher and Indexed Bonds », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, n°1, pp. 224-225.
- Dimand, R. W. 2001. « Fisher and the Inconstant Velocity of Circulation », *International Journal of Applied Economics and Econometrics*, vol. 3, n°3, pp. 359-374.
- Dimand, R. W. 2007. « Irving Fisher and Financial Economics: The Equity Premium Puzzle, the Predictability of Stock Prices, and Intertemporal Allocation under Risk », *Journal of the History of Economic Thought*, vol. 29, n°2, pp. 153-166.
- Diop, M. 2014. *Etude critique de la théorie quantitative de la monnaie dans l'histoire des crises des prix*. Thèse de doctorat, Université de Bourgogne.
- Dornbusch, R. 1992. « Monetary Problems of Post-Communsim: Lessons from the End of the Austro-Hungarian Empire », *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 128, n°3, pp. 391-424.
- Ecker, L. L. 1933. « The Hungarian Thrift-Crown », *The American Economic Review*, vol. 23, n°3, pp. 471-474.
- Eichengreen, B. 1997. *L'expansion du capital : une histoire du système monétaire international*. Paris : l'Harmattan.

- Eisler, R. 1932. *La monnaie : cause et remède de la crise économique mondiale*. Paris : Librairie Valois.
- Ellis, H. S. 1938. « Some fundamentals in the theory of velocity », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 52, n°3, pp. 431-472.
- Ellyne, M. et Daly, M. 2016. « Zimbabwe monetary policy 1998-2012: from hyperinflation to dollarization », in George Kararach and Raphael O. Otieno (eds.), *Economic Management in a Hyperinflationary Environment: The Political Economy of Zimbabwe, 1980-2008*, Oxford: Oxford University Press, pp. 249-289.
- Epstein, M. 1932. *The Statesman's Year-Book: statistical and historical annual of the states of the World for the year 1932*. London: Macmillan and Co., Limited.
- Etudes et conjoncture - Economie mondiale 1946. « La conjoncture hongroise et le plan de stabilisation monétaire », *Économie mondiale*, 1ère année, n°7-8, pp. 85-128.
- Etudes et conjoncture - Economie mondiale 1950. « L'agriculture hongroise », 5e année, n°6, pp. 56-84.
- Falise, M. 1959. *La demande de monnaie*. Louvain : Bibliothèque de la faculté de philosophie et lettre de Namur.
- Falush, P. 1976. « The Hungarian hyper-inflation 1945-46 », *National Westminster Bank of Great Britain Quarterly Review*, pp. 4-15.
- Feldman, G. 1993. *The great disorder. Politics, economics, and society in the German inflation, 1914-1924*. Oxford et New York: Oxford University Press.
- Fellner, F. D. 1924a. « Bilan des paiements internationaux de la Hongrie actuelle », *Institut international de statistique*, Tome XXI, pp. 339-370.
- Fellner, F. D. 1924b. « La situation financière de l'État Hongrois », *Revue Économique Internationale*, vol. 3, n°1, pp. 48-70.
- Fellner, F. D. 1925. « La réforme monétaire en Hongrie », *Revue Économique Internationale*, vol. 4, n°2, pp. 277-300.

- Fenyo, M. 1923. « La question du crédit "valorisé" », *Revue de Hongrie*, année XVI, Vol. XXIX, pp. 16-18.
- Ferguson, N. 2008. *The ascent of money - Financial history of the World*. New York: The Penguin Press.
- Fischer, S., Sahay, R., et Végh, C. A. 2002. « Modern hyper-and high inflations », *Journal of Economic Literature*, vol. 40, n°3, pp. 837-880.
- Fisher, I. 1913a. « A compensated Dollar », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 27, n°2, pp. 213-235.
- Fisher, I. 1913b. « La hausse actuelle de la monnaie, du crédit et des prix. comment y remédier », *Revue d'Économie Politique*, vol. 27, n°4, pp. 419-434.
- Fisher, I. 1922. *The purchasing power of money, Its determination and relation to credit, interest and crises*. New York: The Macmillan Company, 2nd edition.
- Fisher, I. 1935. *100% money*. New York: Adelphi.
- FitzGerald, E. V. K. 1990. « Kalecki on Financing Development: An Approach to the Macroeconomics of the Semi-industrialised Economy », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 14, n°2, pp. 183-203.
- Flandreau, M. et Komlos, J. 2001. « Core or periphery? The Credibility of the Habsburg Currency, 1867-1914 », *working paper*, <hal-01064885>, pp. 1-34.
- Fourgeaud, A. 1926. *La dépréciation et la revalorisation du mark allemand et les enseignements de l'expérience monétaire allemande*. Paris : Payot.
- Frenkel, R. 1979. « Decisiones de precio en alta inflación », *Desarrollo Económico*, vol. 19, n°75, pp. 291-330.
- Friedman, M. 1956. « The quantity theory of money: a restatement », in Milton Friedman (eds.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 94-111.
- Friedman, M. 1974a. « Inflation, taxation, indexation », in Robert Leeson and Charles G. Palm (eds.), *Collected Works of Milton Friedman Project records*, pp. 1-12.

