

## Comment Israël a évité l'hyperinflation? Le succès du plan de stabilisation (1985) à la lumière de la théorie post-keynésienne

Jonathan Marie,  
jonathan.marie@univ-paris13.fr  
CEPN, UMR-CNRS 7234, Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité

Sébastien Charles,  
sebcharles92@yahoo.fr  
LED, Université Paris 8

Novembre 2018

**Abstract :** Adoptant un cadre post-keynésien, l'article analyse le processus inflationniste à l'œuvre de 1948 jusqu'aux années 1980 pour, d'une part, comprendre les origines de la quasi hyperinflation du 1er semestre 1985 et, d'autre part, saisir la réussite du plan de stabilisation intervenu lors de l'été de cette même année. En 1985 le shekel semble devoir être complètement rejeté par ses utilisateurs au profit du dollar, ce qui, dans le contexte fortement inflationniste d'alors, aurait dû engendrer une hyperinflation. Ce résultat est provoqué par la conjonction de plusieurs facteurs : la virulence historique du conflit de répartition, la présence de mécanismes d'indexation et la fragilité des comptes extérieurs marqués par un déficit courant structurel. Le plan de stabilisation, soutenu par l'aide financière importante des États-Unis, permet d'atténuer immédiatement la contrainte de financement externe et parvient à affaiblir durablement la virulence du conflit de répartition, écartant ainsi les risques hyperinflationnistes. L'analyse de cette trajectoire historique confirme la cohérence théorique de l'analyse post-keynésienne de l'hyperinflation.

**Mots clés :** Israël, Hyperinflation, analyse post-keynésienne

**Codes JEL :** E12, E31, N15

## Introduction

Cet article cherche à répondre à un double objectif. D'abord un objectif théorique : il s'agit de mobiliser et éventuellement de compléter ou amender un cadre analytique post-keynésien conçu pour rendre intelligible un type spécifique de crise monétaire, en l'occurrence les épisodes d'hyperinflation ou de quasi-hyperinflation. Le deuxième objectif consiste à confronter ce cadre théorique à la trajectoire inflationniste qu'a empruntée Israël depuis sa naissance en 1948 jusqu'au milieu des années 1980, lorsque l'économie de ce pays était au bord de l'hyperinflation. L'évolution de l'économie israélienne ressemble par bien des aspects à celles d'économies en développement qui ont aussi connu des crises monétaires similaires lors des années 1980. Ainsi, de nombreuses similarités peuvent être mises en évidence entre la trajectoire macroéconomique d'Israël et celle de l'Argentine au cœur des années 1980<sup>1</sup>. Or, l'hyperinflation argentine a fait l'objet d'une précédente analyse (voir Marie, 2014), et cela nous encourage à mobiliser à nouveau le cadre conceptuel alors discuté afin d'analyser l'économie israélienne. Remarquons que si l'épisode a été analysé à la fin des années 1980 par des auteurs adoptant un cadre théorique nouveau-keynésien, il n'y a pas à notre connaissance d'analyse de cette trajectoire se réclamant d'une approche post-keynésienne.

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

L'article est organisé de la manière suivante : dans une première section nous présentons notre cadre théorique générique et justifions notre définition de l'hyperinflation : celle-ci est une fuite devant la monnaie au profit d'une devise. Elle n'est donc pas repérable par un seul critère quantitatif de mesure de l'inflation. La deuxième section présente les caractéristiques et l'évolution de l'économie israélienne des années 1950 jusqu'à la fin des années 1970, en repérant 3 étapes dans la tendance au renforcement de l'inflation. La troisième section se

---

<sup>1</sup> Ces similitudes se repèrent par la configuration du conflit de répartition, la présence de mécanismes d'indexation (des salaires mais aussi de certains prix et actifs sur le change, cet élément soulignant l'importance prise par une devise dans les comportements domestiques) ou encore par les caractéristiques de la balance des paiements.

focalise sur la première moitié des années 1980, lorsque la dynamique inflationniste fait craindre la survenue d'une hyperinflation. La quatrième section présente le plan de stabilisation et s'interroge sur les raisons du succès de celui-ci.

## **I L'interprétation post-keynésienne de l'hyperinflation : conflit de répartition, indexation et fuite devant la monnaie domestique**

La définition de l'hyperinflation que nous retenons dépasse la vision quantitative traditionnelle de Cagan (1956) et permet d'en comprendre les origines. Elle s'inscrit dans une double tradition. Premièrement, elle intègre le rôle de la dynamique de la balance des paiements, élément au cœur de l'analyse de l'hyperinflation allemande de 1923 proposée par Karl Helfferich (*cf.* Câmara et Vernengo, 2001). Ici, les sorties de capitaux domestiques provoquées par des réparations de guerre ou des charges financières dues à un endettement extérieur important suscitent des contraintes sur le change provoquant la dépréciation externe de la monnaie domestique et alimentant l'inflation. Deuxièmement, la théorie post-keynésienne s'appuie sur le conflit de répartition et son évolution pour expliquer les dynamiques inflationnistes. Cette relation entre le conflit de répartition et l'inflation fut mise en évidence par Aujac (1950) et Kalecki (1954). L'inflation est la conséquence d'intérêts contradictoires entre groupes sociaux qui, cherchant à acquérir une part plus importante du revenu national, provoquent la hausse des prix. Si, comme nous le proposons, l'hyperinflation est d'une nature différente de l'inflation, la première se développe néanmoins dans un contexte d'inflation forte.

### **1) Le conflit de répartition comme moteur de l'inflation**

Au sein de la théorie post-keynésienne, l'inflation reflète l'existence du conflit de répartition et est générée dans un cadre institutionnel et historique donné. Dans une voie initiée par Rowthorn (1977), les auteurs post-keynésiens ont cherché à développer des modèles explicatifs de l'inflation.

Le niveau général des prix est déterminé par les coûts, eux-mêmes supportés par les capitalistes. Le principal déterminant de ces coûts est le coût salarial. À ce coût, les firmes appliquent un taux de marge afin de déterminer les prix (Weintraub, 1978). Une variation des prix intervient si le taux de marge varie, si la productivité du travail change ou si le salaire nominal évolue. C'est ainsi qu'intervient le conflit de répartition dans le processus inflationniste : chacun tente d'obtenir une répartition du revenu qui lui soit plus favorable. Les

salariés en obtenant des salaires plus élevés, les capitalistes en augmentant leurs profits, via des augmentations de prix. La capacité d'un groupe à atteindre son objectif dépend de son pouvoir de négociation. Les salariés peuvent bénéficier d'un pouvoir de négociation élevé, entre autres exemples, si le chômage dans l'économie considérée est faible (Rowthorn, 1977), si le chômage diminue (Cassetti, 2003), en fonction du type d'organisations syndicales (Susjan et Lah, 1997) ou en fonction du cadre institutionnel (Setterfield, 2007). Le pouvoir de marché des capitalistes est quant à lui affecté positivement par l'existence de marchés oligopolistiques ou par le taux d'utilisation du capital (si on se place dans une situation de sous-utilisation du capital, les firmes tendent à augmenter la production plutôt que les prix suite à une augmentation de la demande). Dans le modèle fondateur de Rowthorn, les travailleurs négocient un salaire nominal pour la période suivante. Puis les firmes fixent les prix, cherchant à atteindre le niveau de prix compatible avec le taux de marge désiré. Le taux d'inflation est alors la conséquence d'une divergence entre les objectifs des entreprises (le taux de marge visé) et des travailleurs (le salaire réel recherché). Les firmes fixent en dernier ressort les prix. Elles les augmentent lorsque le taux de marge observé est inférieur au taux de marge désiré. Ainsi, une cible de taux de marge peut être analysée comme une cible de taux de salaire réel. En d'autres termes, afin d'augmenter le taux de marge, les firmes doivent parvenir à diminuer les salaires réels.

Si la rémunération du travail est un élément important des coûts des entreprises, il en existe d'autres. Et lorsque ces coûts varient, cela affecte les marges réalisées. Les entrepreneurs peuvent donc chercher à transférer une augmentation de leurs coûts non salariaux sur la rémunération réelle des travailleurs. L'impact d'une variation des taux d'intérêt sur le processus de négociation des salaires et des prix a notamment été souligné par Galbraith (1957). Si les taux d'intérêt s'élèvent, les firmes vont chercher à répercuter cette hausse de leurs coûts financiers *via* une hausse des prix. Le raisonnement est bien sûr valable si on considère l'évolution des prix des inputs des firmes ou encore l'évolution du taux de change de la monnaie domestique. Ainsi, l'*exchange rate pass-through* est expliqué de la manière suivante (voir, par exemple, Arestis et Milberg, 1994) : la dépréciation de la monnaie domestique va affecter la rentabilité des firmes car les inputs importés (ou les biens d'investissement), dont les prix sont libellés en devises, ont un prix exprimé en monnaie domestique qui s'élève. Les firmes vont alors chercher à contrecarrer cette tendance en augmentant les prix.

2) En régime de haute inflation, des mécanismes d'indexation se développent

Les taux d'inflation peuvent être durablement élevés dans une économie. Une telle situation pouvait par exemple être observée au sein des pays développés lors des années 1970, mais aussi et surtout au sein de nombreux pays latino-américains jusqu'à la fin des années 1980. Lors de cette période, les auteurs néo-structuralistes vont particulièrement s'intéresser aux mécanismes institutionnels qui accroissent ou entretiennent une trajectoire inflationniste. Ces auteurs expliquent que les comportements des agents vont évoluer lorsqu'ils intègrent le fait que l'inflation peut varier brusquement, lorsqu'elle est habituellement forte ou lorsqu'elle tend à se renforcer. Il est indispensable d'intégrer cet élément à notre réflexion. Frenkel (1979) a dévoilé l'importance de l'indexation dans les régimes de haute inflation. Il explique que si l'inflation est forte et volatile sur plusieurs périodes, les agents vont chercher à développer des mécanismes d'indexation afin de protéger leurs revenus réels contre les effets provoqués par une éventuelle accélération de l'inflation. Ce mécanisme institutionnel entretient naturellement l'inflation, mais il est en outre susceptible d'accélérer l'inflation (voir aussi Taylor, 2004).

Les phénomènes d'indexation viennent s'ajouter au conflit de répartition, rendant difficile l'émergence d'un compromis stable et faiblement inflationniste sur le partage de la valeur ajoutée. Carvalho (1991) distingue le régime d'inflation modérée du régime de haute inflation à l'aune du critère de l'indexation. Il estime qu'une inflation annuelle proche de 20% nécessite la création de mécanismes d'indexation. Comme l'auteur le reconnaît, l'indexation crée elle-même ses propres vulnérabilités, notamment dans la propagation d'une rapide et forte accélération de l'inflation.

