

Une attaque dramatique contre l'inflation¹

Le 15 mars 1990, le nouveau président récemment élu, Fernando Collor de Mello, entra en fonction ; le lendemain, il annonça un programme ambitieux de stabilisation qui comprenait une profonde réforme monétaire. Ce fut une attaque radicale contre l'inflation à travers l'annulation d'une partie substantielle de la dette publique et un moratoire monétaire de 18 mois sur près de 70 % des actifs financiers intérieurs. Le nouveau président fit ce qu'il pouvait pour contrôler l'inflation. Il n'adopta pas l'attitude populiste du gouvernement Sarney. Cependant, après 90 jours, il était clair que le programme avait échoué : l'inflation était de retour – comme pour les plans précédents – et la récession commençait – contrairement aux plans précédents. Comme nous l'avons vu au chapitre 7, l'économie brésilienne était alors confrontée pour la première fois à l'hyperinflation : le taux d'inflation en février 1990 était supérieur à 80 %. Il était clair pour les agents économiques que le nouveau gouvernement allait devoir adopter des mesures exceptionnelles d'urgence. Après l'échec du plan Verão, la capacité du gouvernement Sarney d'élaborer une politique était épuisée. L'État était paralysé. Tout le monde s'accordait à considérer que l'ancien gouvernement ne pouvait plus rien faire. Tous les espoirs se tournaient vers le nouveau gouvernement.

L'alternative

En 1989, le débat économique était intense. Finalement, un consensus s'est formé sur la gravité de la crise, son caractère fiscal et le besoin d'un ajustement fiscal profond². Comme le taux de change durant et après le plan Verão était

1. Ce chapitre a été écrit en collaboration avec Yoshiaki Nakano.

2. Ce consensus était très large, à l'exception de quelques économistes populistes. Ces derniers insistaient soit sur le fait qu'un déficit budgétaire était acceptable quand il n'y avait pas de plein emploi (en fait, le Brésil était proche du plein emploi en 1989), soit sur le fait que la réduction du stock de la dette publique était plus efficace pour stabiliser l'économie que la réduction du déficit budgétaire qui était essentiellement un déficit financier ou structurel.

surévalué d'environ 40 %, il y avait un consensus sur la nécessité de dévaluer le cruzado. Toutefois aucun accord n'existait sur une nouvelle attaque frontale contre l'inflation et sur un nouveau moratoire sur la dette intérieure.

Le débat sur la politique de stabilisation partageait les économistes en trois groupes : 1° les monétaristes orthodoxes croyaient qu'une politique de revenu ou un mécanisme pour neutraliser l'inflation inertielle n'étaient pas nécessaires ; 2° les monétaristes non orthodoxes reconnaissaient les coûts sociaux et économiques élevés des politiques orthodoxes en situation d'inflation chronique et, ainsi, incorporaient quelques idées néostructuralistes à propos de l'inflation inertielle (Blejer, Liviatan, 1987 ; Kiguel, Liviatan, 1988) ; et 3° les néostructuralistes (et postkeynésiens) croyaient qu'en plus d'une politique monétaire et fiscale, une réforme économique profonde devait être associée à un programme de stabilisation dont l'élément central devait être un nouveau gel des prix ou toute autre forme pour neutraliser l'inertie. La vision monétariste orthodoxe n'était pas prise au sérieux au Brésil. Même s'ils ne le disaient pas ouvertement, la majorité des économistes monétaristes savaient que, lorsque l'inflation possède un degré élevé d'inertie, les coûts économiques et sociaux sont très élevés si le choc fiscal et monétaire n'est pas associé à une certaine forme de politique de neutralisation de l'inertie.

L'idée d'une désindexation graduelle de l'économie avec un objectif d'inflation décroissante trouvait plus de partisans. Néanmoins, l'expérience montre que, lorsque l'inflation est chronique et atteint des niveaux élevés, les programmes graduels sont inefficaces et seule une thérapie de choc peut fonctionner (Yeagar *et al.*, 1981). Toutefois, l'impopularité des gels parmi les élites brésiliennes, en raison des échecs précédents, renforça le rejet d'un nouveau gel. Théoriquement, l'inflation inertielle peut être combattue de manière graduelle. Ce qu'oubliaient ces économistes c'est que le gradualisme n'est possible que lorsque l'inflation inertielle est à ses débuts. En revanche, quand l'inflation inertielle est à plus d'un chiffre par mois, le gradualisme est très difficile et implique d'énormes coûts sociaux. En situation proche de l'hyperinflation, il est impossible.

L'infaisabilité du gradualisme en situation de très forte inflation peut s'expliquer par un comportement de passager clandestin. Supposons deux situations : la première où l'inflation est de 4 % par mois et la seconde où elle est de 80 % par mois. Dans les deux cas, la décision est de réduire l'inflation graduellement sur quatre mois, en la divisant par deux chaque mois et en définissant une ligne de conduite pour les agents économiques par la préfixation décroissante des dévaluations nominales du taux de change. La prime perçue par le passager clandestin qui ne suit pas la directive est dans le premier cas de 2 % et dans le second de 40 %. Dans les deux cas, le risque est le même. Si au lieu de définir des orientations le gouvernement décide d'imposer une trajectoire graduelle de réduction de l'inflation, les mêmes difficultés surgiront. En fait, ces difficultés seront plus graves car il est

plus facile de contrôler un gel total qu'un gel partiel. Dans le premier cas, la règle est très simple : les prix doivent rester les mêmes. Dans le second, la règle est également claire, mais son contrôle par le gouvernement et les agents économiques est plus difficile : les prix doivent augmenter selon un rythme prédéterminé et décroissant.