- Friedman, M. 1974b. *Monetary correction: a proposal for escalator clauses to reduce the costs of ending inflation*. Westminster: The institute of economic affairs, third impression.
- Friedman, M. 1984. « Financial futures markets and tabular standards », *Journal of Political Economy*, vol. 92, n°1, pp. 165-167.
- Friedman, M. 1985. « Is Hyper-Inflation inevitable? », in Robert Leeson and Charles G. Palm (eds.), *Collected Works of Milton Friedman Project records*, pp. 213-217.
- Furtado, C. 1965. *Diagnosis of the Brazilian Crisis*. Berkeley: University of California Press.
- Garrigou Lagrange, A. 1950. « Bertrand Nogaro : Historien », in Louis Baudin (éds.), *L'œuvre scientifique de Bertrand Nogaro*, Paris : Domat-Montchrestien, pp. 6-17.
- Geiler, K. 1922. *Die geldentwertung als gesetzgebungsproblem des privatrechts: zugleich ein vorschlag auf einföhrung der neumark*. Leipzig: J. Bensheimer/ Mannheim.
- Gomez Betancourt, R. 2008. *Edwin Walter Kemmerer: Money Theorist and Money Doctor*. Thèse de doctorat, Economies et finances. Université Panthéon-Sorbonne - Paris I. Français. <tel-00422505>.
- Gomez Betancourt, R. et de Boyer des Roches, J. 2013. « Origins and developments of Irving Fisher's compensated dollar plan », *The European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 20, n°2, pp. 261-283.
- Graham, F. 1930. *Exchange, prices, and production in hyper-inflation: Germany, 1920-1923*. Princeton: Princeton University Press.
- Greenfield, R. et Yeager, L. 1983. « A laissez-faire approach to monetary stability », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 15, n°3, pp. 302-315.
- Greenfield, R. et Yeager, L. 1989. « Can monetary disequilibrium be eliminated? », *Cato Journal*, vol. 9, n°2, pp. 405-428.
- Grossman, P. et Horvath, J. 2000. « the dynamics of the Hungarian hyperinflation, 1945-6: A new perspective », *Scholarship and Professional Work - Business*, paper 29, pp. 405-427.
- Guggenheim, T. 1978. *Les théories monétaires préclassiques*. Genève : Librairie Droz.

- Hall, R. 1983. « Optimal fiduciary monetary systems », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, pp. 33-50.
- Hall, R. 1997. « Irving Fisher's self-stabilizing money », *American Economic Review*, vol. 87, n°2, pp. 436-438.
- Hall, R. 2002. « Controlling the price level », *Contributions to Macroeconomics*, vol. 2, n°1, pp. 1-17.
- Hall, R. et Reis, R. 2017. « Achieving price stability by manipulating the central Bank's payment on reserves », *Working Paper*, n° 22761, pp. 1-47.
- Hanke, S. 2002. « Currency Boards », *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 579, pp. 87-105.
- Hanke, S. 2008. « Zimbabwe: From Hyperinflation to Growth », *Cato Journal*, n°6, pp. 1-36.
- Hanke, S. et Bushnell, C. 2016. « Venezuela enters the record book the 57th entry in the Hanke-Krus world hyperinflation table », *Studies in Applied Economics*, n°69, pp. 1-25.
- Hanke, S., Jonung, L., et Schuler, K. 1993. *Russian currency and finance: A Currency Board Approach to Reform*. London and New York: Routledge.
- Hanke, S. et Krus, N. 2012. « World Hyperinflations », *Cato Working Paper*, n°8, pp. 1-18.
- Hanke, S. et Kwok, A. 2009. « On the Measurement of Zimbabwe's Hyperinflation », *Cato Journal*, vol. 29, n°2, pp. 353-364.
- Hanke, S. et Schurler, K. 1999. « A monetary constitution for Argentina: rules for dollarization », *Cato Journal*, vol.18, n°3, pp. 405-419.
- He, L. 2018. *Hyperinflation: A World History*. New York: Routledge.
- Helfferrich, K. 1923. *Das Geld*. Leipzig: C. L. Hirschfeld, 6ème édition.
- Helfferrich, K. 1927. *Money*. New York: The Adelphi Company.
- Herrera, L. O. et Valdés, R. O. 2005. « De-dollarization, Indexation and Nominalization: the Chilean Experience », *The Journal of Policy Reform*, vol. 8, n°4, pp. 281-312.

- Himelfarb, C. 1992. « Libéralisme et hyperinflation », *Tiers-Monde*, vol. 33, n°129, pp. 101-112.
- Hove, M. 2012. « The Debates and Impact of Sanctions: The Zimbabwean Experience », *International Journal of Business and Social Science*, vol. 3, n°5, pp. 72-84.
- Humphrey, T. M. 1974. « The Concept of Indexation in the History of Economic Thought », *FRB Richmond Economic Review*, vol. 60, pp. 3-16.
- Humphrey, T. M. 1981. « Keynes on inflation », *FRB Richmond Economic Review*, vol. 67, n°1, pp. 3-13.
- Huszti, E. 2016. « 70 Years of the Hungarian Forint », *Public Finance Quarterly*, vol. 61, n°4, pp. 431-441.
- Ilzetzki, E., Reinhart, C., et Rogoff, K. 2017. « The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements into the 21st Century: Will the Anchor Currency Hold? », *NBER working paper series*, n°23135, pp. 1-134.
- Ingham, G. 1996. « Money is a Social Relation », *Review of Social Economy*, vol. 54, n°4, pp. 507-529.
- International Monetary Fund 2000. *ZIMBABWE: Staff Report for the 2000 Article IV Consultation*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund 2005. *Zimbabwe: IMF Country Report N° 05/359*, Washington, DC.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund 2009a. *Public Information Notice, No. 09/53*.
- International Monetary Fund 2009b. *ZIMBABWE: Staff Report for the 2009 Article IV Consultation*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Jacoud, G. 2014. « Innovations monétaires, financières et bancaires : les signes représentatifs de la monnaie », *Innovations*, n°45, pp. 121-133.
- Jacoud, G. 2017. « Why is money important in Jean-Baptiste Say's analysis? », *The European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 24, n°1, pp. 58-79.