### 3) L'hyperinflation : la fuite devant la monnaie domestique, dernière étape de la séquence causale

L'analyse post-keynésienne de l'hyperinflation est initiée par Kalecki (1962). L'auteur fait de l'accélération de la vitesse de circulation de la monnaie la cause de l'accélération des prix. Cette accélération des prix est provoquée par le taux d'inflation anticipé. Selon Kalecki, l'hyperinflation dans une économie fermée est une augmentation rapide et continue des prix et une tendance générale à convertir la monnaie en biens. C'est une fuite devant la monnaie, la vitesse de circulation de celle-ci s'accélère bien. Ces deux éléments sont indissociables. Kalecki relève d'autres caractéristiques importantes des épisodes hyperinflationnistes. Ils vont de pair avec des situations de pénuries d'offre de biens, d'appauvrissement des rentiers et de réduction des salaires réels qui, bien que pouvant bénéficier de mécanismes d'indexation sur l'inflation, sont pénalisés par l'existence de délais d'ajustement. Dès lors, seuls les profits des

entrepreneurs, et surtout ceux réalisés par le « *big business* » sont favorisés. La contribution de Kalecki est importante dans deux directions. Elle met en avant un aspect qualitatif de l'hyperinflation : on se débarrasse des moyens de paiement le plus vite possible car on anticipe une progression de l'inflation. Mais elle insiste aussi sur les conséquences en termes de répartition.

Si l'on articule cette proposition avec celle de Robinson (1951), on peut achever la construction de la vision post-keynésienne de l'hyperinflation. Robinson s'intéresse<sup>2</sup> à la séquence menant à l'hyperinflation allemande du début des années 1920. Contrairement à Kalecki, elle se place en économie ouverte. Elle met en avant la séquence suivante : l'inflation est initialement importante, causée par un conflit de répartition virulent. L'inflation domestique provoque une détérioration du solde de la balance commerciale. Cette dégradation appelle une dépréciation du change au certain de la monnaie domestique qui renchérit le prix des biens importés exprimé en monnaie domestique. L'économie allemande fait alors face à un endettement externe en devises écrasant (conséquence du Traité de Versailles). Ce mécanisme nourrit de nouveaux accroissements des prix (les firmes souhaitent maintenir les taux de marge) et des salaires (les travailleurs souhaitent conserver leur niveau de rémunération réelle). Pour Robinson, si l'effondrement du change joue un rôle décisif dans l'hyperinflation (ce qui est aussi l'analyse proposée par les tenants de la *German Balance of Payments School*, dont le représentant le plus connu est Helferrich<sup>3</sup>), l'évolution des salaires est aussi un élément fondamental.

Notre compréhension de l'hyperinflation est la suivante : l'hyperinflation est un phénomène d'abord provoqué par un conflit de répartition violent. Celui-ci favorise l'adoption de mécanismes d'indexation, y compris sur le change. L'inflation est incompatible avec le maintien ou le retour des équilibres extérieurs et la dépréciation externe de la monnaie nourrit à nouveau la boucle prix-salaires. C'est la séquence de Robinson. Si l'on ajoute le rôle joué par les anticipations sur lesquelles insiste Kalecki, l'hyperinflation arrive lorsque les agents, anticipant la rupture du change, se détournent de la monnaie domestique au profit d'un substitut : la devise. Ceci déclenche un phénomène auto-réalisateur qui entraîne bien la rupture du change et toute cohérence fournie par les prix en monnaie domestique. Cette analyse est en ligne avec les travaux proposés par les néo-structuralistes concernant les hautes

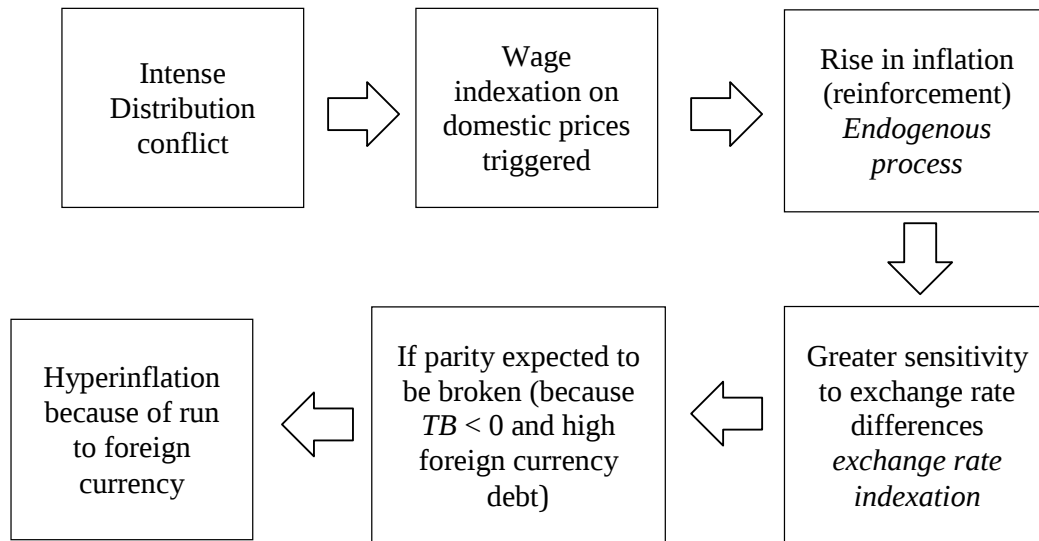
---

<sup>2</sup> L'article est publié une première fois dans une version plus courte en 1938. C'est en fait une critique de l'ouvrage *The Economics of inflation* de Bresciani-Turroni (1968). Cet ouvrage analyse l'hyperinflation allemande dans une vision tout à fait monétariste, interprétation contre laquelle se dresse Robinson.

<sup>3</sup> Analysant l'hyperinflation allemande des années 1920, Helferrich « argued that the permanent unfavorable trade balance, caused by the war and the impositions of Versailles, led to depreciation. This was the root of German problems ». Voir à ce sujet Câmara et Vernengo (2001) ou Vernengo (2006).

inflations observées en Amérique Latine lors des années 1980. Elle corrobore aussi la remarque faite par Kaldor (1982) concernant la situation allemande en 1923 : si le change reste stable dans la journée, les prix et les salaires le demeureraient aussi. Au final, l'hyperinflation est définie de manière qualitative : c'est le phénomène qui acte dans une économie hautement inflationniste le rejet généralisé de la monnaie domestique au profit d'une devise.

Notre séquence générique peut être synthétisée ainsi :



N.B.: *TB* is the acronym for Trade Balance

La séquence causale intègre le rôle moteur et initial joué par le conflit de répartition dans l'inflation, l'importance de l'indexation et celle du taux de change dans l'hyperinflation. On peut retenir de cette réflexion qu'en l'absence d'un endettement externe en devises, en l'absence de mécanismes d'indexation et en l'absence d'un conflit de répartition dont les termes sont susceptibles de déclencher une forte inflation, il n'y a pas lieu de craindre l'émergence d'un phénomène hyperinflationniste.

Cette séquence générique est susceptible d'être amendée ; on peut ainsi se référer à Charles et Marie (2017) pour une adaptation dans le cas de la Bulgarie, économie en transition qui a connu l'hyperinflation en 1997. Cette remarque nous permet de réaffirmer l'ambition de cet article : nous cherchons à analyser une trajectoire menant quasiment à l'hyperinflation en Israël en 1985 en mobilisant le cadre analytique post-keynésien, ce cadre d'analyse étant en retour susceptible d'être amendé, modifié ou enrichi afin d'intégrer les observations réalisées à partir du cas israélien.

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

### **1) De 1948 à la fin des années 1960 : une inflation modérée**

Israël est un pays relativement petit ; en 1985 sa population est estimée à 4 millions d'habitants. L'économie israélienne présente plusieurs particularités : rareté des ressources naturelles (Israël ne dispose pas de ressources pétrolifères par exemple), petite superficie territoriale (sans les territoires occupés, la superficie d'Israël actuelle est d'environ 21000km<sup>2</sup>, soit, à titre de comparaison, environ 30% de moins que l'Albanie), niveau de formation et d'éducation élevé de la main-d'œuvre tout en étant une économie d'immigration. En outre, l'histoire économique israélienne est par essence récente, l'État israélien ayant été créé le 14 mai 1948 (suivant une résolution des Nations Unies en faveur de la partition de la Palestine du 29 novembre 1947). Bien que pouvant s'appuyer sur les institutions établies pendant l'entre-deux guerres pendant le mandat de protectorat britannique sur la Palestine, l'économie israélienne et ses institutions étaient alors à développer ou établir. En premier lieu, le nouvel État devait mettre sur pieds des administrations fiscale et monétaire dans un contexte géopolitique particulier, puisque l'existence même du pays était remise en cause militairement par les pays arabes voisins ; la première guerre israélo-arabe débute dès la déclaration d'indépendance. Cette guerre comme la partition de la Palestine suite à l'indépendance provoquent une rupture dans l'organisation productive, économique et sociale.

Dès l'origine, et dans une certaine continuité avec la période de gouvernement britannique, l'interventionnisme économique est important et se matérialise par des contrôles de prix, un encadrement strict des opérations de change ou encore par la mise en place de rationnement des biens de consommation. Il semble qu'une adhésion quasi-générale des élites israéliennes et des décideurs politiques à l'idée selon laquelle le développement économique requiert la planification et l'interventionnisme s'observe (voir Gross, 1990, p. 69 ou Klein, 2005, p.3). Cette adhésion s'explique par au moins deux facteurs : d'abord la mise en place d'une économie de guerre qui nécessite que les devises obtenues principalement par l'intermédiaire de transferts de la diaspora et par des aides octroyées par des gouvernements étrangers puissent être mobilisées pour importer l'équipement militaire dans un contexte global de pénurie de dollars ; ensuite par la compatibilité des objectifs du mouvement sioniste avec l'exercice d'une pleine souveraineté dans le domaine économique de la part de l'État.

On peut aussi ajouter que l'existence de l'organisation syndicale *Histadrout* créée à Haïfa dès les années 1920, particulièrement puissante chez les travailleurs israéliens, sous-tend la création d'un modèle économique social-démocrate compatible avec un interventionnisme économique relativement important dès la création du pays et qui le demeurera par la suite. Dès les années 1940 sont en vigueur des mécanismes d'indexation des salaires sur l'évolution du coût de la vie<sup>4</sup> ; ces mécanismes ne vont pas être démantelés avant la fin des années 1980. Si l'on se réfère à notre séquence générique, cet élément est de première importance.

A la suite des accords israélo-arabes de 1949, s'engage une modification structurelle de l'économie qui n'est plus uniquement tournée vers l'effort de guerre (les dépenses militaires étaient probablement de l'ordre de 40% du PIB en 1949). Selon les estimations présentées par Gross (1990, p. 72), si la production de 1948 était d'un niveau proche à celle observée l'année précédente, les taux de croissance sont très forts les années suivantes : 70 à 80% en 1949, puis entre 25 et 35% en 1950 et 1951. Ces taux de croissance sont tirés par des niveaux d'investissement extrêmement élevés et par une progression de la demande de consommation elle-même provoquée par l'immigration : la population passe de 579 000 habitants en 1949 à 1 494 000 en 1951. Néanmoins, la progression de la production est insuffisante pour éviter les situations de pénurie et l'élévation importante du coût de la vie. Celles-ci alimentent une boucle prix-salaires : afin de limiter l'inflation les contrôles de prix sont renforcés (certains prix sont mêmes réduits en 1949) et l'idée de promouvoir la compétitivité internationale israélienne devient un objectif des autorités. Il s'agit tout à la fois de développer et diversifier les exportations mais aussi de substituer aux importations une production domestique.