Le débat sur un moratoire sur la dette intérieure tournait autour de deux aspects : l'amplitude de la dette et son échéance. Ceux qui proposaient un moratoire disaient que la dette était la cause fondamentale du déficit budgétaire en raison du montant des intérêts à payer et qu'il y avait une forte probabilité pour que les agents économiques – victimes de l'illusion monétaire – dépensent leurs actifs financiers (investis dans des titres du Trésor et des comptes d'épargne) dès qu'ils cesseront de recevoir les énormes augmentations nominales de leurs actifs financiers indexés chaque mois. Dans ce cas, le taux d'intérêt nominal réduit entraînerait les agents économiques à consommer ou à investir au-delà de leur capacité en patrimoine, provoquant ainsi une augmentation importante de la demande agrégée immédiatement après le gel des prix. Le plan Cruzado était présenté comme une démonstration empirique de cette hypothèse.

Le premier argument sur la dimension de la dette publique était fragile. La dette intérieure, bien que croissante, n'était pas très élevée. Le total des titres du Trésor représentait 6 % du PIB en 1979 et près de 13 % en 1989. Pour atteindre le montant de 50 % du PIB pour la dette publique totale, il faut ajouter la dette intérieure des entreprises étatiques, des États fédérés et des municipalités (près de 12 % du PIB) et la dette publique extérieure totale (25 %).

En revanche le poids des intérêts sur la dette intérieure était élevé. Avant 1989, les intérêts sur la dette intérieure représentaient en moyenne environ 3 % du PIB³. Mais en 1989, après le plan Verão et la perte de contrôle de l'économie par le gouvernement, les taux d'intérêt réels payés par le gouvernement ont explosé et l'économie s'est dirigée vers l'hyperinflation. Les intérêts payés sur la dette intérieure passèrent à 9,5 % du PIB (tabl. 24)⁴.

3. Entre 1981 et 1984 et en 1988 et 1989, le taux d'intérêt réel sur les titres du Trésor était élevé au moment des politiques monétaristes. Pour des raisons populistes, ce taux était faible ou négatif en 1985 et 1986. Fin 1986, la création d'un nouveau système de titres du Trésor dont le taux d'intérêt était défini quotidiennement (lettres de change de la Banque centrale et lettres financières du Trésor qui remplaçaient les obligations du Trésor national) permit de limiter la spéculation et de réduire le taux d'intérêt sur le marché de l'*overnight*. En 1987, le gouvernement réussit à payer un taux d'intérêt faible alors qu'il maintenait un taux d'intérêt positif sur le marché financier. Ainsi l'offre de monnaie était devenue encore plus endogène.

4. Les données du tableau 24 surestiment les intérêts de la dette intérieure et le déficit public. Ces données ont été calculées par la Banque centrale en utilisant comme déflateur l'indice des prix à la consommation (IPC) de l'IBGE du mois t . Comme l'accélération de l'inflation a été très forte en 1989, cette méthodologie est inacceptable. En effet, l'IPC mesure l'inflation avec un délai d'environ un mois, il faut donc utiliser un autre déflateur $(1 + I_t)$. Selon cette méthodologie, plus adéquate, les intérêts de la dette intérieure seraient probablement tombés à 4,3 % du PIB en 1989 et, pour les autres années, ils auraient probablement été négatifs. Le déficit public en 1989 serait alors tombé à 7,2 % du PIB.

24. PAIEMENT DES INTÉRÊTS PAR LE SECTEUR PUBLIC
(EN POURCENTAGE DU PIB)
1983-1989

ANNÉE	INTÉRÊTS DE LA DETTE EXTÉRIEURE: ^a	INTÉRÊTS DE LA DETTE INTÉRIEURE: ^b	TOTAL DES INTÉRÊTS	DÉFICIT PUBLIC
1983	3,70	3,01	6,71	4,4
1984	3,89	3,30	7,19	3,0
1985	4,47	3,44	7,91	4,3
1986	2,89	2,23	5,12	3,6
1987 ^c	2,62	2,17	4,79	5,5
1988	2,85	2,88	5,73	4,3
1989 ^c	2,80	9,50	12,30	12,4

a. Les intérêts de la dette extérieure sont estimés.

b. Les intérêts de la dette intérieure sont un résidu.

c. La différence entre le déficit public (les besoins de financement du secteur public en termes opérationnels) et le poids des intérêts du secteur public est le déficit primaire ou le déficit hors intérêts. Le Brésil ne présentait un déficit primaire qu'en 1987 et 1989.

Source : Banco Central do Brasil (mars 1990).

Le véritable problème en ce qui concerne la dette de l'État étaient les très courtes échéances des titres du Trésor qui se finançaient presque intégralement sur le marché de l'*overnight*, montrant ainsi que l'État avait perdu et son crédit et sa crédibilité. Ce phénomène était présenté comme un argument en faveur d'un moratoire intérieur. Dès lors que les actifs financiers liquides n'augmenteraient plus en termes nominaux, les agents économiques pourraient transformer ces actifs en consommation ou les investir dans des actifs réels. Mais cela était plutôt une possibilité qu'une nécessité. Après le gel des prix en 1987, il n'y avait pas eu de fuite des actifs monétaires vers les actifs réels. Les coûts et les risques d'une telle fuite sont normalement très élevés. Si, comme en 1989, cette fuite a lieu par crainte de l'hyperinflation et d'un moratoire intérieur, les coûts et les risques d'acheter des actifs réels surévalués (dollars, or, immobilier) sont très élevés. En fait, dans ces circonstances, le degré de liberté des agents économiques par rapport à leur portefeuille est plutôt faible.