- James, E. 1950. « Bertrand Nogaro : Analyste », in Louis Baudin (éds.), *L'œuvre scientifique de Bertrand Nogaro*, Paris : Domat-Montchrestien, pp. 18-35.
- Janos, B. 2016. « A pengo megsemmisülése, a forint születése, 1938-1946 », *Multunk*, pp. 160-206.
- Jefferis, K., Chigumira, G., et Chipumho, E. 2013. « A review of Zimbabwe's optimum future currency regime », *Zimbabwe Economic Policy Analysis and Research Unit*, pp. 1-40.
- Jevons, S. 1875. *Money and the mechanism of exchange*. Reprint, New York: The International Scientific Series, 1896.
- Kairiza, T. 2009. « Unbundling Zimbabwe's journey to hyperinflation and official dollarization », *Tokyo: National Graduate Inst. for Policy Studies, Policy Information Center*, n° discussion paper: 09-12, pp. 1-19.
- Kaldor, N. 1946a. « A Study in Inflation: I-Hungary's Classical Example », *Manchester Guardian Weekly*, November 21, pp. 1-2.
- Kaldor, N. 1946b. « A Study in Inflation: II-Stabilization », *Manchester Guardian Weekly*, November 22, pp. 1-2.
- Kaldor, N. 1985. *Le fléau du monétarisme*. Paris : Economica.
- Kalecki, M. 1962. « A Model of Hyperinflation », *The Manchester School*, vol. 30, n°3, pp. 275-281.
- Keynes, J. M. 1923. *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. 1927. *Evidence presented to the Committee on National Debt and Taxation. in Minute of Evidence, Colwyn Committee*, vol. 1, London: Majesty's Stationnery Office.
- Knapp, F. 1924. *The state theory of money*. London: Macmillan & Company Limited, St. Martin's, 4th edition.
- Knapp, G. F. 1905. *Staatliche Theorie des Geldes*. Leipzig: Duncker & Humblot.
- Koehn, J. 2011. « Hyperinflation in Zimbabwe. Annual Report », *Globalization And Monetary Policy Institute*, federal reserve bank of dallas, pp. 2-12.

- Kopsidis, M. 2006. « Agricultural development and impeded growth: the case of Hungary 1870-1970 », IEHC 2006 Helsinki Session 60, pp. 1-28.
- Kremer, G. et Bouhaili, A. 1992. « Modèles monétaristes de l'hyperinflation », *Revue Tiers-Monde*, vol. 33, n°129, pp. 113-136.
- Kulesza, M. 2017. « Inflation and hyperinflation in Venezuela (1970s-2016) – a post-Keynesian interpretation », *Institute for International Political Economy Berlin*, Working Paper, n° 93/2017, pp. 1-36.
- Lampland, M. 2016. *The Value of Labor: The Science of Commodification in Hungary, 1920-1956*. London, Chicago: Chicago University Press.
- Landry, A. 1910. *Essai économique sur les situations des monnaies dans l'ancienne France de Philippe Le Bel à Charles VII*. Paris : Librairie Honoré Champion.
- Lavoie, M. 2014. *Post-Keynesian Economics*. Number 12857 in Books. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Le Van-Lemesle, L. 2004. *Le juste ou le riche : l'enseignement de l'économie politique 1815-1950*. Paris : Comité pour l'histoire économique et financière de la France.
- Lee, M. 2003. « The Western response to the crisis in Zimbabwe », *Centre for Development and the Environment, University of Oslo*, working paper n°3, pp. 1-17.
- Lelart, M. 1964. *Les fondements actuels de la valeur de la monnaie*. Paris : Nouvelles Editions Latines.
- Lelièvre, V. 1995. « Un modèle théorique de la dynamique de l'hyperinflation : une reformulation du modèle de Cagan », *Revue française d'économie*, vol. 10, n°1, pp. 115-133.
- Lopes, F. 1986. « Inflation and external debt problems in Latin America », *Texto Para Discussão, Departamento De Economia : PUC/RJ*, n°129, pp. 1-33.
- Lordon, F. et Orléan, A. 2008. « Genèse de l'État et genèse de la monnaie : le modèle de la *Potentia Multitudinis* », in Yves Citton et Frédéric Lordon (éds.), *Spinoza et les sciences sociales. De la puissance de la multitude à l'économie des affects*, Paris : Editions Amsterdam, pp. 127-170.

- Louis Mark, J. 1982. « The view from Hungary », in Thomas Hammond (eds.), *Witnesses to the origins of the cold war*, Seattle and London: University of Washington Press, pp. 186-209.
- Lounsbury, R. H. 1931. « Velocity concepts and prices », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 46, n°1, pp. 34-67.
- Lowe, J. 1822. *The present state of England in regard to Agriculture, Trade and Finance; with a Comparison of the Prospects of England and France*. London: Longman, Hurst, Rees, Orme, and Brown, 2nd edition.
- Luigi, E. 1953. « The theory of imaginary money from Charlemagne to the French Revolution », in Frederic C. Lane and Jelle C. Riemersma (eds.), *Enterprise and Secular Change: Reading in Economic History* London: George Allen and Unwin Ltd, pp. 229-261.
- Maclelan, S. J. 2002. « Mugabe at war: The political economy of conflict in Zimbabwe », *Third World Quarterly*, vol. 23, n°3, pp. 513-528.
- Majoros, K. 2000. « Istvan Varga's role in the 1946 Hungarian stabilization his view of stabilization and some of his theoretical comments », *Business Studies*, vol. 1, pp. 101-112.
- Makochekanwa, A. 2007a. « A dynamic Enquiry into the Causes of Hyperinflation in Zimbabwe », *Working Paper*, n°2007-10, pp. 1-30.
- Makochekanwa, A. 2007b. « Zimbabwe's Black Market for Foreign Exchange », *Working Paper*, n°2007-13, pp. 1-39.
- Makochekanwa, A. 2010. « Zimbabwe's currency crisis: which currency to adopt in the aftermath of the multi-currency regime ? », *MPRA Paper*, n°22463, pp. 1-38.
- Makochekanwa, A. 2011. « Clothed in rags by hyperinflation: the case of Zimbabwe », *Munich Personal RePEc Archive*, n°28863, pp. 1-20.
- Mandizha, B. 2014. « Inflation and exchange rate depreciation: A granger causality test at the naissance of Zimbabwe's infamous hyperinflation (2001-2005) », *Economics and Finance Review*, vol. 3, n°9, pp. 22-42.
- Mankiw, G. et Taylor, M. 2011. *Principe d'Économie*. De Boeck Supérieur, 2nde édition.