La contrainte externe est forte. En août 1948 la livre israélienne remplace la livre palestinienne comme monnaie domestique. Son taux de change est fixe vis-à-vis de la livre sterling, à 1£ sterling pour 3£ israélienne. Ce taux de change initial est jugé incohérent par Gross (1990) et l'ancrage fixe va générer ou accroître une sur appréciation réelle de la monnaie domestique. La balance commerciale est largement déficitaire : selon les estimations de Halevi et Klinov-Maluv (1968), les importations de l'année 1951 représentent 426 millions de dollars pour des exportations de seulement 67 millions de dollars. Naturellement, les

---

<sup>4</sup> « The earliest venue for indexation was the labour market, where a wide variety of COLA arrangements have been adopted starting as early as 1939. The details of these arrangements changed frequently and included various degrees of indexation, different types of floors and ceilings on all types of wage parameters, discretionary suspensions during attempted stabilisations and the like. Two features of these arrangements are worth noting: First, formal, broad-based COLA arrangements have never involved linkage to the foreign exchange even though denomination of wages in foreign currency is not uncommon and even prevalent in some occupations. Second, broad COLA arrangements generally did not provide full compensation for inflationary erosion of wages. It has been suggested that the labour unions avoided 100% wage indexation in order to enhance their *raison d'être*. » Offenbacher et Stein (2003, p. 284).

contraintes de balance des paiements sont incontournables pour les autorités israéliennes. Elles justifient la mise en place en 1951 d'un système de taux de change multiples et le maintien de contrôles restrictifs sur les changes qui visent à supplanter les rationnements quantitatifs. Cette politique provoque le développement d'un marché parallèle du change ; en février 1952 l'écart estimé entre le change officiel et celui observé sur ce marché parallèle est de 678% selon Ilzetzki *et al.* (2017, p. 61).

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

Tableau 1 : Données macroéconomiques, période 1954-1972

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

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

La période du « miracle économique israélien » (repéré ici tout à la fois par les taux de croissance élevés, le taux de chômage réduit et une inflation qui bien que se renforçant demeure modeste) s'achève au début des années 1970. Les chiffres indiqués dans le tableau ne doivent pas occulter certains aspects de cette économie. D'abord, le solde courant est systématiquement négatif, provoquant un endettement extérieur net croissant. Cet aspect structurel couplé au renforcement de l'inflation a justifié l'adoption en 1962 de mesures économiques : la livre israélienne est dévaluée vis-à-vis du dollar américain de 67% pendant que le gouvernement obtenait un accord avec l'*Histadrout* stipulant que les salaires réels seraient gelés pendant 2 ans <sup>5</sup>. Cette mesure visait bien sûr à limiter les pressions inflationnistes et atteste de la nécessité de limiter par cet accord la capacité de négociation des

<sup>5</sup> Voir Schiffmann *et al.* (2017, p. 71).

travailleurs. La fin des années 1960 est aussi marquée par la guerre des 6 jours du 5 au 10 juin 1967 qui oppose Israël à l'Égypte. Cette guerre va de pair avec l'augmentation des dépenses militaires qui sont évaluées à environ 10% du PIB sur la période 1962-1966 pour atteindre 21% de 1968 à 1972.

## 2) La décennie 1970 : dégradation des performances macroéconomiques, renforcement de l'inflation et indexation sur le change

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

Sur le plan domestique aussi un important événement intervient au début de cette période. Du 6 au 24 octobre 1973 se déroule la guerre du Kippour entre Israël et une coalition de pays arabes composée des armées égyptienne, syrienne et jordanienne<sup>6</sup>. Les Etats-Unis ont apporté leur soutien logistique (par la livraison d'armes) et diplomatique à Israël lors de ce conflit ; en réaction à ce soutien, les pays arabes réunis au sein de l'OPEP vont coordonner une réduction de la production pétrolière et une hausse des prix lors d'une réunion de l'organisation les 16 et 17 octobre 1973. Cet événement permet de dater le 1<sup>er</sup> choc pétrolier. Le cessez-le-feu interviendra suite à une résolution des Nations Unies du 22 octobre de cette même année. Au-delà des aspects géopolitiques, la guerre du Kippour aura des conséquences purement économiques importantes qui influencent la trajectoire que nous cherchons à comprendre dans cet article. Israël étant un pays importateur de pétrole, la hausse des prix du baril va avoir des conséquences sur son solde extérieur. De plus, la guerre du Kippour va susciter une nouvelle

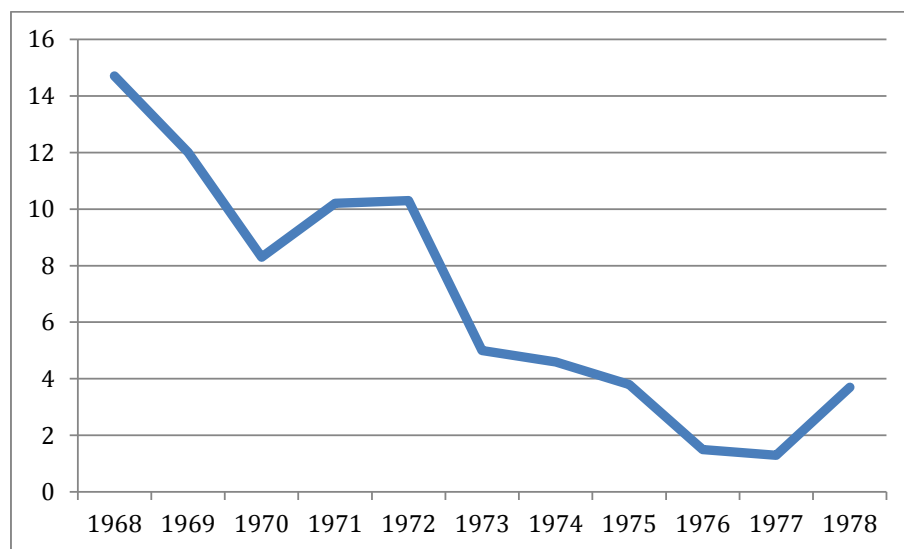
---

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

progression des dépenses militaires qui sont évaluées à 29% du PIB israélien sur la période 1974-1977 (voir par exemple Fisher, 1985, p. 58). Si bien des pays ont connu suite au choc pétrolier de 1973 des situationnistes « stagflationnistes », l'accélération de l'inflation observée dans l'économie israélienne fut particulièrement forte et s'accompagne d'une très sévère dégradation des comptes extérieurs.

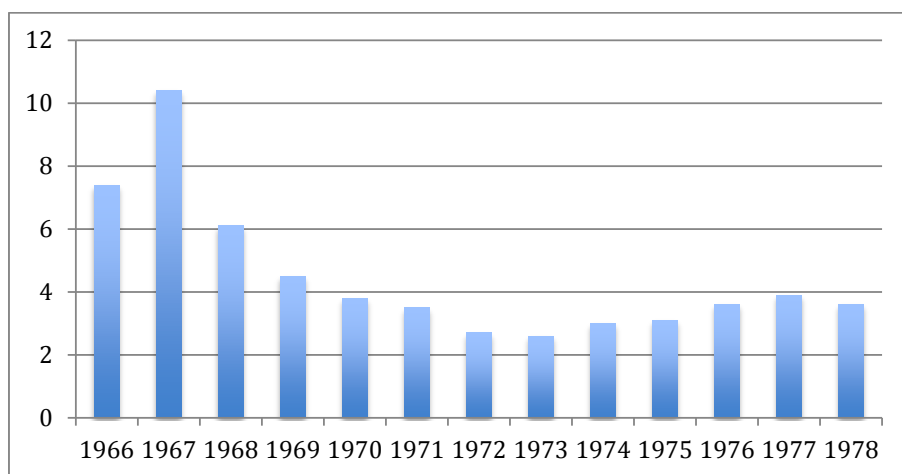
A la lecture des graphiques 1 et 3, nous remarquons que cette période est marquée par une nette tendance à la diminution des taux de croissance du PIB et par le renforcement concomitant des taux d'inflation. Le taux de chômage (graphique 2) demeure lui à des niveaux faibles.

Graphique 1 : Taux de croissance du PIB, 1968-1978



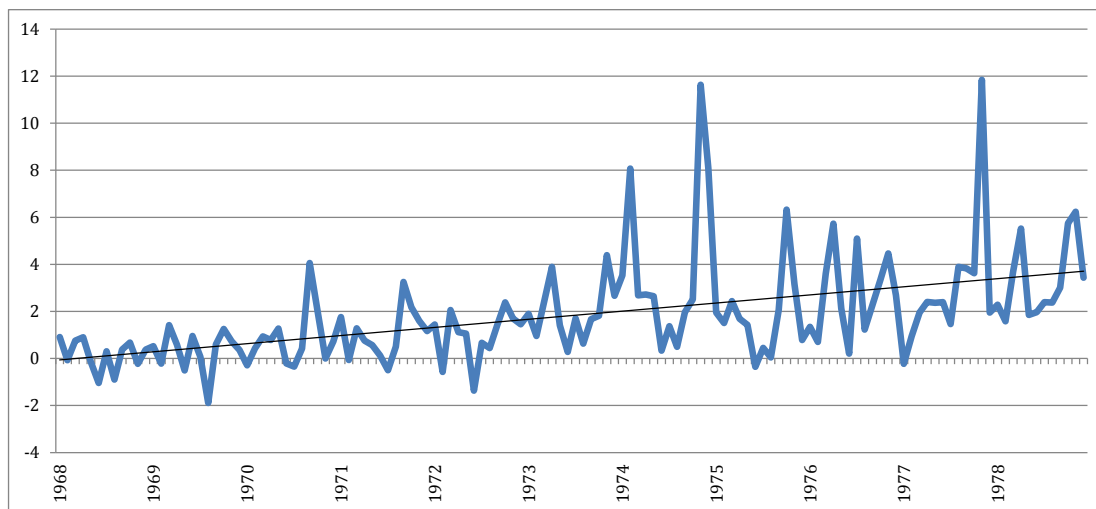
Sources : *Bank of Israel Annual Report*, diverses années (1972 pour la période 1968-1971, 1977 pour 1972-1976, 1982 pour 1977 à 1978)

Graphique 2 : Taux de chômage, 1966-1978



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

Graphique 3 : Taux d'inflation mensuels, 1968-1978



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

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

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

La modification du rythme inflationniste s'explique par la modification des termes du conflit de répartition. Les pouvoirs de marché des entreprises, pouvoirs de négociation des travailleurs, cibles de revenu visées par les capitalistes d'une part et les travailleurs d'autre part évoluent. On relève à la lecture du tableau 2 que l'inflation annuelle dépasse les 10% dès 1970, avant les événements mentionnés précédemment. Cette accélération de l'inflation s'effectue alors que le taux de chômage diminue (voir graphique 3), jusqu'à ce qu'une situation de plein-emploi s'observe en 1971 dans un contexte de pénurie de main d'œuvre dans de nombreux secteurs (particulièrement pour les emplois les plus qualifiés) et de tensions en découlant (voir par exemple *B.O.I. Annual Report*, 1971, p.3 et p.177). Le développement de l'administration publique n'est pas sans lien avec cette baisse du taux de chômage : le taux de croissance de l'emploi total est de 18,44% sur la période 1966-1971 alors que celui dans les services publics est de 26,23% (en 1971, cette catégorie représente 23,57% de l'emploi total)<sup>7</sup>.