La logique de la réforme monétaire

Le plan de stabilisation, appelé plan Collor, adopté par le nouveau gouvernement au deuxième jour de son mandat (16 mars 1990) comportait quatre séries de mesures à court terme : 1° une réforme monétaire comprenant le gel de 70% des actifs financiers du secteur privé, 2° un ajustement fiscal comprenant les mesures d'annulation définitive d'une partie de la dette, 3° un nouveau gel des prix et 4° l'introduction d'un taux de change flottant. Les politiques à moyen terme comportaient la libéralisation du commerce extérieur et la privatisation.

Les mesures à court terme étaient importantes, mais le programme de stabilisation insistait sur le moratoire intérieur accompagné d'une politique monétaire stricte. Il essayait de contrôler l'inflation par une restriction monétaire. Par cet aspect, le plan de stabilisation était typiquement orthodoxe. L'aspect orthodoxe du plan – le gel des prix – était secondaire parce que les tables de conversion nécessaires pour neutraliser l'inertie n'étaient pas utilisées et parce que le gel des prix avait été suspendu presque immédiatement après la réforme monétaire.

La réforme monétaire adoptée avait une certaine ressemblance avec celles effectuées après la Seconde Guerre mondiale au Japon, en Belgique, en Allemagne de l'Ouest et dans d'autres pays européens, même si elle comportait des aspects spécifiques. Ainsi, au lieu d'établir un facteur de conversion supérieur à 1 entre l'ancienne monnaie (le cruzado novo) et la nouvelle (le cruzeiro)⁵, près de 70 % des actifs financiers (M4) furent bloqués en cruzados novos (qui pouvaient être utilisés seulement pour payer des dettes passées) et les 30 % restant furent immédiatement convertis en cruzeiros⁶. Alors qu'en Allemagne le reichmark n'était plus utilisé comme monnaie, le cruzado novo – en plus d'être utilisé pour payer les dettes contractées avant le 16 mars – devait être revalorisé, en douze étapes, après le moratoire de 18 mois de l'ensemble de l'inflation et avec un taux d'intérêt annuel de 6 %.

Cette conversion de 30 % des cruzados novos en cruzeiros fut le résultat pondéré de la conversion de 20 % de tous les actifs financiers (marché monétaire, dépôts à terme et même les dépôts à vue) à l'exception des comptes d'épargne où la conversion était limitée à 50 000 cruzeiros. Les mêmes règles étaient valables pour les individus et les entreprises, alors qu'en Allemagne, par exemple, les entreprises recevaient, en plus des deutsche mark correspondant au taux de change, 60 deutsche mark par employé (soit le montant minimum que chaque individu recevait).

Pourquoi a-t-on choisi un moratoire intérieur aussi radical ? Si le problème était le risque, à la suite du choc, d'une fuite des actifs financiers vers la consommation, le moratoire pouvait être décidé dans un deuxième temps au cas où cette possibilité se serait concrétisée. Nous sommes convaincus que d'autres raisons ont amené les nouvelles autorités économiques à imposer le moratoire. Elles étaient confrontées à l'impossibilité d'effectuer un ajustement fiscal drastique à très court terme. En outre, elles pensaient que la restriction monétaire anéantirait l'inflation.

5. Dans la réforme monétaire allemande de juin 1948, par exemple, le facteur de conversion entre le reichmark et le deutsche mark était de 10 pour 1. Ainsi, 90 % des anciens reichmark furent confisqués, alors qu'au Brésil les cruzados novos (l'ancienne monnaie) furent seulement bloqués pendant 18 mois.

6. La valeur de M4 était de 4,2 billions de cruzados novos (soit 100 milliards de dollars des États-Unis en considérant le taux de change officiel du 16 mars 1990 de 42,3 cruzeiros par dollar). Près de 33 milliards de dollars étaient convertis en cruzeiros ; ainsi, initialement, 67 milliards de dollars furent bloqués en cruzados novos.

Ceci était la véritable logique derrière le moratoire intérieur. L'ajustement fiscal à moyen terme qui procurerait l'excédent fiscal nécessaire devait dégager environ 7 % du PIB par an. Ce chiffre peut s'expliquer de deux manières : en termes fiscaux et en termes de comptabilité nationale. En termes fiscaux, ou de besoins de financement du secteur public, le déficit public opérationnel du Brésil en 1987 et 1988 était en moyenne de 5 %. En 1989, il passa à 12,4 %, mais ce chiffre surestime le déficit permanent en raison des intérêts exceptionnellement élevés payés par l'État cette année-là. En termes de comptabilité nationale, un chiffre semblable est atteint en considérant que l'épargne du secteur public était négative, autour de 3 % du PIB, alors qu'elle devrait être positive, autour de 4 % du PIB, pour pouvoir financer les principaux investissements de l'État. Selon ce dernier élément, il est clair que pour nous l'ajustement fiscal ne pouvait pas s'accompagner de futures réductions dans les investissements publics. Ainsi, l'ajustement fiscal devait être effectué par l'élévation des impôts et la baisse des dépenses courantes.

L'objectif aurait dû être de générer un excédent budgétaire, même réduit, puisque, lors de la transition à la stabilité, le gouvernement ne pouvait pas recourir à des financements intérieurs ou internationaux supplémentaires. Après la stabilisation, l'excédent budgétaire aurait procuré au gouvernement une marge de manœuvre pour stimuler la demande agrégée et retrouver la croissance dans la stabilité.