- Marie, J. 2009. *Régime monétaire et conflit de répartition en Argentine : aux origines de la crise de 2001*. Thèse de doctorat, Université de Paris 8.
- Marie, J. 2010. « Inflation in Argentina during the Second Peronist Period (1973-76): A Post-Keynesian Interpretation », *Review of Political Economy*, vol. 22, n°2, pp. 281-299.
- Marie, J. 2014. « Hyperinflation argentine de 1989 : une interprétation post-keynésienne », *Revue de la régulation [En ligne]*, 15 | 1er semestre.
- Marie, J. 2018. « Ce que la crise Vénézuélienne confirme sur la monnaie », *Blogs Alternatives Économiques*, pp. 1-4.
- Marshall, A. 1887. « Remedies for Fluctuations of General Prices », in Arthur Pigou, *Memorials of Alfred Marshall*, Collected Works, 1925, London: Macmillan.
- Marshall, A. 1923. *Money, credit and commerce*. Londres: Macmillan.
- Mattyasovszky, N. D. 1925. « La réforme agraire et le crédit agricole en Hongrie », *Revue Économique Internationale*, vol. 4, n°2, pp. 335-343.
- Mende, T. 1948. « La Hongrie. Transformation sans violence », *Politique étrangère*, vol. 13, n°2, pp. 167-184.
- Mises, L. 1909. « The foreign exchange policy of the Austro-Hungarian Bank », *The Economic Journal*, vol. 19, n°74, pp. 201-211.
- Mises, L. 1986. *Politique économique. Réflexions pour aujourd'hui et pour demain*. Paris : Éditions de l'Institut Économique de Paris.
- Mitzakis, M. 1925. *Le Relèvement financier de la Hongrie et la Société Des Nations*. Thèse de doctorat, Université de Paris, faculté de Droit.
- Molnár, M. 1996. *Histoire de la Hongrie*. Paris : Hatier.
- Moyo, S. 2000. « The political economy of land acquisition and redistribution in Zimbabwe, 1990-1999 », *Journal of Southern African Studies*, vol. 26, n°1, pp. 5-28.

- Mundell, R. A. 1963. « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue canadienne d'Économie et de Science politique*, vol. 29, n°4, pp. 475-485.
- Neiburg, F. 2011. « La guerre des indices. l'inflation au Brésil (1964-1994) », *Genèses*, vol. 3, n°84, pp. 25-46.
- Nenovsky, N. 2006a. *Le change et l'inflation : la France et la Bulgarie pendant l'entre-deux-guerres. L'apport d'Albert Aftalion (1874-1956)*. Sofia : Banque Nationale de Bulgarie.
- Nenovsky, N. 2006b. « Lenin and the currency competition reflections on the NEP experience (1922 - 1924) », *International Centre for Economic Research, working paper n°22/2006*, pp. 1-20.
- Nenovsky, N. 2015. « The Soviets monetary experience (1917 - 1924) through the perspective of the discussion on unity and diversity of money », *MPRA paper n°79864*, pp. 1-35.
- Nenovsky, N. et Hristov, K. 2002. « The new currency boards and discretion: empirical evidence from Bulgaria », *Economic Systems*, vol. 26, n°1, pp. 55-72.
- Nenovsky, N. et Rizopoulos, Y. 2003. « Extreme Monetary Regime Change: Evidence from Currency Board Introduction in Bulgaria », *Journal of Economic Issues*, vol. 37, n°4, pp. 909-941.
- Nogaro, B. 1904. *Le rôle de la monnaie dans le commerce international et la théorie quantitative*. Paris : Giard et Brière.
- Nogaro, B. 1906. « Contribution à une théorie réaliste de la monnaie », *Revue d'Économie Politique*, vol. 20, n°10/11, pp. 681-724.
- Nogaro, B. 1908. « L'expérience bimétalliste du XIXe siècle et la théorie générale de la monnaie », *Revue d'Économie Politique*, vol. 22, n°10, pp. 641-674.
- Nogaro, B. 1921. *Traité élémentaire d'économie politique*. Paris : Giard & Cie, 2nde édition.
- Nogaro, B. 1922a. *Réparations, dettes interalliées, restauration monétaire*. Paris : Les Presses Universitaires de France.

- Nogaro, B. 1922b. « Une Banque d'Émission Internationale : le projet Vanderlip », *Revue Économique Internationale*, vol. I, 13 année, pp. 146-156.
- Nogaro, B. 1924. *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*. Paris : Marcel Giard.
- Nogaro, B. 1935. *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*. Paris : Librairie générale de droit et de jurisprudence, 2^{de} édition.
- Nogaro, B. 1939. *La méthode de l'économie politique*. Paris : Librairie générale de droit et de jurisprudence.
- Nogaro, B. 1945. *Les grands problèmes de l'économie contemporaine*. Paris : Presses Universitaires de France, 1^{ère} édition.
- Nogaro, B. 1947. *La valeur logique des théories économiques*. Paris : Presses Universitaires de France.
- Nogaro, B. 1948a. « Hungary's Recent Monetary Crisis and Its Theoretical Meaning », *The American Economic Review*, vol. 38, n°4, pp. 526-542.
- Nogaro, B. 1948b. *La monnaie et les systèmes monétaires*. Paris : Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 2^{de} édition.
- Noko, J. 2011. « Dollarization: the case of Zimbabwe », *Cato Journal*, vol. 31, n°2, pp. 339-365.
- Nyarota, S., Kavila, W., Mupunga, N., et Ngundu, T. 2016. « An empirical examination of the dynamics of negative inflation in Zimbabwe », *Reserve Bank of Zimbabwe, working paper series*, n°1, pp. 1-29.
- Nyiri, J. 1926. *Ce que fut la Révolution d'octobre en Hongrie*. Paris : André Delpeuch.
- Orléan, A. 1980. *L'histoire monétaire de l'Allemagne entre 1848 et 1923 : un essai d'analyse théorique*. Thèse de doctorat, Université de Paris I - Panthéon Sorbonne.
- Orléan, A. 2007a. « Approche institutionnaliste de la monnaie : une introduction », *working Paper*, Paris School of Economics / Paris-Jourdan Sciences Economiques, pp. 1-13.