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

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

---

<sup>7</sup> Ces statistiques sont reprises de Bruno (1989).

dynamique des prix, et sur le secteur de la finance. Ces deux secteurs présentent des taux de croissance du taux de marge largement supérieurs au taux moyen.

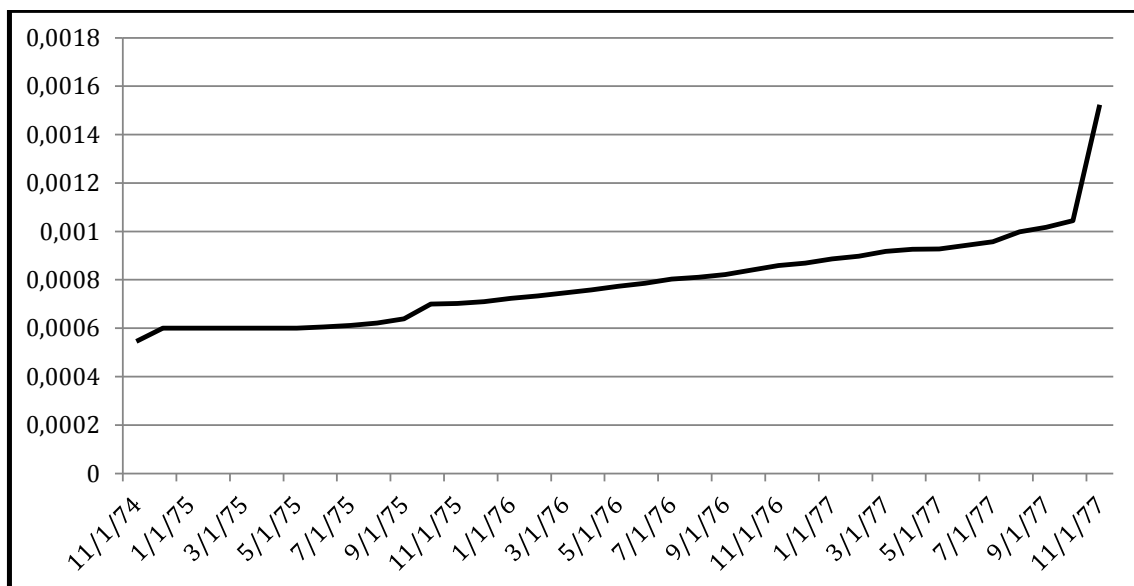
En d'autres termes, l'accélération de l'inflation va de pair avec une augmentation du pouvoir de marché des plus grandes firmes qui parviennent à élever le profit réel/employé malgré une augmentation de la croissance nominale des salaires. Les gains de répartition provoqués se sont effectués au profit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

L'année 1973 est une année charnière : l'inflation qui s'établit en 1973 à 26,4% s'élève à 56,2% en 1974 pendant que le déficit du compte courant est multiplié par 9 entre 1972 et 1975 (passant de 216 millions de dollars à 1975 millions de dollars ; ces statistiques sont reproduites en annexe). Cette progression est une conséquence de l'augmentation des cours du pétrole (Fisher, 1985, p.59, évalue l'impact de l'augmentation des prix du pétrole sur l'économie israélienne à 3% du PIB) et de l'augmentation des importations militaires. Les firmes répercutent la hausse des coûts de l'énergie sur les prix pendant que l'indexation des salaires entretient cette hausse. Si les conséquences de ce choc semblent s'amenuiser en 1975 (le taux d'inflation en rythme annuel décroît), les conséquences sur les comptes extérieurs sont importantes. L'aggravation du déficit courant nécessite une modification de la politique de change. Alors que le taux de change officiel de la livre sur le dollar n'avait pas varié depuis septembre 1971, une dévaluation de 30% est mise en place en novembre 1974<sup>8</sup>. Par la suite, un *crawling peg* est établi en juin 1975 : il s'agit de maintenir régulière la dépréciation nominale de la livre face au dollar afin de faciliter le maintien de la compétitivité externe de l'économie (cf. graphique 4). Mais ces mesures ont un effet inflationniste, via l'effet *pass-through*. Le coût des biens importés s'élève ce qui alimente l'inflation.

---

<sup>8</sup> Une politique économique restrictive est adoptée à partir de la dévaluation de 1974 jusqu'en 1977. Cette politique apporte des résultats en termes de désinflation, mais au prix d'un ralentissement économique et d'une hausse du chômage (voir graphiques 1 et 2). Le gouvernement obtient aussi en 1974 que l'ajustement des salaires par les mécanismes d'ajustement soit repoussé d'une année afin de limiter l'entretien de la spirale inflationniste.

Graphique 4 : Evolution du taux de change à l'incertain, janvier 1974-novembre 1977



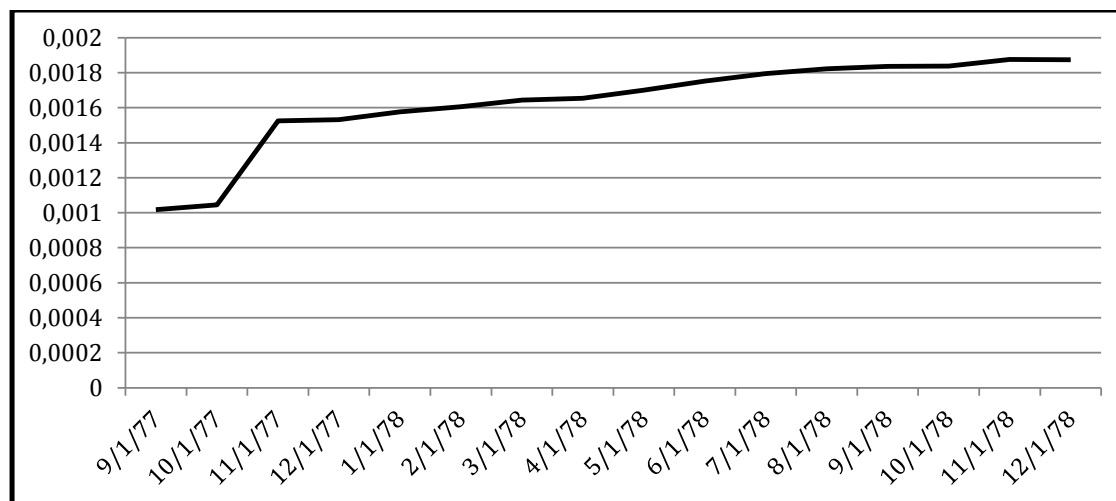
Source : Données mensuelles, Bank of Israel, série MAT01.MA, graphique des auteurs

Au-delà de la dégradation du compte courant, une autre conséquence, peut-être encore plus importante sur le long-terme, renvoie à la 4<sup>ème</sup> étape de notre séquence générique menant à l'hyperinflation. Celle-ci met en évidence le rôle joué par la prise en compte dans les comportements domestiques de l'évolution du taux de change. Or, les comportements des israéliens évoluent : « The principal [change observed in the year 1975] was a sharp decline in the second half of the year in total household saving through the institutions, along with an impressive increase in household investment in mutual funds, chiefly those placing a large percentage of their resources in assets pegged to foreign currency. These developments attest to the great importance the public attached this year to linking its savings to the foreign exchange rate (reflected in the steep price rise of securities linked to and/or traded in foreign currency), as well as the diminished attraction (especially in the second half of the year) of saving linked to the cost-of-living index. » (*Bank of Israel Annual Report*, 1975, pp. 393-4). Dorénavant, lorsqu'ils font à la fois face à une élévation du rythme inflationniste, à la dépréciation de la monnaie domestique et à la dégradation des comptes extérieurs, les Israéliens cherchent, sinon à substituer aux actifs libellés en monnaie domestique des actifs en devise, tout du moins à indexer les actifs financiers détenus sur l'évolution du change. Cela révèle à la fois l'anticipation de nouvelles dépréciations de la livre israélienne et l'affaiblissement de la fonction réserve de valeur de la monnaie domestique au profit des

devises. Cette interprétation est cohérente avec cet autre extrait du rapport annuel de la B.O.I. (1975, p. 346) : « The very aggravation of the balance of payments problem – the most striking manifestation of which until the November 1974 devaluation was the rapid dwindling of the economy's foreign exchange reserves and the piling up of the short-term foreign currency debts – made the public increasingly aware of the problem and intensified its expectation of a large real devaluation. The existence of such expectations is borne out by the fact that, despite the policy of creeping devaluation carried out since June 1975 and the 10 percent evaluation in September, the gap between the free-market and [...] the official rate widened steadily in the second half of the year and the prices of securities linked to the exchange rate rose precipitously. » L'importance croissante du change sur les comportements financiers prouve que la fonction réserve de valeur de la monnaie domestique est peu à peu grignotée par le dollar, comportement favorisé par la modification de la politique de change.

L'année 1977 est marquée par une innovation institutionnelle qui va accentuer cette dynamique, véritable « *turnaround* » selon Bruno (1989, p.18). Après la défaite historique des travaillistes lors des élections législatives de mai<sup>9</sup>, la politique monétaire évolue franchement : le *crawling peg* est abandonné au profit d'une politique de change moins prévisible que la précédente (les taux de dévaluation appliqués étaient réguliers, cf. graphique 4), qualifiée par Ilzetski *et al.* (2017) de « *freely falling / managed floating* ». L'évolution du change est dorénavant plus heurtée (cf. graphique 5), et on observe une dévaluation de l'ordre de 46% en octobre 1977.

Graphique 5 : Evolution du taux de change à l'incertain, septembre 1977-décembre 1978



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

<sup>9</sup> Depuis la création d'Israël, c'est la première fois que le parti travailliste ne dirige pas le gouvernement. C'est le Likud qui l'emporte lors des élections de 1977.

Surtout, les restrictions sur les changes sont abolies et des dépôts en monnaie domestique pouvaient être protégés contre l'évolution du change<sup>10</sup> au sein de comptes connus sous l'acronyme PATAM. La valeur nominale en livres israéliennes des dépôts était réévaluée suite aux évolutions du change. Les banques commerciales étaient tenues de détenir auprès de la banque centrale un montant de devises couvrant à 100% les dépôts effectués, de son côté la banque centrale s'engage à fournir les liquidités supplémentaires nécessaires en cas de dépréciation de la livre ; voir Patinkin (1993, p. 108). Cette innovation accéléra la substitution monétaire de la livre au profit du dollar américain : « In November 1977, the government, seeking to limit demand for US dollars in the wake of the October 28 liberalization, made available to the wider public an asset known as PATAM. The PATAM was a dollar-denominated demand deposit (or short-term time deposit) in an Israeli bank, with a 100% required reserve ratio in foreign currency. According to Bufman and Leiderman (1993), PATAM accounts “provided partial hedging against inflation, and against devaluations, as did government indexed bonds.” The expansion of access to PATAM caused a massive currency substitution: Between 1975 and 1980, M1/GDP fell from 13% to 5% and M1/M4 fell from 28% to 12% (Liviatan and Piterman 1986; M4 includes PATAM and tradable foreign currency-indexed bonds). PATAM's share in M2 increased from 40% in October 1977 to 71% in November 1979, while the share of foreign currency denominated deposits in total bank deposits increased from 70% to 84%. » (Schiffman *et al.*, 2017, pp. 110-1).