Il est aujourd'hui clair que, en raison des limitations politiques et constitutionnelles, le gouvernement n'avait pas le pouvoir pour imposer un tel ajustement fiscal dans le temps imparti. En effet, la Constitution établit le principe de l'annuité pour les impôts et, en termes politiques, il n'y avait pas assez d'appui au Brésil – aussi bien au Congrès que parmi les élites des affaires – pour augmenter les impôts au niveau nécessaire.

L'ajustement fiscal

Immédiatement après le choc du 16 mars, il n'était pas facile de calculer la taille de l'ajustement fiscal contenu dans le plan. Toutefois, il n'y avait aucun doute que l'ajustement était considérable. Mais il n'a pas été permanent. L'annulation finale de la dette publique, atteinte principalement par la suppression de la correction monétaire durant les jours suivant le plan, représentait 28 milliards de dollars des États-Unis, environ 7 % du PIB. En 1990, l'économie brésilienne avait un excédent budgétaire et en 1991 le déficit était presque nul (tabl. 25).

L'ajustement fiscal avait pourtant été significatif. Il impliqua une hausse des impôts, une baisse des dépenses et l'annulation d'une partie de la dette. Il est vrai qu'une mesure de stock comme l'annulation de la dette publique n'est pas une solution réelle pour un ajustement fiscal permanent ; cette

25. DÉFICIT BUDGÉTAIRE AVANT ET APRÈS LE PLAN COLLOR
(EN POURCENTAGE DU PIB)
1987-1992

ANNÉE:	DÉFICIT PRIMAIRE:	DÉFICIT OPÉRATIONNEL:
1987	1,0	5,7
1988	-0,9	4,8
1989	1,0	6,9
1990	-4,7	-1,4
1991	-2,8	0,2
1992	-1,3	1,9

Sources : Banco Central do Brasil (numéros variés).

annulation ne doit pas non plus être confondue avec une politique monétaire qui contrôle effectivement le flux de l'offre de monnaie.

L'annulation de la dette s'effectua de différentes manières. Au cours de trois jours fériés, les titres du Trésor ne furent pas ajustés à l'inflation, ce qui représenta une réduction de près de 8 % de la dette totale. Un impôt sur le capital (impôt sur les opérations financières) entraîna une réduction de près de 9 % du stock de la dette publique. Une autre réduction fut obtenue en appliquant une correction partielle pour les actifs financiers en mars 1990 (l'augmentation du bonus du Trésor national fut limitée à 41 %) ⁷. Cette réduction de la dette, ajoutée à la baisse forcée des taux d'intérêts de la dette publique gelée, entraîna une réduction du poids des intérêts pour le secteur public.

L'incapacité du plan Collor d'effectuer un ajustement fiscal pour contrôler l'inflation confirma dramatiquement la théorie de l'inflation inertielle. Selon cette approche, le déficit public n'était pas la cause directe de l'inflation élevée au Brésil. En situation d'inflation chronique ou inertielle, le déficit public est une forme pratique pour valider l'expansion nominale de l'offre de monnaie exigée par l'augmentation de la demande de monnaie pour les transactions (Bresser-Pereira, Nakano, 1983).

La question des liquidités

Un programme de stabilisation implique habituellement un certain niveau de récession économique, même si l'inflation antérieure ne peut pas être directement attribuée à l'excès de la demande. L'ajustement fiscal et le

7. Pour les détenteurs d'actifs financiers qui avaient fait leurs investissements à la fin février, ceci ne représentait pas une perte parce que le taux d'inflation « point à point » – entre le 28 février et le 31 mars [c'est-à-dire l'inflation atteinte en fin de période et non pas calculée sur la base d'une moyenne mensuelle, N.d.T.] – était d'environ 40 %. Néanmoins, les investisseurs qui avaient acheté des actifs financiers plus tôt ont pu subir des pertes (c'est-à-dire que l'État obtenait une réduction de dette) parce qu'une sous-estimation de l'inflation était compensée par le taux officiel d'inflation de 84 % en mars.

contrôle monétaire favorisent la récession puisque le contrôle des salaires provoque une réduction de l'activité économique et la nécessité de maintenir une valeur nominale fixe (habituellement le taux de change) requiert, de manière contradictoire, une dévaluation préalable du taux de change. Si le plan de stabilisation comporte un gel, une faible demande agrégée facilitera la libéralisation subséquente des prix.

Le programme de stabilisation du président Collor considérait une récession modérée comme l'un de ses objectifs ou comme une conséquence nécessaire. L'idée générale, et correcte, était qu'il est impossible de stabiliser une économie très déséquilibrée sans quelques sacrifices. La réduction de l'offre de monnaie fut l'instrument de base utilisé pour imposer ce sacrifice. Mais cette réduction fut tellement radicale qu'elle affecta les entreprises, qu'elle désorganisa la production et qu'elle entraîna l'économie dans une récession beaucoup plus profonde que celle attendue, sans pour autant contrôler l'inflation.

Durant les premiers soixante jours après la mise en place du plan, l'attention du public et des économistes se tourna vers la question des liquidités. Tout d'abord, la réduction aiguë des liquidités était considérée comme étant à la fois la cause de la stabilisation et la raison de la récession. Ensuite, quand l'offre de monnaie commença à augmenter, on incrimina l'excès de demande et la réapparition de l'inflation. Ma vision du problème est que, tout d'abord, la récession était le résultat de la désorganisation du côté de l'offre de la production causée par le gel des actifs financiers, y compris les fonds de roulement, et non pas le résultat de la réduction des liquidités et de la chute consécutive de la demande. Ensuite, je pense que l'augmentation de l'offre de monnaie qui a immédiatement suivi était une démonstration claire du caractère endogène de cette offre de monnaie. Enfin, d'après moi, la réapparition de l'inflation ne peut pas être reliée à cette augmentation. Je discuterai d'abord les deux premiers points avant d'analyser le dernier.