- Orléan, A. 2007b. « 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. 2011. *L'empire de la valeur. Refonder l'économie*. Paris : Éditions du SEUIL.
- Orléan, A. 2015. « La valeur économique comme fait social : la preuve par les évaluations boursières », *Revue de la régulation [En ligne]*, 18 | 2e semestre.
- Orléan, A. 2017. « Réflexions sur la théorie marxiste de la monnaie », in Catherine Colliot-Thélène (éds.), *Que reste-t-il de Marx ?*, Rennes : Presses universitaires de Rennes, pp. 93-116.
- Ould Ahmed, P. 2002. « Logiques économiques de la fragmentation monétaire », *Journal des anthropologues*, 90-91, pp. 261-282.
- Ould Ahmed, P. 2015. « La monnaie, vecteur de lien et de contestation sociale », *Alternatives Économiques, Hors série « La monnaie et ses mystères »*, pp. 32-34.
- Ould Ahmed, P. et Ponsot, J.-F. 2015. « Contestations monétaires : une économie politique de la monnaie », *Revue de la régulation*, 18 | 2e semestre, pp. 1-11.
- Papp, J. 2013. *Espoir et violences de la Hongrie au XXe siècle*. Dijon : Éditions Universitaires de Dijon.
- Pasvolsky, L. 1972. *Economic nationalism of the Danubian states*. New York & London: Johnson Reprint Corporation.
- Patinkin, D. 1969. « The Chicago tradition, the quantity theory, and Friedman », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n°1, pp. 46-70.
- Pereira, B. et Nakano, Y. 1987. *The theory of inertial inflation: the foundation of economic reform in Brazil & Argentina*. Boulder: Lynne Rienner Publishers.
- Pierre, M. 1964. « Note sur la théorie monétaire de Milton Friedman », *Revue Économique*, vol. 15, n°5, pp. 677-712.
- Pigou, A. C. 1917. « The value of money », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 32, n°1, pp. 38-65.

- Pigou, A. C. 1925. *Memorials of Alfred Marshall*. London: Macmillan And Co. Limited.
- Ponsard, C. 1959. « La théorie quantitative de la monnaie », *Annales. Economies, sociétés, civilisations*, 14e années, n°1, pp. 106-121.
- Ponsot, J.-F. 2002a. « La dollarisation des économies émergentes », [*Rapport de recherche*] *Laboratoire d'analyse et de techniques économiques (LATEC)*, pp. 1-27.
- Ponsot, J.-F. 2002b. *Le Currency Board ou la négation de la Banque Centrale*. Thèse de doctorat, Université de Bourgogne.
- Ponsot, J.-F. 2003. « The obsession of credibility: a historical perspective on full dollarization and Currency Boards », *International Journal of Political Economy*, vol. 33, n°1, pp. 83-99.
- Ponsot, J.-F. 2005. « Stratégie monétaire des économies émergentes : les écueils de la dollarisation », *Colloque International "L'économie politique de la gouvernance"*, CEMF, Université de Bourgogne, Dijon, 2-3 décembre 2005. <halshs-00098285>.
- Poulett, S. 1833. *An Examination of the Bank Charter Question, with an Inquiry into the Nature of a Just Standard of Value, and Suggestions for the Improvement of our Monetary System*. London: J. Murray.
- Poulon-Lafaye, N. 1988. « La controverse de 1929 entre Keynes, Ohlin et Rueff sur le problème des transferts internationaux est-elle anachronique ? », *Économies et Sociétés*, vol. 22, n°9, pp. 73-84.
- Reinhart, C. et Savastano, M. 2003. « Les réalités de l'hyperinflation moderne », *Finances & Développement*, vol. 40, n°2, pp. 20-23.
- Reserve Bank of Zimbabwe 2005. *Annual Report, Appendix-Statistical Tables. Reserve Bank of Zimbabwe*.
- Reserve Bank of Zimbabwe 2006. *Currency reforms supplement, 1st half, Reserve Bank of Zimbabwe, Harare*.
- Reserve Bank of Zimbabwe 2008. *Annual Report, Appendix-Statistical Tables. Reserve Bank of Zimbabwe*.

- Robinson, J. 1938. *The Economics of Hyper-Inflation. in Collected Economic Papers*, vol.1, Oxford: Blackwell, 1966.
- Robinson, J. 1945. *War-Time Inflation. in Collected Economic Papers*, vol.1, Oxford: Blackwell, 1966.
- Rojas, P. 2016. *The International Gold Standard in Theory and Practice in R.G. Hawtrey, H.D. White and R. Triffin: a non-Ricardian filiation*. Thèse de doctorat, Economies and finances. PSL Research University. English. <NNT: 2016PSLED020>. <tel-01485600>.
- Salama, P. et Valier, J. 1990. *L'économie gangrenée*. Paris : Éditions la Découverte.
- Sargent, T. et Wallace, N. 1973. « Rational expectations and the dynamics of hyperinflation », *International Economic Review*, vol. 14, n°2, pp. 328-350.
- Sargent, T. J. 1982. « The ends of four big inflations », in Robert E. Hall (eds.), *Inflation: causes and effects*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 41-98.
- Schumpeter, J. 1925. « The currency situation in Austria », in John Parke Young (eds.), *European Currency and Finance: Foreign Currency and Exchange Investigation*, Washington: Commission of Gold and Silver Inquiry United States Senate, vol. 1, pp. 225-231.
- Seignobos, C. 1901. *La méthode historique appliquée aux sciences sociales*. Paris : Félix Alcan.
- Sgard, J. 2007. « Hyperinflation et reconstruction de la monnaie nationale : une comparaison de l'Argentine et du Brésil (1990-2002) », in Bruno Théret (éds.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, vol.1, Paris : Éditions de l'EHESS, pp. 461-487.
- Shayanewako, B., Chuzu, E., et Ntuli, A. T. 2016. « The impact of hyperinflation on the agriculture sector: lessons from Zimbabwe, 1998-2008 », in George Kararach and Raphael O. Otieno (eds.), *Economic Management in a Hyperinflationary Environment: The Political Economy of Zimbabwe, 1980-2008*, Oxford: Oxford University Press, pp. 125-136.
- Shiller, R. J. 1998. « Indexed units of account: theory and assessment of historical experience », *NBER Working Paper*, n°6356, pp. 1-40.
- Shiller, R. J. 1999. « Designing Indexed units of account », *NBER Working Paper*, n°7160, pp. 1-24.