---

<sup>10</sup> L'importance de ces réformes apparaît aussi dans le rapport annuel de 1977 de la banque centrale (B.O.I., 1977, p.388) : « The reform of the exchange rate system at the end of October 1977 has many important implications concerning the targets and method of implementing both monetary policy and the government's capital market policy, as well as the structure and development of the money and capital markets.

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

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

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

### III Du deuxième choc pétrolier à 1985 : inexorablement vers l'hyperinflation ?

#### 1) La dollarisation de l'économie s'accroît

À la fin de l'année 1978, alors que débute la révolution iranienne qui déclenchera le second choc pétrolier, l'économie israélienne apparaît comme placée sur les rails de la séquence générique présentée dans la section 1.

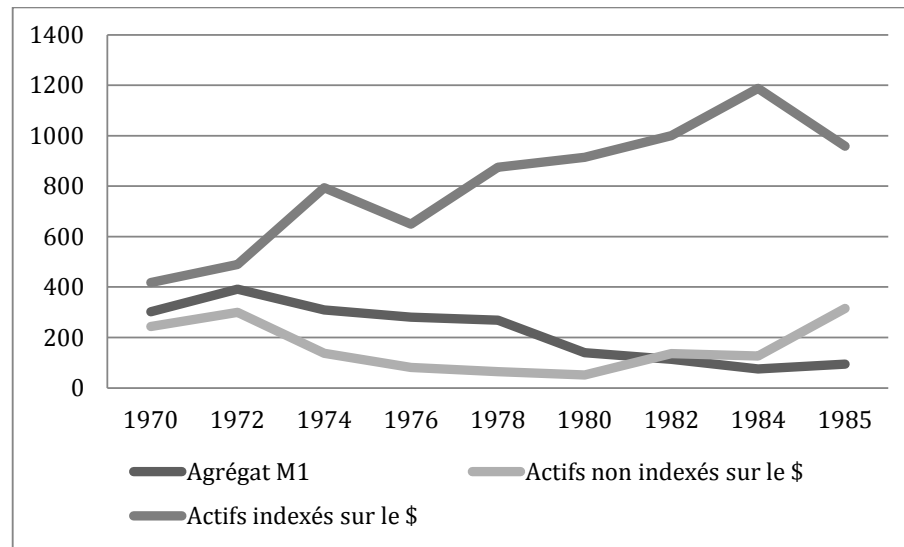
Le conflit de répartition est historiquement virulent et c'est toujours le cas à la fin des années 1970 et au début des années 1980 : le tendance à la concentration du capital allant de pair avec une augmentation du pouvoir de marché des firmes se poursuit (voir Nitzan et Bichler, 2000) et le pouvoir de négociation des travailleurs demeure élevé (les taux de chômage sont modestes, le pouvoir syndical de l'*Histadrut* demeure fort, le syndicat revendiquant 1,6 million de membres en 1983, soit 85% des salariés du pays ou un tiers de l'ensemble de la population).

L'indexation est elle aussi particulièrement développée dans l'économie israélienne. L'existence d'indexation des salaires sur les prix n'est pas un phénomène récent, puisqu'elle précède même la naissance de l'Etat hébreu (voir la note de bas de page n°4). Fisher (1985) nous apprend cependant que les modalités de l'indexation des salaires sur les prix évolue au début des années 1980 : les ajustements deviennent trimestriels à partir de 1980 et même mensuels en 1983. L'indexation des salaires sur l'indice de coût de la vie de référence<sup>11</sup> demeure néanmoins toujours partielle bien qu'elle augmente de 70 à 80% en 1979. De manière indirecte, concernant les pratiques d'indexation, le phénomène nouveau est la part grandissante de placements financiers liquides indexés sur le taux de change ou effectués directement en devises. Si l'indexation d'actifs financiers n'est pas récente (depuis le début des années 1960 les titres de dette du gouvernement étaient indexés sur l'indice des prix à la consommation), cette pratique qui se développe marque une étape de dollarisation rampante de l'économie (voir par exemple Cukierman et Melnick, 2015, p.5 ; Offenbacher et Stein, 2003 ou encore Fisher, 1985, qui indique que la conservation de dollars sous forme de billets par les Israéliens tend à se généraliser et que le dollar devient l'unité de compte de nombreuses transactions bien qu'afficher les prix en dollars soit interdit). La monnaie domestique dans sa fonction réserve de valeur est donc largement concurrencée par le dollar américain, ce que confirme le graphique 6 suivant :

---

<sup>11</sup> L'indice de coût de la vie augmente moins vite que l'indice des prix à la consommation (voir Fisher, 1985, p.69). Si on ajoute à cela que l'indexation bien qu'importante ne soit que partielle, on comprend que les salaires réels puissent évoluer malgré ces dispositifs institutionnels.

Graphique 6 : La dollarisation de l'économie israélienne, en millions de Shekels (prix constants base 1969)



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

La lecture de ce graphique montre que la détention d'actifs indexés sur le dollar (tels que les PATAM) progresse jusque 1984 pendant que la masse monétaire réelle estimée par l'indicateur M1 tend elle à diminuer.

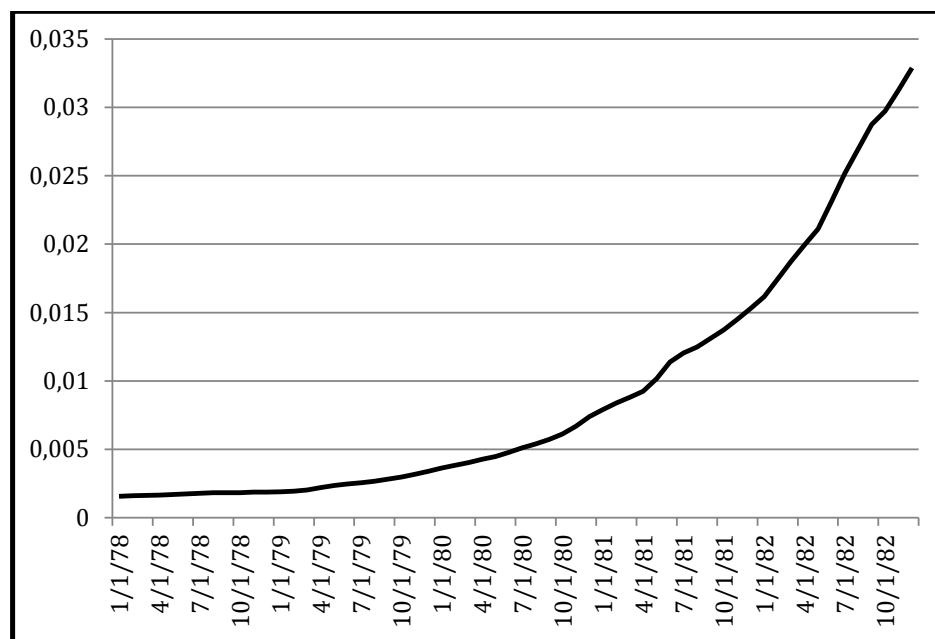
Dernière observation importante, l'effet *pass-through* (la transmission d'une variation du change sur les prix domestiques) est désormais très forte, Cukierman et Melnick (2015) estimant économétriquement sa valeur à 1,01 à partir de 1980. Si on ajoute, que bien qu'ayant été largement réduit, le déficit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

## 2) Politique économique inconstante et fragilités économiques

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

accommodante et la banque centrale permet la dépréciation de plus en plus rapide de la livre, comme l'indique le graphique 7 suivant :

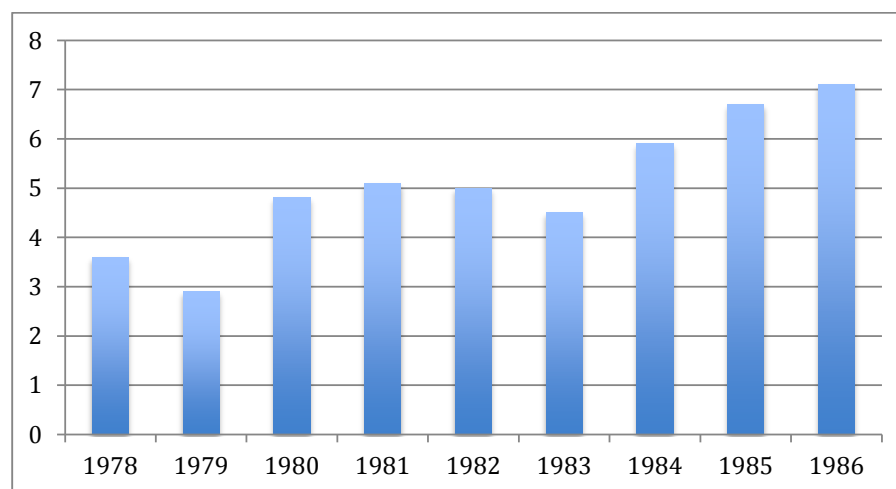
Graphique 7 : Evolution du taux de change à l'incertain, janvier 1978-décembre 1982



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

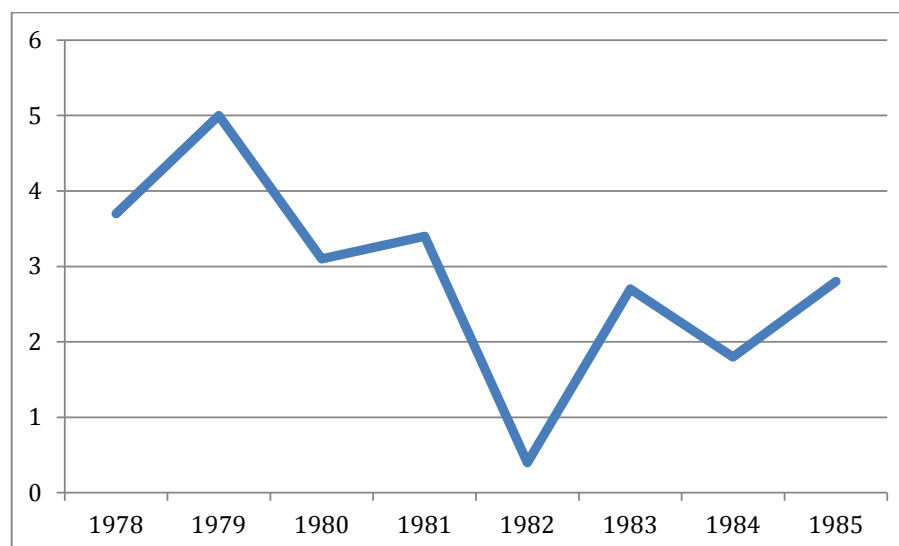
Simultanément, la politique budgétaire se veut restrictive (notamment via de nombreuses hausses d'impôts et taxes) et la banque centrale cherche à freiner l'expansion du crédit. Ces mesures provoquent une hausse du chômage (*cf.* graphique suivant) et un tassement de la croissance économique (*cf.* graphique 9).