Selon l'économie politique néostructuraliste et postkeynésienne, l'offre de monnaie est endogène⁸. Elle est fondamentalement déterminée par la demande de monnaie, s'adapte à l'augmentation du PIB et sanctionne le taux d'inflation. La restriction budgétaire de l'État, dans une économie fermée ou très endettée, implique que le déficit fiscal, D , soit financé par la création nette de titres publics, c'est-à-dire par l'augmentation de l'offre de monnaie, dM , et l'émission de titres du Trésor, dB :

$$D = dB + dM.$$

L'économie conventionnelle considère que dans cette équation aussi bien dM que D sont des variables exogènes. Quand D est le facteur déterminant, l'augmentation de l'offre de monnaie est vue comme un résidu en raison de

8. Voir Rangel (1963), Kaldor (1970), Merkin (1982), Bresser-Pereira et Nakano (1983), Davidson (1984). Le chapitre de Merkin contient une vue d'ensemble sur le sujet.

l'incapacité du gouvernement de financer de manière adéquate le déficit par des titres du Trésor. Ce n'est pas toujours vrai pour une inflation modérée et c'est faux lorsque l'inflation est très élevée et chronique, ou inertielle. Dans ce cas, l'offre nominale de monnaie – et donc dM – est déterminée par la demande de monnaie et, en raison du déficit public, l'augmentation de l'endettement du gouvernement est le résidu. En termes purement inertiels, si le déficit public est constant en termes réels, les trois variables nominales augmenteront au même rythme que l'inflation. Au Brésil, avant le plan de stabilisation, la Banque centrale projetait un taux d'inflation et établissait, passivement, l'augmentation de l'offre de monnaie en le répercutant pour équilibrer la demande de monnaie ou, en d'autres termes, pour éviter une crise de liquidités. Cette pratique était adoptée indépendamment de l'orientation économique, plus ou moins monétariste, du ministère des Finances et de la Banque centrale.

En fait, dans le cas du Brésil où l'économie, en plus de souffrir d'une inflation chronique, était totalement indexée, l'offre de monnaie endogène comprenait une partie des titres du Trésor commercialisés sur le marché de l'*overnight* à l'échéance d'une nuit. Pour réduire les intérêts à payer et induire les intermédiaires financiers à acheter ces titres du Trésor, le gouvernement garantissait le rachat automatique et quotidien des titres qui n'avaient pas trouvé d'acquéreurs. Ainsi, le taux d'intérêt restait fixé par la Banque centrale et l'offre de monnaie restait complètement endogène.

Par conséquent, les dépôts sur le marché de l'*overnight* étaient une quasi-monnaie, une monnaie rémunérée. L'offre potentielle de monnaie était proche de M_4 parce que tous les avoirs financiers étaient très liquides, mais l'offre réelle de monnaie était en fait composée de M_1 plus une partie des dépôts de l'*overnight*.

Le concept conventionnel de l'offre de monnaie la considère comme étant égale à M_1 . Nous obtenons à l'équilibre :

$$M_d = Y_p/V = M_1$$

avec M_d la demande de monnaie, Y_p le revenu nominal, V la vitesse de circulation de la monnaie et M_1 l'offre de monnaie. Dans une situation d'inflation élevée, V augmentera de manière accentuée et l'offre de monnaie augmentera moins rapidement. La vitesse réelle de circulation de la monnaie n'augmente pas autant parce que l'offre réelle de monnaie ne peut pas être égale à M_1 . L'offre réelle de monnaie, M' , devrait être considérée comme étant formée de M_1 plus une partie, z , des dépôts de l'*overnight*, B . Le coefficient z , inférieur à 1, est déterminé par le taux d'inflation et la demande nominale de monnaie correspondante. Plus l'inflation est élevée et plus z sera élevé. Cette partie des dépôts de l'*overnight*, zB , est la somme de monnaie que les agents économiques utilisent en fait comme monnaie. C'est également la

variable qui, de manière endogène, égalise l'offre réelle de monnaie à la demande de monnaie. Dans ce cas, la vitesse de circulation effective de la monnaie, V' , est plus petite que la définition restreinte ou conventionnelle de la monnaie, $M1$. Ainsi :

$$M'_d = Y_p/V' + M1 + zB = M'$$

Dans cette équation, zB représente la monnaie comme $M1$; c'est un moyen d'échange comme la monnaie conventionnelle. Les agents économiques utilisent habituellement une partie des dépôts de l'*overnight*, zB , pour effectuer des transactions. Pour cela, ils transforment quotidiennement zB en $M1$, augmentant ainsi $M1$. Mais, comme ceux qui reçoivent cette partie additionnelle de $M1$ l'investissent immédiatement en titres du Trésor sur le marché de l'*overnight*, l'augmentation de $M1$ se trouve ainsi automatiquement neutralisée et disparaît des registres, tout en existant bien dans le processus économique.

L'estimation de l'offre réelle de monnaie (tabl. 26) quinze jours avant, puis quinze et quarante jours après la mise en place du plan de stabilisation est imprécise, mais n'est pas arbitraire.