- Shiller, R. J. 2003. « The Invention of Inflation-Indexed Bonds in Early America », *International Center for Finance Yale University, Working Paper*, n° 04-09, pp. 1-20.
- Shiller, R. J. 2014. *Le nouvel ordre financier : la finance moderne au service des nouveaux risques économiques*. Louvain-la-Neuve : De Boeck Supérieur.
- Siklos, P. 1991. *War finance, reconstruction, hyperinflation and stabilization in Hungary, 1938-1948*. London & New York: Macmillan-St. Martin's Press.
- Simiand, F. 1934. « La monnaie réalité sociale », *Annales sociologiques, série D, sociologie économique*, Fasc. 1, n°1, pp. 1-58.
- Simiand, F. 1960. « Méthode historique et Science sociale », *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, vol. 15, n°1, pp. 83-119.
- Société des Nations 1926. *Mémoire sur les balances des paiements et sur les balances du commerce extérieur : 1910-1925*. Genève : Société des Nations.
- Sokic, A. 2005. « L'euroisation au Monténégro. Une expérience inédite », *Le Courrier des pays de l'Est*, n°1057(5), pp. 58-68.
- Szaboky, D. A. 1923. « Le commerce extérieur de la Hongrie dans la première moitié de 1923 », *Revue de Hongrie*, année XVI, Vol. XXIX, pp. 172-184.
- Tanzi, V. 1978. « Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina », *IMF Staff Papers*, vol. 25, n°3, pp. 417-451.
- Teleki, C. P. 1923. *The evolution of Hungary and its place in European history*. New York: The Macmillan company.
- The Economic Times 2008. « Zimbabwe inflation now over 1 million percent », Jun 13.
- Théret, B. 2007a. *La monnaie dévoilée par ses crises*, volume 2. Paris : Éditions de l'EHESS.
- Théret, B. 2007b. *La monnaie dévoilée par ses crises*, volume 1. Paris : Éditions de l'EHESS.
- Tiran, A. 2003. « Théorie du système monétaire chez J.-B. Say », in Jean-Pierre Potier et André Tiran (éds.), *Jean-Baptiste Say : nouveaux regards sur son œuvre*, Paris : Economica, pp. 403-428.

- Tooke, T. 1838. *History of prices and of the State of circulation*. London: Longman.
- Varga, E. 1922. *La dictature du prolétariat : problèmes économiques*. Paris : Librairie de l'Humanité.
- Varga, S. 1924. « Die Sparkrone », *Ungarische Jahrbücher*, pp. 215-217.
- Varga, S. 1949. « Hungary's monetary crisis: comment [followed by B. Nogaro's rejoinder] », *American Economic Review*, vol. 39, n°5, pp. 956-960.
- Varga, S. 1959. « Die Ungarische währungsreform des jahres 1946 », *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, vol. 171, n°1/2, pp. 89-99.
- Vera, L. 2010. « Conflict inflation: an open economy approach », *Journal of Economic Studies*, vol. 37, n°6, pp. 597-615.
- Wieser, F. 1910. *Verhandlungen des Vereins für Sozialpolitik in Wien*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Winklé, F. F. 1947. « Some aspects of the recent inflation and stabilization of the hungarian currency », *South African Journal of Economics*, vol. 15, n°3, pp. 178-191.
- Yeager, L. 2010. « Privatizing money », *Cato Journal*, vol. 30, n°3, pp. 417-438.
- Young, J. P. 1925. *European Currency and Finance: Foreign Currency and Exchange Investigation*, volume 2. Washington: Commission of Gold And Silver Inquiry United States Senate.
- Ypersele, D. 1923. « Notes économiques sur la Hongrie », *Revue de Hongrie*, année XVI, Vol. XXIX, pp. 44-48.

Table des tableaux

1	Les différentes approches de l'hyperinflation	30
3.1	La production nationale hongroise après le Traité de Trianon	117
3.2	Les finances publiques de la Hongrie entre 1917 et 1924	120
3.3	L'évolution de la balance des comptes de la Hongrie entre 1923 et 1924 (en millions de couronnes-or)	124
4.1	Le niveau de la production hongroise après la Seconde Guerre mondiale	149
4.2	Les finances publiques hongroises entre 1942 et 1946	150
4.3	L'évolution du taux de change officiel en Hongrie entre 1938 et 1944	152
4.4	Variation du taux de change (pengo fiscal/pengo) en Hongrie en 1946	163
5.1	L'évolution de quelques agrégats macroéconomiques au Zimbabwe entre 1990 et 2008	178
5.2	Indicateurs de la production industrielle et agricole, de commerce extérieur du Zimbabwe entre 1990 et 2008	180
5.3	L'évolution des comptes de la Balance des Paiements (millions de dollars US) du Zimbabwe entre 1991 et 2008	187
5.4	Taux de croissance (en %) des profits, salaires et du change parallèle au Zimbabwe entre 2004 et 2007	191
5.5	L'évolution de quelques agrégats macroéconomiques du Zimbabwe entre 2009 et 2016	198
6.1	Mécanismes d'indexation et pratiques monétaires parallèles : une typologie	213