Graphique 8 : Taux de chômage, 1978-1985



Source : Bank of Israel Annual Report (1980)

Graphique 9 : Taux de croissance du PIB, 1978-1985



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

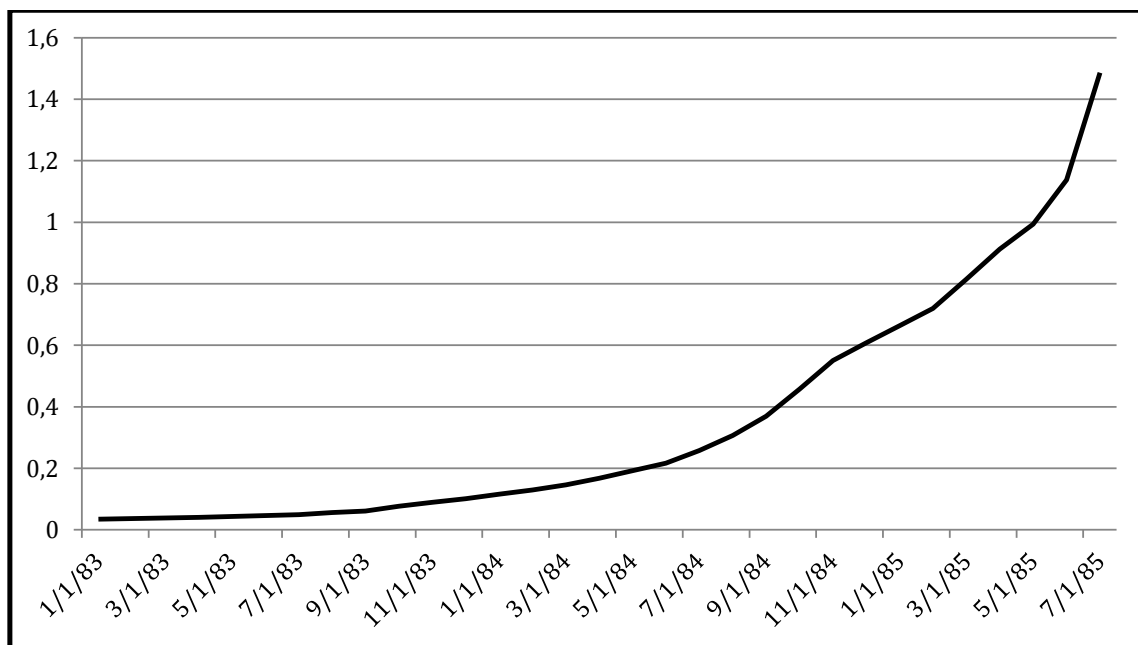
La politique économique menée en 1979 et 1980 est impopulaire et n'est pas défendue par l'ensemble du gouvernement de coalition menée par le Likud (voir Reuveny, 1997) ; la politique budgétaire restrictive fut mise en œuvre à peine une année (voir Fisher, 1985). Si en février 1980 le shekel remplace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

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

La fébrilité économique n'est pas supprimée pour autant les années suivantes. Ainsi, bien que le solde commercial s'améliore à la faveur d'un ralentissement de la croissance économique en 1984 et d'une politique de change qui vise à la dépréciation réelle du shekel, les craintes d'une crise de change ne sont pas évaporées. « By contrast, private capital imports fell steeply, and in spite of the improvement in the current account and the rise in public sector capital imports, foreign reserves declined by \$600 million [...] The contrast between the behavior of the import surplus and private capital movements reflects on the one hand the absence of the large capital inflows mediated by the banking system (mainly foreign residents' deposits) and the capital imports for bank-share support in 1983; and the other, the public's desire to increase the share of foreign currency in its portfolio, a tendency reinforced by the steady deterioration of the balance of payments in 1981-1983, by doubts regarding the government's willingness to deal with the problem by making budget cuts, and by the consequent concern about possible government measures to reduce the real value of financial assets. » (Bank of Israel Annual Report, 1985, pp. 86-89).

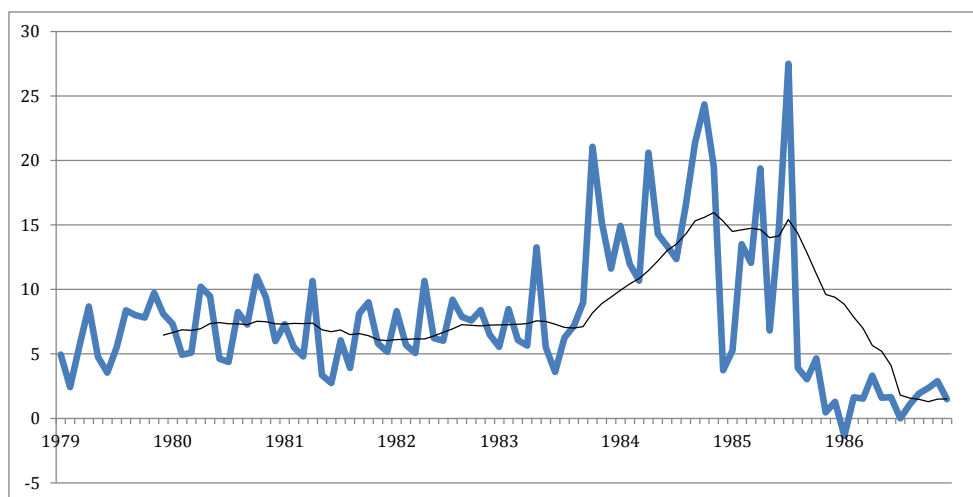
Face à ces difficultés, la dépréciation de la monnaie domestique s'accélère (voir graphique 10) tout comme le rythme inflationniste qui était resté relativement stable de 1979 à 1982.

Graphique 10 : Evolution du taux de change à l'incertain, janvier 1983-juillet 1985



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

Graphique 11 : Taux d'inflation mensuels, 1979-1986



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

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

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

Au cours de l'année 1984 les craintes que se produise un effondrement monétaire à la faveur d'un épisode hyperinflationniste sont vivaces. Lors des élections législatives de juillet 1984 la campagne électorale se focalise sur deux thèmes : les questions économiques ainsi que l'indispensable résolution de la crise au Liban. Le parti travailliste mené par S. Peres redevient le 1<sup>er</sup> parti du pays mais il ne peut gouverner seul ; un gouvernement d'union nationale est organisé impliquant les deux principales organisations politiques historiques, le parti travailliste et le Likud, (qui s'accordent même sur une rotation bisannuelle du 1<sup>er</sup> ministre ainsi que du ministre de l'économie) ainsi que 6 autres petites formations politiques ayant des élus à la Knesset. Si la politique économique ne marque pas de véritable rupture en 1984 bien que les taux d'intérêt directs deviennent positifs en terme réels (le cycle de dévaluations alimentant le renforcement de l'inflation se poursuivant)<sup>12</sup>, un consensus politique émerge en faveur de la mise en place d'un ambitieux plan de stabilisation, plan qui sera mis en place au milieu de l'année 1985.

#### IV Comment expliquer la réussite du plan de stabilisation ?

##### 1) Les grandes caractéristiques du plan de stabilisation

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

---

<sup>12</sup> En fait, le fait que l'inflation mensuelle dépasse les 20% en septembre et octobre 1984 a poussé le gouvernement nouvellement formé à mettre en place un premier plan de stabilisation : celui-ci a consisté à réduire l'ajustement automatique des salaires sur les prix, à geler les prix de nombreux biens et services et à imposer des contrôles de prix et enfin à geler le montant nominal des impôts et taxes. Ce plan fut impuissant à briser la spirale inflationniste du fait de la dépréciation du shekel et de l'augmentation des coûts qu'elle provoque. De plus, les accords tripartite (gouvernement, *Histadrout* et organisations patronales) n'étaient que partiellement appliqués (Cukierman, 1988) et n'étaient de toutes façons valables que de novembre 1984 à janvier 1985. La *Bank of Israel* reconnaît rétrospectivement dans son rapport annuel de 1985 que l'échec de ce plan est établi dès le début de 1985, provoqué par l'anticipation de nouvelles dévaluations : « [The economic deterioration], reflected in the running down of international reserves and a greater resort to short-term liabilities, was caused by speculative foreign currency purchases by the public from the Bank of Israel. The anticipation of a « corrective » economic plan, which would include a large devaluation and perhaps the impairment of financial assets, spurred the public to step up its purchases of foreign currency » (BOI, 1985, pp. 3-4).

éléments traditionnels d'un plan d'austérité (la politique budgétaire comme la politique monétaire deviennent plus restrictives), le plan comporte aussi des éléments moins « orthodoxes » nécessitant une intervention sur les marchés. Ainsi, des prix sont gelés et des contrôles de prix sont effectués, le change est stabilisé et les mécanismes d'indexation institutionnalisés sont démantelés.

Dans le cas israélien, la politique budgétaire est effectivement restrictive : en 1985 et 1986 les dépenses publiques vont diminuer de l'équivalent de 5 points du PNB et les recettes fiscales augmenter de 4 points. D'un déficit public primaire structurel depuis une vingtaine d'années et qui avait atteint 16,8% du PNB en 1984, le gouvernement israélien dégage un surplus primaire dès 1985 estimé à 0,2% du PNB, surplus renforcé en 1986 à 5,8% du PNB (BOI Annual Report, 1986, p. 68)<sup>13</sup>. Ces surplus permettent de réduire l'endettement public externe et limitent la progression de la demande globale, ce qui est compatible avec une amélioration de la balance commerciale. Le caractère restrictif de la politique budgétaire peut aussi s'appréhender en remarquant que l'ensemble des dépenses publiques dans le PNB est très franchement réduit entre 1984 et 1986, comme l'indique le tableau suivant :

Table 2: Public expenditure as a percentage of GNP

|                          | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Total public expenditure | 76.0 | 74.6 | 72.5 | 66.0 | 72.2 | 70.0 | 64.7 |

Source: Bank of Israel Annual Report, various issues

La politique monétaire est elle aussi restrictive. Les taux d'intérêts directeurs demeurent élevés et positifs en termes réels. Ainsi, si le taux de la facilité de prêt marginal (*discount window loan*) était en termes réels positif de l'ordre de 3% au 1<sup>er</sup> semestre 1984, le taux nominal s'élève à plus de 22% sur le second semestre, provoquant un taux réel estimé avec l'indice de l'inflation par les prix à la consommation de plus de 8%. Ce taux réel sera même d'environ 10% au moment de l'adoption du plan de stabilisation et sera maintenu à des taux élevés par la suite (voir annexe statistiques des rapports annuels de la BOI 1985 et 1986).

<sup>13</sup> Le plan est particulièrement ambitieux dans cette optique : les dépenses de consommation et d'investissement du gouvernement sont réduites de 25%, et si les réductions ne sont pas uniformes selon les ministères elles touchent tous les domaines, y compris la défense, l'éducation ou la santé), les subventions à la production sont diminuées de 40%, les transferts de 10% (les allocations familiales sont réduites et ne sont plus versées pour le 1<sup>er</sup> enfant dans les familles jusqu'à 3 enfants) et les impôts et taxes sont augmentées en moyenne de 20%. Le plan introduit aussi des impôts exceptionnels sur les revenus du capital ou la propriété immobilière. Pour une présentation exhaustive, on peut proposer au lecteur de se reporter aux rapports annuels de la BOI des années 1985 et 1986 ; ces rapports comportent un chapitre consacré à la politique budgétaire et fiscal.