26. OFFRE DE MONNAIE AU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE DU PIB)
1990

OFFRE DE MONNAIE	28 FÉVRIER	31 MARS	14 MAI
M4 (potentiel)	29	9	14
B. dépôts de l' <i>overnight</i>	16	2	8
Comptes d'épargne	9	3	1
Autres	2	1	1
M1	2	3	4
zB	12	2	6
Offre réelle de monnaie	14	5	10

Source : Banco Central do Brasil.

La valeur de l'offre de monnaie un peu avant la mise en place du plan est imprécise parce que le stock de quasi-monnaie, B , dont on peut retirer l'offre réelle de monnaie, était très important. Nous estimons que l'offre réelle de monnaie était d'environ 14 % du PIB. Pour atteindre ce résultat, nous avons utilisé les données suivantes. L'offre de monnaie $M1$ était d'environ 15 % du PIB au début des années 1970, quand l'inflation était modérée mais non négligeable (20 % par an), et a chuté à 2 % du PIB fin 1989 (tabl. 27)⁹. Avec

9. Le montant du PIB utilisé est de 365 milliards de dollars des États-Unis.

le concept utilisé de demande réelle de monnaie, la démonétisation entraînée par l'accélération de l'inflation est neutralisée par l'augmentation de zB qui est considérée comme faisant partie de l'offre réelle de monnaie. Mais l'inflation et les innovations financières ont permis une certaine réduction de la demande de monnaie de 15 à 14 % du PIB entre le début des années 1970 et les années 1980. De ces 14 %, 2 % étaient formés par M1 et 12 % par zB , puisque B correspondait à 16 % du PIB et z était estimé à 0,75.

27. ACTIFS FINANCIERS AU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE DU PIB)
1970-1989^a

ANNÉE	BASE MONÉTAIRE	M1	TITRES DU TRÉSOR	DÉPÔTS D'ÉPARGNE	DÉPÔTS À TERME	M4
1970-1974 ^b	4,65	15,04	5,08	1,68	3,28	25,08
1975-1979 ^b	3,75	11,70	6,85	5,62	4,44	28,60
1980-1984 ^b	2,50	6,30	5,80	8,01	4,57	24,69
1985	1,56	3,73	10,39	9,20	6,17	29,50
1986	3,22	8,20	9,33	8,09	6,05	31,67
1987	2,19	4,62	10,07	9,69	4,86	29,24
1988	1,39	2,76	12,22	10,75	4,11	29,85
1989	1,26	2,05	13,94	8,13	2,78	26,89

a. Moyenne annuelle, en adoptant des positions de fin de période.

b. Moyenne pour ces années.

Sources : Banco Central do Brasil (numéros variés).

L'offre de monnaie fut réduite de manière drastique par le moratoire sur la dette intérieure. Les actifs financiers, M4, que nous pouvons assimiler à une offre potentielle de monnaie, passèrent de 29 à 9 % du PIB, les dépôts de l'*overnight* chutèrent de 16 à 2 % du PIB et, selon nous, l'offre réelle de monnaie chuta de 14 à 5 % du PIB. Dans un premier temps (au 31 mars), z devait avoir une valeur proche de 1, c'est-à-dire que tous les dépôts de l'*overnight* faisaient partie de l'offre réelle de monnaie¹⁰.

Une telle réduction n'était pas prévue par les auteurs du plan. Ils confondaient le montant des cruzeiros laissé dans l'économie (9 % du PIB) avec l'offre de monnaie. De nombreux journaux les citaient disant qu'au second semestre 1986, après de nombreux mois de stabilité des prix durant le plan

10. Le plan de stabilisation n'a pas changé les règles du marché financier en ce qui concerne les dépôts sur le marché de l'*overnight*. Il était toujours possible de transférer une partie des dépôts à vue en dépôts sur le marché de l'*overnight* tous les après-midi (jusqu'à 13 heures) et ces dépôts étaient automatiquement transformés en dépôts à vue le lendemain matin. Ainsi, l'augmentation de M1 et la réduction des dépôts sur le marché de l'*overnight* étaient plus limitées que si le gouvernement avait instauré une échéance minimale d'une semaine pour les titres du Trésor. Dans ce cas, la confusion entre ce qui est de la monnaie et ce qui n'en est pas aurait été réduite, même si une telle confusion n'avait pas été éliminée.

Cruzado, M1 était de 9 %. Ainsi, une offre de monnaie d'environ 9 % du PIB serait suffisante. En fait, l'offre de monnaie – y compris les dépôts de l'*overnight* – était seulement de 5 %, alors que la demande de monnaie était au moins de 14 %. Au cours du plan Cruzado, il était possible de vivre avec une offre de monnaie M1 plus petite parce que le montant des dépôts à la disposition des agents économiques sur le marché de l'*overnight* était considérable.

L'effet de la réduction de l'offre de monnaie sur les entreprises privées fut dramatique. Elle désorganisa la production. Les fonds de roulement des entreprises étaient bloqués, provoquant la fin immédiate de l'activité. Le gel fut effectué sans aucun critère économique. L'absence de tables de conversion impliqua d'énormes transferts des entreprises vers leurs fournisseurs, puisque ceux-ci avaient déjà préalablement intégré le taux d'inflation prévu dans leur prix. Ainsi, la disparité entre les différentes entreprises était très grande. La perspective était que les banques feraient circuler le cruzeiro, mais en raison des taux d'intérêt élevés, ce processus fut limité.