Table des graphiques

1.1	La relation entre la vitesse de circulation de la monnaie et les prix	43
3.1	L'évolution du taux d'inflation mensuel (prix en gros) en Hongrie entre 1919 et 1920	116
3.2	L'évolution des importations et des exportations (en milliers de quintaux et de pièces) en Hongrie entre 1920-1923	118
3.3	L'évolution de la dette hongroise (en millions de couronnes)	119
3.4	L'évolution du taux de change, du rapport des dépôts bancaires (comptes courants et épargnes) par rapport à la masse monétaire totale en Hongrie entre 1921 et 1924	123
3.5	L'évolution du taux de change et des prix de détails en Hongrie entre 1921 et 1924	127
3.6	L'évolution de la masse monétaire réelle en Hongrie entre 1921 et 1924	129
3.7	Variation en % du taux de change (sparkrone/couronne) en Hongrie en 1924 . .	137
4.1	L'évolution du salaire réel en Hongrie entre 1945-1946	154
4.2	L'évolution du taux de change parallèle, du taux d'inflation en Hongrie entre 1945 et 1946	156
4.3	L'évolution de la masse monétaire réelle (M/P) en Hongrie entre 1942 et 1946 .	158
4.4	L'évolution du ratio dépôts/monnaie en circulation en Hongrie entre 1944 et 1946	161
5.1	Taux de croissance annuels du PIB et de l'inflation au Zimbabwe entre 1990 et 2008	172
5.2	L'évolution de l'aide publique et de la dette extérieure du Zimbabwe entre 1990 et 2008	183
5.3	L'évolution de l'indice Chinn-Ito du Zimbabwe entre 1984 à 2012	185
5.4	L'évolution du rapport des dépôts bancaires par rapport à la masse monétaire totale au Zimbabwe entre 2002 et 2008	193

5.5 L'évolution de la masse monétaire réelle (M/P) au Zimbabwe entre 2002 et 2008 196

Table des matières

Remerciements	5
Sommaire	7
Introduction Générale	9
Partie I La théorie monétaire face aux phénomènes hyperinflationnistes	28
Chapitre 1 Explications traditionnelles des phénomènes hyperinflationnistes : approche quantitative versus approche qualitative.....	31
1.1 Le contexte	34
1.2 L'approche quantitative de l'hyperinflation	35
1.2.1 Les trois versions de la théorie quantitative de la monnaie	36
1.2.2 Théorie quantitative de la monnaie, stabilité de la vitesse de circulation et explication des hyperinflations : les interprétations de Bresciani-Turroni	38
1.2.3 Théorie quantitative de la monnaie, instabilité de la vitesse de circulation et explication des hyperinflations : la version de Cambridge	39
1.2.4 La prise en compte de la demande de monnaie et des anticipations dans l'explication des hyperinflations : la version de Chicago	45
1.3 L'approche qualitative des hyperinflations	53
1.3.1 Une typologie des mécanismes d'indexation	53
1.3.2 Helfferich et la théorie de la Balance des Paiements	54
1.3.3 La version post-Keynésienne de l'hyperinflation : les écrits précurseurs de Joan Robinson	56

1.3.4	L'institutionnalisme monétaire francophone face à la question de l'hyperinflation	59
1.3.5	Les néo-structuralistes et les crises hyperinflationnistes en Amérique latine	61
1.3.6	Quelque interprétation connexe : la version de Salama et Valier	62
	Conclusion du chapitre 1	64
 Chapitre 2 Précurseurs méconnus de l'approche qualitative : les théories positives de la monnaie de Bertrand Nogaro et d'Albert Aftalion 66		
2.1	Fondements de la théorie positive de la monnaie d'Aftalion	70
2.1.1	Albert Aftalion : sa méthode et sa conception de la monnaie	70
2.1.2	Aftalion et la théorie du revenu : sa contribution	71
2.1.3	De la théorie du revenu à la théorie positive de la monnaie : le rôle des prévisions	72
2.1.4	La théorie psychologique du change d'Albert Aftalion	75
2.2	Théorie positive de la monnaie de Nogaro : contribution à l'explication des crises monétaires	77
2.2.1	Critique de la théorie quantitative par Nogaro	79
2.2.2	L'analyse des crises monétaires de son époque : l'insistance sur la relation change/prix	85
	Conclusion du chapitre 2	95
	Conclusion de la partie 1	96
 Partie II Pratiques monétaires et dynamiques hyperinflationnistes : études de cas 100		
 Chapitre 3 Tensions politiques, sociales et crises hyperinflationnistes : le cas hongrois de 1919-1924 102		
3.1	Le contexte historique	105
3.1.1	Caractéristiques de l'économie hongroise	105
3.1.2	Une instabilité politique persistante après la Première Guerre mondiale .	106
3.1.3	L'évolution du régime monétaire national et le contexte international . .	107
3.2	Faits stylisés et analyse de l'épisode 1 de l'hyperinflation hongroise (1919-1924) .	108

3.2.1	Révolution bolchévique, remise en cause de l'autorité politique et coexistence de deux monnaies	109
3.2.2	Analyse de l'épisode 1 de l'hyperinflation hongroise de 1919-1920	112
3.3	Faits stylisés et analyse de l'épisode 2 de l'hyperinflation hongroise (1921-1924)	116
3.3.1	Les conséquences économiques du Traité de Trianon	116
3.3.2	Réforme financière, « fuite devant la monnaie » et dépréciation du change	120
3.3.3	Analyse de l'épisode 2 de la crise monétaire hongroise de 1921-1924	124
3.4	La sparkrone et la restauration de la monnaie hongroise	130
3.4.1	La sparkrone : fondements économiques et fonctionnement	131
3.4.2	Les fondements sociopolitiques de la sparkrone	132
3.4.3	De la restauration des fonctions de la monnaie domestique à la stabilisation du change	134
	Conclusion du chapitre 3	139

Chapitre 4 De la déficience des institutions monétaires à l'hyperinflation : le cas hongrois de 1945-1946.....141

4.1	Contexte historique	143
4.2	Faits stylisés et analyse de l'épisode 1 (janvier-avril 1945)	144
4.2.1	La souveraineté politique et monétaire en cause au lendemain de la Seconde Guerre mondiale	144
4.2.2	Déficience des institutions monétaires et concurrence de monnaies : Analyse de l'épisode 1	145
4.3	Faits stylisés et analyse de l'épisode 2	147
4.3.1	Le poids de la guerre : destruction de l'appareil productif	148
4.3.2	La détérioration des finances publiques et l'explosion de la dette	148
4.3.3	L'évolution du régime monétaire pendant la période de l'entre-deux-guerres	151
4.3.4	Conflit de répartition et dynamique inflationniste	152
4.3.5	L'analyse de l'épisode 2 (mai 1945-juillet 1946)	154
4.4	Pengo fiscal et tentative de stabilisation en Hongrie en 1946	159
4.4.1	Échec de la réforme de pengo fiscal	159
4.4.2	Les conditions politiques et sociales de la mise en œuvre du tax pengo	163
4.4.3	De l'échec du pengo fiscal à un système basé sur l'or	164