Conjointement à ces mesures traditionnelles, d'autres sont moins habituelles. Le gouvernement d'union nationale va s'appuyer sur la formidable représentativité des travailleurs israéliens au sein de *l'histadrout* pour négocier la suppression de l'indexation automatique des salaires et pour s'assurer d'un gel des salaires nominaux à partir de juillet 1985 d'un trimestre. Dans le même temps, après un ajustement possible limité à 18% (qui correspond au taux de dévaluation du shekel avant le lancement du programme), les prix de nombreux biens sont eux aussi gelés pour une période de 3 mois. Le respect du gel des prix est contrôlé par une commission indépendante, et le gouvernement s'assure ici de l'accord des représentants patronaux. L'accord repose donc sur une participation large et tripartite : gouvernement, *histadrout* et représentants des entreprises et semble bénéficier d'un large soutien de la population. Cet accord est décrit de la manière suivante par Reuveny (1997, p. 100) : « After extensive consultation, the Histadrut and the business associations agreed to a package wage/price control suggested by the government. In the agreement, the Histadrut agreed to freeze wages for three months, prevent strikes, and accept a short term rise in unemployment which was expected to follow a sharp disinflation. Government and business undertook to minimize job losses and assist unemployed in finding jobs; while government undertook to compensate the poor. »

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

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

2) L'élément clé de la réussite à court terme : une amélioration de la balance des paiements

En suivant notre séquence causale, nous remarquons que pour que l'hyperinflation ne produise pas, il est nécessaire que n'intervienne par de *run* sur les réserves qui soit la conséquence d'un rejet complet du shekel. Certains auteurs insistent donc sur la « crédibilité »

du plan qui est un pré-requis indispensable à sa réussite et qui est ici provoquée par la large adhésion aux mesures adoptées.

De notre point de vue, pour que ce *run* ne se produise pas, il est indispensable que les anticipations d'un décrochage du change ne soient pas alimentées empêchant qu'un mécanisme auto-réalisateur ne se déclenche. Deux éléments clés, généralement minimisés, ont joué un rôle décisif. D'abord, le retrait de l'armée israélienne du sud Liban engagé en février 1985 alimente l'optimisme concernant une relative normalisation des relations d'Israël avec ses voisins. Cette normalisation envisagée rend alors crédible les mesures d'économie budgétaire concernant les dépenses militaires et par ricochet une moindre dépendance aux importations d'armes. Ensuite et surtout, le programme de stabilisation est largement soutenu par les Etats-Unis. Ce soutien se matérialise par l'octroi d'une aide financière exceptionnelle d'un montant de 1,5 milliards de dollars de la part du gouvernement américain et l'abandon de créances américaines sur le gouvernement israélien. Le versement en deux tranches de l'aide exceptionnelle est enregistré dans le compte courant au sein des statistiques de balance des paiements (cf. annexe) ; ces aides n'augmentent pas l'endettement externe, au contraire, elles encouragent une augmentation de l'ensemble des entrées de fonds enregistrées dans les revenus secondaires et par l'obtention d'un solde positif du compte courant en 1986 (cf. statistiques de balance des paiements) et permettent une amélioration de la position extérieure nette du pays qui éloigne le risque d'une crise de balance des paiements. Ces éléments sont précisés au sein du rapport annuel de la BOI (1985, p. 89) : « Israel's balance of payment improved in 1985 : the import surplus and the current-account deficit continued to decline, the foreign debt was reduced, and there was no need to rely on short-term net borrowing to finance the deficit. The balance on current account (the difference between unilateral transfers from abroad and the import surplus) improved by \$2.5 billion, following \$0.7 in 1984, and for the first time in 30 years, Israel had a surplus on current account – of \$1.1 billion.

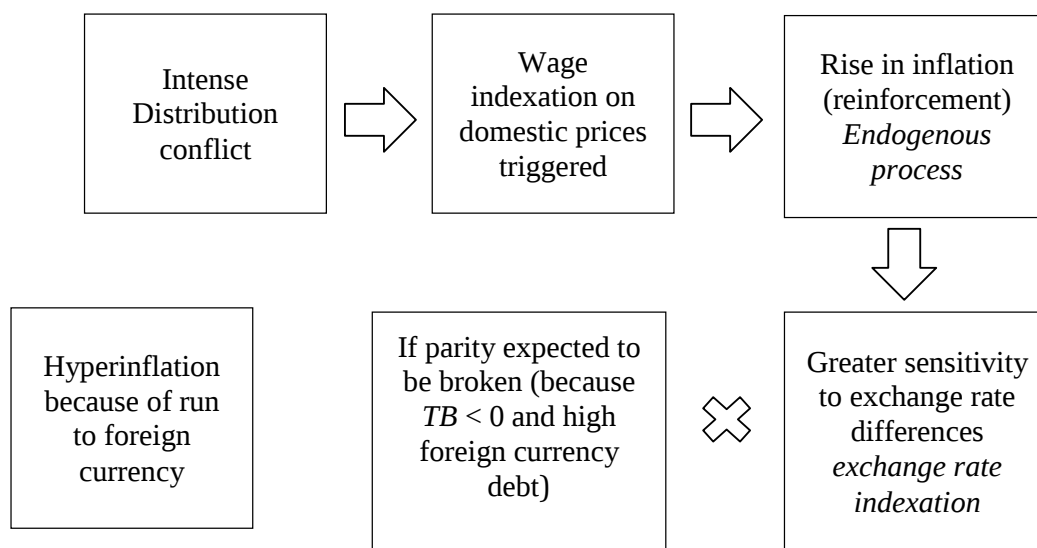
This improvement was due to two main factors: (a) an increase of \$1.6 billion, in U.S. grants, representing in part completion of the shift from loans into grants and in part the special emergency aid of \$750 million (the forth installment of a total grant of \$1.5 billion). As well as improving the balance of payments directly, the increase in U.S. grants-in-aid also increased confidence in the government, thereby reducing demand for imports and foreign assets. (b) A restrictive macro-economic policy which reduced domestic demand relative to GNP and made it possible to reduce the import surplus, while GDP increased by 2.8 percent. This was reflected in the decline of the civilian import surplus (excluding capital services)

from \$1.5 billion to \$0.3 billion (in 1984, the decline was \$1.1 billion). At the same time, the relative price of imports and exports rose by, respectively, 7 and 5 percent.

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

» Après un pic inflationniste estimé à 27,5% en juillet 1985, l'inflation est très fortement ralentie (3,9% au mois d'août ; voir aussi graphique 11).

Alors, les deux dernières étapes de notre séquence causale ne peuvent pas se réaliser et l'hyperinflation est évitée :



N.B.:  $TB$  is the acronym for Trade Balance

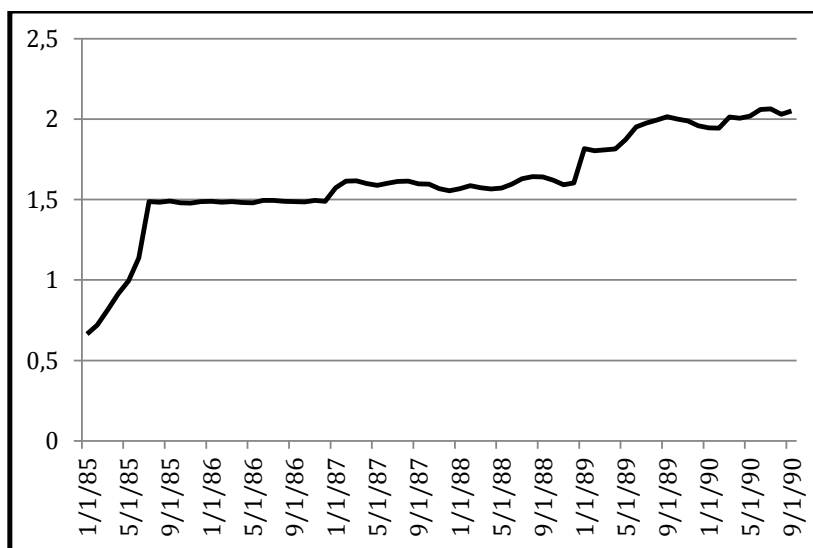
A long terme, il s'agit maintenant de revenir sur les étapes précédentes : atténuation de la virulence du conflit de répartition permettant un démantèlement progressif et durable des mécanismes de l'indexation.

- 3) La réussite à plus long terme : atténuation de la virulence du conflit de répartition dans un contexte d'indexation des prix sur le change qui reste importante

La réduction de l'inflation se réalise simultanément à une augmentation du taux de chômage (graphique 8). Une hausse du chômage est perçue par les auteurs post-keynésiens comme la cause d'une baisse du pouvoir de négociation des travailleurs.

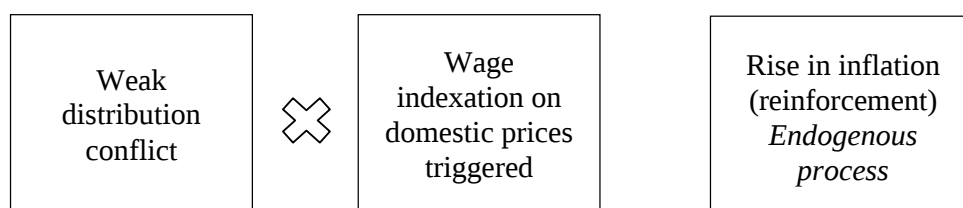
Simultanément, la stabilisation du taux de change à partir d'août 1985 (graphique 12) entraîne une appréciation réelle du shekel. Cette appréciation réelle est elle la cause d'une diminution du pouvoir de marché des entreprises domestiques exposées à la concurrence internationale (les entreprises domestiques subissent ainsi une diminution de leur compétitivité-prix); la stabilisation du change réduit les possibilités pour les firmes domestiques d'élever leurs prix sans perdre des parts de marché.

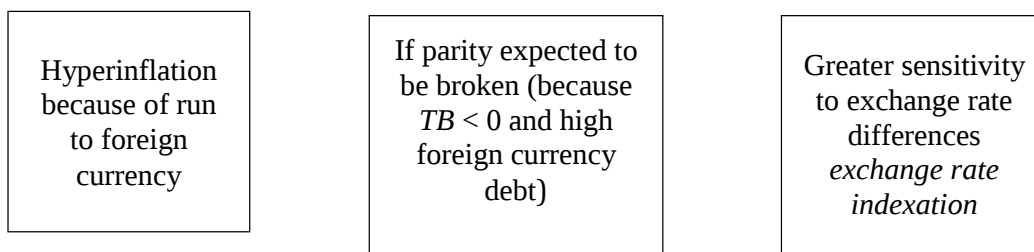
Graphique 12 : Taux de change du dollar en shekels de 1985 à 1990



Ces deux éléments signalent que les termes du conflit de répartition sont modifiés avec le plan de stabilisation de manière à ce que l'inflation provoquée par le conflit de répartition soit réduite. Selon Cukierman et Melnick (2015), l'effet des variations du change ultérieures reste très important sur la dynamique domestique des prix. Leurs estimations économétriques révèlent que l'effet *pass-through* n'est pas significativement différent de 1 avant la fin des années 1990. Ce résultat confirme que la stabilisation du change est bien un élément clé de la réussite d'un plan de stabilisation monétaire qui cherche à éviter la survenue d'une hyperinflation.