Selon une enquête effectuée par la Fédération des industries de l'État de São Paulo (FIESP), les ventes des industries à São Paulo au cours de la seconde quinzaine du mois de mars 1990 chutèrent de près de 70 %. Ceci était le résultat non seulement du manque d'argent (globalement et pour tous les secteurs de l'économie) et de la désorganisation de l'économie, mais également de certains facteurs psychologiques. L'impact sur les anticipations fut très négatif. Le chômage commença presque immédiatement à augmenter. Beaucoup d'entreprises mirent leurs employés en vacances en attendant que la situation se clarifie. Les travailleurs commencèrent à accepter des réductions de salaires associées à des réductions du temps de travail quotidien.

Au cours du mois suivant, la quantité de cruzeiros en circulation fut augmentée de différentes manières pour atteindre 14 % du PIB à la mi-mai (16 % à la mi-juin). Cette augmentation était en partie seulement contrôlée par le gouvernement. Ce dernier pensait pouvoir contrôler l'augmentation des liquidités, mais le marché – tirant avantage de l'existence de deux monnaies – réussit à élever la quantité de cruzeiros en circulation en réduisant le stock correspondant de cruzados novos.

Lorsque ce phénomène commença, les banques annoncèrent qu'elles avaient en raison de la diminution de la demande de prêts des difficultés à octroyer des prêts. De nombreux analystes et les autorités économiques conclurent que le problème de liquidités avait été résolu, même s'il y avait alors un excès de liquidités qui allait provoquer un excès de la demande et ramener l'inflation.

À la mi-mai (tabl. 26), l'offre potentielle de monnaie (M1 plus les dépôts de l'*overnight*) continuait à être relativement petite (12 % du PIB) et l'offre réelle de monnaie (environ 10 % du PIB en mai) était en dessous de son niveau avant le plan (14 % en février). Pourquoi, alors, la demande de prêts était-elle faible ? L'augmentation de l'offre de monnaie explique en partie ce

changement, mais la véritable explication réside dans la baisse de la demande de prêts¹¹. En raison de la perspective pessimiste en matière de vente et des taux d'intérêt élevés (autour de 100 % par an en termes réels), l'emprunt n'intéressait pas les entreprises. Elles préféraient réduire la production. La demande de prêts et la demande de monnaie étaient réduites en accord avec les anticipations pessimistes des agents économiques.

Le problème de la demande

Dans ce cas la récession ne fut pas induite par la demande, mais prit son origine du côté de l'offre. Contrairement à la désorganisation de la production, la réduction de la demande agrégée n'était pas la cause essentielle de la récession. La vente au détail était l'unique indicateur qui, au début, ne montrait pas une tendance à la récession. Les ventes augmentèrent immédiatement après l'instauration du gel, comme cela s'était déjà produit lors des trois gels précédents. Cela s'explique par des raisons très générales. Tout d'abord, la fin de l'illusion monétaire entraîne, de fait, une augmentation de la consommation. Ensuite, le sentiment à la fois optimiste et méfiant quant à la réussite de la stabilisation amène à anticiper la consommation. Enfin, selon l'argument de Helpman (1988), un gel des prix dans une économie d'oligopoles a un effet semblable à celui produit par une baisse des prix réels, de telle sorte que la demande augmentera le long de la courbe de demande.

Il y avait trois autres explications à l'augmentation de la consommation. La perte de crédibilité des actifs financiers poussa à la consommation. La reprise du crédit à la consommation, qui avait pratiquement disparu en raison de l'hyperinflation, entraîna une augmentation des ventes de biens durables. Le plan impliquait une augmentation des salaires réels, de 23 % dès le mois de mars 1990.

Cette augmentation du salaire réel eut lieu parce que le gouvernement décida que les 70,16 % d'inflation du mois de février devaient être compensés le mois suivant, selon la loi d'indexation salariale en vigueur. L'inflation en mars, calculée en comparant le niveau des prix à la fin du mois en cours avec celui de la fin du mois précédent (au lieu de la comparaison habituelle de la moyenne sur l'ensemble du mois par rapport à celle du mois précédent), était toutefois de 79,11 %¹².

11. Immédiatement après l'annonce du plan le taux d'intérêt réel était très élevé. Il baissa ensuite parce que les autorités (ou la politique monétaire) baissèrent le taux d'intérêt nominal. Au début du mois de mai, le taux d'intérêt réel était encore très élevé. En juin, comme l'inflation s'accéléra et que la Banque centrale ne le reconnaissait pas, il devint de plus en plus faible et, enfin, négatif.

12. En utilisant la méthodologie traditionnelle qui compare la moyenne des prix du mois en cours avec la moyenne des prix du mois précédent, l'augmentation de l'indice des prix à la consommation en mars était de 84 %.

Cette augmentation salariale pourrait être interprétée comme une contraction de base du plan de stabilisation (Bresser-Pereira S., 1990). En général, l'inflation est combattue par la réduction de la demande et, si possible, par l'augmentation de l'offre. Le plan Collor fit le contraire : l'offre fut réduite par la restriction de l'offre de monnaie et les salaires furent élevés. Toutefois, le problème était moins sérieux parce que – de manière différente avec ce qui s'était passé lors du Plan Cruzado et de manière identique avec ce qui s'était passé lors du plan Bresser – les salaires réels avaient baissé au cours des mois précédant le plan en raison de l'accélération de l'inflation. Ainsi, l'augmentation salariale de 23 % compensait seulement la réduction antérieure¹³. Par conséquent, l'augmentation ne représentait pas d'incompatibilité distributive : les entreprises n'avaient pas à augmenter leur prix de manière compensatoire pour maintenir leur taux de profit.

En raison de l'augmentation du chômage, l'augmentation de la consommation fut de courte durée. En mai, les ventes au détail étaient en baisse par rapport à l'année précédente. En raison de la réduction de la production et des investissements, la demande comprimée devenait un fait généralisé.