Conclusion du chapitre 4	167
Chapitre 5 De la réforme agraire à l'hyperinflation : l'expérience zimbabwéenne (1997-2008)	168
5.1 Faits stylisés	171
5.1.1 Le contexte socio-politique	172
5.1.2 De l'échec du programme de réforme agraire à la désorganisation de la production	175
5.1.3 D'autres facteurs importants : les dépenses de guerre, les versements des pensions et les sanctions financières internationales	181
5.1.4 Baisse de l'aide publique au développement et explosion de la dette extérieure	182
5.1.5 Du programme de réforme agraire à la crise de change	183
5.2 Analyse de l'hyperinflation zimbabwéenne	188
5.2.1 Renforcement de l'inflation : 1997-2005	188
5.2.2 Développement des phénomènes d'indexation autour de 2006	189
5.2.3 Vers un rejet complet de la monnaie domestique en 2007	191
5.2.4 De l'hyperinflation à la dollarisation intégrale	196
Conclusion du chapitre 5	199
Conclusion de la partie 2	200

Partie III De l'hyperinflation à la restauration de la monnaie domestique : une étude théorique 203

Chapitre 6 Tentative de typologie des crises hyperinflationnistes	205
6.1 L'hyperinflation comme un rejet de la monnaie domestique	207
6.1.1 Hyperinflation : redéfinition et caractéristiques	207
6.1.2 Hyperinflation, crise de souveraineté monétaire et désorganisation de l'activité économique	208
6.2 Typologie des crises hyperinflationnistes	210
6.2.1 Les deux types d'hyperinflation	210
6.2.2 De la défiance au rejet de l'unité de compte domestique	211

6.2.3	De la substitution de l'unité de compte domestique au rejet de l'unité de paiement	214
6.2.4	De la baisse du pouvoir d'achat à la fuite devant la monnaie nationale	217
6.3	Hétérogénéité des pratiques monétaires et dynamique des prix	218
6.3.1	Deux échelles de prix dans les périodes d'hyperinflation	218
6.3.2	Pratiques monétaires parallèles et dynamique des prix	220
	Conclusion du chapitre 6	225
Chapitre 7 Stratégie de sortie de crise : une typologie des réformes monétaires 226		
7.1	Les solutions traditionnelles face à l'hyperinflation	229
7.1.1	Les régimes basés sur l'or : les systèmes d'étalon-or et d'étalon de change-or	229
7.1.2	Les fondements théoriques du <i>Currency Board</i>	230
7.2	Une réforme alternative au <i>Currency Board</i> et à la dollarisation : l'utilisation d'une monnaie-index	234
7.2.1	Aux fondements théoriques du système de monnaie-index au XIXe siècle	234
7.2.2	Différentes versions de proposition de monnaie-index au XXe siècle	236
7.2.3	Monnaie-index basée sur l'or	236
7.2.4	Monnaie-index sans référence à l'or : un outil de restauration de la monnaie domestique	238
7.2.5	L'effet de la monnaie-index sur les pratiques monétaires et financières des agents économiques	243
	Conclusion du chapitre 7	246
Chapitre 8 Système de monnaie-index et restauration de la monnaie nationale : un essai de reformulation théorique 248		
8.1	Le système de monnaie-index : définition et caractéristiques	252
8.1.1	Définition et caractéristiques	252
8.1.2	Les bases sociopolitiques et économiques du système de monnaie-index	254
8.2	Le système de monnaie-index comme un frein à la disparition de la monnaie domestique	255
8.2.1	Monnaie-index et système bancaire : réaction des marchés des changes et des biens	256

8.2.2	Monnaie-index, production et échange	258
8.2.3	Monnaie-index, finances publiques et pratiques financières du gouverne- ment	259
	Conclusion du chapitre 8	261
	Conclusion de la partie 3	263
	Conclusion Générale	264
	Bibliographie	269
	Table des tableaux	292
	Table des graphiques	293
	Table des matières	294

Titre : Pratiques monétaires et dynamiques hyperinflationnistes : étude historique et théorique

Mots clés : Monnaie, Hyperinflation, Pratiques monétaires

Résumé : Cette thèse vise à établir une typologie des crises hyperinflationnistes à partir de l'étude de plusieurs cas observés dans l'histoire, mais aussi en fonction des pratiques monétaires parallèles des acteurs économiques. Elle cherche, par ailleurs, à proposer une solution alternative face au phénomène hyperinflationniste. Dans sa dimension théorique, cette thèse mobilise le cadre théorique post-Keynésien, néo-structuraliste et institutionnaliste.

Dans sa dimension historique et comparative, elle étudie plusieurs cas observés dans l'histoire afin d'établir une typologie des phénomènes hyperinflationnistes — ce qui a permis de distinguer deux grands types d'hyperinflation. Afin de sortir de l'hyperinflation, cette thèse propose un système (système de monnaie-index) capable de modifier les pratiques monétaires de sorte à restaurer la monnaie domestique et la souveraineté monétaire.

Title: Monetary practices and hyperinflationary dynamism: a historical and theoretical study

Keywords: Money, Hyperinflation, Monetary practices

Abstract: This thesis seeks to define a typology of the hyperinflationary crises based on the study of several cases observed in history, but also in terms parallel monetary practices of economic actors. It also seeks to find an alternative solution about the hyperinflationary phenomenon. In its theoretical dimension, this thesis mobilizes post-Kenesian, neo-structuralist and institutionalist theoretical framework.

In its historical and comparative dimension, it studies several cases observed in history to determine a typology of the phenomenon hyperinflationary — which has allowed to distinguish two main types of hyperinflation. As a way out of hyperinflation, this thesis comes up with a system (money-index system) capable of modifying monetary practices so as to restore local currency and the monetary sovereignty.