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





N.B.: *TB* is the acronym for Trade Balance

## Conclusion

Cet article a permis de caractériser la trajectoire économique israélienne générant un renforcement de l'inflation sur plusieurs décennies et s'accompagnant d'un affaiblissement de la monnaie domestique particulièrement saillant au milieu des années 1980. Ces deux phénomènes étaient conjointement susceptibles de conduire à une hyperinflation, définie comme le rejet complet de la monnaie domestique au profit d'une devise dans un contexte de forte augmentation des prix.

L'instabilité monétaire des années 1980 plonge ses racines dans les caractéristiques historiques et institutionnelles propres à l'économie israélienne : le pouvoir de négociation des travailleurs est historiquement élevé (en raison faible taux de chômage et d'un pouvoir syndical important), le développement économique fut rapide, l'économie est structurellement dépendante des importations et vulnérable aux chocs externes. De plus, nous avons souligné l'importance de mécanismes d'indexation des salaires sur les prix (et ce avant même la création de l'État israélien lui-même) mais aussi des actifs financiers (y compris liquides) sur la variation du change de la monnaie domestique (phénomène particulièrement remarquable vis-à-vis du dollar à partir de l'année 1977). Ces caractéristiques ont été articulées avec la séquence typique d'un processus menant à l'hyperinflation développée par les auteurs post-keynésiens. Dans une tradition inaugurée par Robinson, ils mettent en évidence l'importance cumulée du conflit de répartition, des mécanismes d'indexation et de la contrainte extérieure, celle-ci pouvant alimenter des anticipations de dépréciation de la monnaie domestique.

L'article indique que si Israël a connu une trajectoire inflationniste cadrant avec la séquence générique proposée menant à l'hyperinflation, Israël a pu bénéficier d'une amélioration de sa balance courante au milieu des années 1980 au moment du lancement d'un ambitieux plan de stabilisation monétaire. Par l'amélioration du solde courant, en grande

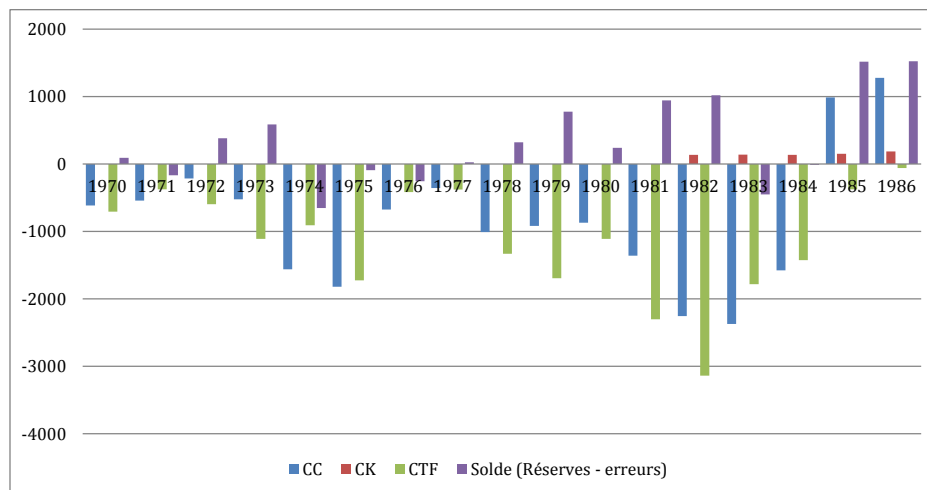
partie provoquée par l'intervention du gouvernement des Etats-Unis, on a pu éviter que ne se déclenche une fuite massive vers le dollar au détriment du shekel, évitant ainsi l'hyperinflation. A plus long terme, la politique de stabilisation du change s'est accompagnée d'une appréciation réelle de la monnaie domestique limitant la virulence du conflit de répartition, affaiblissant ainsi le moteur de l'inflation, et éloignant durablement la possible survenue d'un épisode hyperinflationniste. Peu à peu, ce régime plus faiblement inflationniste a permis le démantèlement des mécanismes d'indexation. L'analyse indique qu'un pays au bord de l'hyperinflation doit parvenir à améliorer sa position extérieure pour éviter la fuite devant la monnaie au profit d'une devise. Ce défi est bien souvent insurmontable pour une économie qui ne bénéficie pas d'une assistance internationale suffisante et dans le cadre d'un système monétaire international marqué par l'instabilité des changes et la liberté des mouvements de capitaux au niveau global.

## Bibliographie

- Arestis, P., & Milberg, W. (1994). Degree of monopoly, pricing and flexible exchange rates. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 16, 167–188.
- Aujac, H. (1950). L'Influence du Comportement des Groupes Sociaux sur le Développement d'une Inflation. *Économie Appliquée*, 2, 279–300.
- Blass, A., & Grossman, R. (1998). Who needs Glass-Steagall? Evidence from Israel's bank shares crisis and the great depression. *Contemporary Economic Policy*, 16, 185-196.
- Bruno, M. (1986). Generating a sharp disinflation: Israel 1985. NBER Working Paper, 1822.
- Bruno, M. (1989). Israel's Crisis and Economic Reform: A Historical Perspective. NBER Working Paper, 3075.
- Cagan, P. (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. In M. Friedman (Ed.), *Studies in the quantity theory of money* (pp. 25–117). Chicago, IL: Chicago University Press.
- Câmara, A., & Vernengo, M. (2001). The German balance of payment school and the Latin American neo-structuralists. In L. P. Rochon & M. Vernengo (Eds.), *Credit, interest rates and the open economy* (pp. 143–159). Edward Elgar: Cheltenham.
- Carvalho, F. J. (1991). A post Keynesian approach to inflation, high inflation and hyperinflation. In P. Davidson, & J. A. Kregel (Eds.), *Economic Problems of the 1990s* (pp. 69–84). Cheltenham: Edward Elgar.
- Cassetti, M. (2003). Bargaining power, effective demand and technical progress: A Kaleckian model of growth. *Cambridge Journal of Economics*, 27, 449–464.
- Charles, S., & J. Marie (2017). Bulgaria's hyperinflation in 1997: transition, banking fragility and foreign exchange, *Post-Communist Economies*, 29, 313-335
- Cukierman, A. (1988). The End of the High Israeli Inflation: An Experiment in Heterodox Stabilization. In M. Bruno, & G. Di Tella, & R. Dornbusch, & S. Fischer (eds), *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico* (pp.48-94), Cambridge (MA): MIT Press.
- Cukierman, A., & R. Melnick (2015). The Conquest of Israeli Inflation and Current Policy Dilemmas, CEPR Discussion Paper, 10955.
- Fischer, S. (1985). Inflation and Indexation: Israel. In J. Williamson (ed.), *Inflation and Indexation* (pp.57-85). Cambridge (MA): Institute for International Economics/MIT

- Press.
- Frenkel, R. (1979). Decisiones de Precio en Alta Inflación. *Desarrollo Económico*, 19, 291–330.
- Galbraith, J. K. (1957). Market structure and stabilization policy. *Review of Economics and Statistics*, 31, 124–133.
- Gross, N.T. (1990). Israeli Economic Policies, 1948-1951: Problems of Evaluation. *The Journal of Economic History*, 50, 67-83.
- Halevi, N., & R. Klinov-Malul (1968). *The Economic Development of Israel*. New York: Praeger.
- He, L. (2018). *Hyperinflation: A World History*. New York: Routledge.
- Ilzetzki, E., & C.M. Reinhart, & K.S. Rogoff (2017). The Country Chronologies to Exchange Rate Arrangements Into the 21ST Century: Will the Anchor Currency Hold?, NBER Working Paper, 23135.
- Kaldor, N. (1982). *The scourge of monetarism*. Oxford: Oxford University Press.
- Kalecki, M. (1954). *Theory of economic dynamics*. London: Allen and Unwin.
- Kalecki, M. (1962). A model of hyperinflation. *The Manchester School*, 30, 275–281.
- Klein, M.W. (2005). Studying texts: A Gemara of the Israeli Economy. NBER Working Paper, 11352.
- Marie, J. (2014). Hyperinflation Argentine de 1989: une Interprétation Post-Keynésienne. *Revue de la Régulation*, 15.
- Nitzan, J., & S. Bichler (2000). Inflation and Accumulation: The Case of Israel, *Science & Society*, 64, 274-309.
- Offenbacher, A., & R. Stein (2003). Dollarisation and Indexation in Israel's Inflation and Disinflation: 'There's more than one way to skin a cat', *Comparative Economic Studies*, 45, 278-305.
- Patinkin, D. (1993). Israel's Stabilization Program of 1985, Or Simple Truths of Monetary Theory. *Journal of Economic Perspectives*, 7, 103-128.
- Prager, J. (1996). Banking Privatization in Israel, 1983-1994: A Case Study in Political Economy, *BNL Quarterly Review*, 197, 209-240.
- Robinson, J. (1951). The economics of hyperinflation. In J. Robinson (Ed.), *Collected economic papers* (Vol. 1, pp. 69–77). Oxford: Basil Blackwell
- Rowthorn, R. (1977). Conflict, inflation and money. *Cambridge Journal of Economics*, 1, 215–229.
- Setterfield, M. (2007). The rise, decline and rise of incomes policies in the US during the post-war era: An institutional-analytical explanation of inflation and the functional distribution of income. *Journal of Institutional Economics*, 3, 127–146.
- Susjan, A., & Lah, M. (1997). Inflation in the transition economies: The post-Keynesian view. *Review of Political Economy*, 9, 381–393.
- Schiffer, Z.F. (1986). Adjusting to High Inflation: The Israeli Experience. *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*, May.
- Schiffman, D., & W. Young, & Y. Zelekha (2017). *The Role of Economic Advisers in Usrael's Economic Policy. Crises, Reform and Stabilization*. New York: Springer.
- Reuveny, R. (1997). Democracy, credibility, and sound economics: The Israeli hyperinflation. *Policy Sciences*, 30, pp. 91-111.
- Taylor, L. (2004). *Reconstructing macroeconomics: Structuralists proposals and critiques of the mainstream*. Cambridge (MA): Harvard University Press.
- Vernengo, M. (2006). Money and Inflation. In P. Arestis and M. Sawyer (eds.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics* (pp.471-489). Cheltenham (UK): Edward Elgar.
- Weintraub, S. (1978). *Capitalism's inflation and unemployment crises*. Reading (MA): Addison Wesley.

**Annexe : Synthèse des statistiques de la balance des paiements d'Israël (en millions de dollars), 1970-1986**



Source : Données disponible en ligne sur le site du FMI. *IMF Data Warehouse*, extraction des données le 13 septembre 2017

Lecture : CC renvoie au solde du compte courant, CK à celui du compte de capital et CTF au solde du compte des transactions financières. Pour le compte courant, un solde positif signifie que le solde courant est excédentaire. Pour le compte des transactions financières, un solde négatif indique que la période se caractérise par une situation d'emprunteur net (*net lending*), un solde positif par une situation de prêteur net (*net borrowing*). Ainsi, par définition, tout solde du compte courant est égal au solde du compte des transactions financières auquel on ajoute la variation des réserves de change et les erreurs et omissions. Un « solde » positif indique donc que les moyens de paiements internationaux à disposition de l'économie domestique ont augmenté.