Récession et réapparition de l'inflation

Quatre-vingt-dix jours après la mise en place du plan Collor, la récession frappait l'économie et il était absolument clair que l'inflation était de retour. En fait, la réduction de la croissance économique avait commencé plus tôt. Le PIB avait déjà commencé à baisser depuis le dernier trimestre 1989 (-0,3 %), une tendance qui s'est consolidée au premier trimestre 1990 (-2,4 %). En avril 1990, à la suite de la désorganisation provoquée par le plan Collor, l'indice de l'activité économique de la FIESP chuta de 22,3 % par rapport au mois d'avril 1989. En février et en mars les données correspondantes affichaient une hausse de 8,0 % et une baisse de 6,8 % respectivement (tabl. 28). Selon une enquête de la Fondation Getúlio Vargas, le niveau d'utilisation de la capacité industrielle brésilienne en avril 1990 (62,5 %) était le plus faible depuis que l'indice était calculé (milieu des années 1960). Trois mois auparavant, en janvier 1990, il était de 79 %. En mai, l'économie commençant à se réorganiser après le choc, le niveau de la production commença à récupérer comme l'indiquaient les premières données sur la consommation d'énergie électrique, mais le chômage par rapport au mois précédent augmenta légèrement, suggérant que la récupération était limitée. Ce mois là, selon l'Association brésilienne

13. Les salaires réels moyens chutèrent de 22,6 % entre février 1989 et février 1990, selon l'indice des salaires réels de la FIESP (indexé par l'inflation du mois suivant, +1/, parce que l'indice des prix à la consommation de l'IBGE a un déphasage d'un mois). En mars, la réduction du salaire réel était de 10 %. En juin, en raison des pressions des syndicats, le thème prédominant dans la presse en ce qui concerne le plan était la « récupération des pertes » subies par les travailleurs.

de l'industrie de base (ABDIB), la capacité inutilisée dans l'industrie lourde des biens de production atteignit un niveau record de 48,6 % contre une moyenne de 38 % au cours des années 1980. La tendance à la récession paraissait plus forte que l'impulsion en faveur de la récupération.

28. INDICATEURS DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE AU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE PAR RAPPORT À L'ANNÉE PRÉCÉDENTE)
1990

MOIS	NIVEAU D'ACTIVITÉ	NIVEAU D'EMPLOI	MOYENNE DU SALAIRE RÉEL	UTILISATION DE LA CAPACITÉ INSTALLÉE
Janvier	6,2	3,8	-18,8	79,5
Février	8,0	3,4	-22,7	79,0
Mars	-6,8	2,5	-10,5	72,5
Avril	-22,3	0,6	-22,4	62,5

Source : FIESP (données pour l'industrie de l'État de São Paulo).

En mai, l'inflation était déjà définitivement réapparue (tabl. 29), même si le gouvernement et une bonne partie des analystes, ne comprenant pas la nature de l'inertie inflationniste, continuaient à dire le contraire. En mai, la moyenne de l'inflation comparée aux indices des prix moyens était encore en baisse¹⁴. Cependant, avec la publication par la Fondation de l'Institut de

29. TAUX D'INFLATION MENSUEL AU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE)
1990

MOIS	POURCENTAGE
Janvier	74,53
Février	70,16
Mars	79,11 -3,3 ^a
Avril	20,19 -6,3 ^a
Mai	8,53
Juin	11,70
Juillet	11,31
Août	11,83
Septembre	13,13
Octobre	15,83
Novembre	18,56
Décembre	16,03

a. Ces données correspondent à l'inflation à la fin du mois en cours comparée à la fin du mois précédent.

Source : FIPE.

14. Les indices habituels des prix sont inadaptés pour mesurer l'inflation après un gel. Ils incluent un fort résidu inflationniste parce qu'ils comparent la moyenne des prix du mois en cours avec la moyenne des prix du mois précédent. Par conséquent, il faut un certain temps pour qu'ils reflètent la fin du processus inflationniste. Ainsi, l'indice point à point est une mesure plus réaliste de l'inflation après un choc parce qu'il élimine le report impliqué par les indices habituels des prix calculés sur la base d'une moyenne mensuelle.

recherches économiques (FIPE) de l'indice des prix pour les mois suivants, il n'y avait plus aucun doute sur la réapparition de l'inflation. À la fin de l'année, l'inflation était proche de 20 % par mois.

Pourquoi l'inflation est-elle réapparue ? Il existe trois explications, une monétariste, une keynésienne et une néostructuraliste, ou inertielle. Les raisonnements monétariste et keynésien sont basés sur l'augmentation de l'offre de monnaie au cours des trois mois suivant la mise en place du plan. L'analyse néostructuraliste est basée sur les déséquilibres de prix relatifs et le conflit distributif correspondant. Le gouvernement a adopté une politique monétariste naïve, considérant que l'inflation serait éliminée en réduisant de manière drastique l'offre de monnaie. En procédant ainsi, il oublia en premier lieu que l'inflation n'est pas un problème de stock mais de flux. Pour contrôler l'inflation, il est nécessaire d'éliminer le déficit budgétaire et de contrôler l'offre de monnaie, et non pas le stock de monnaie. Toutefois, l'erreur majeure du gouvernement fut d'ignorer le caractère inertielle de l'inflation brésilienne du moment. Lorsque l'inflation a une composante inertielle, il est nécessaire de geler les prix et d'adopter des tables de conversion des prix à terme qui comportent une inflation vers ceux sans inflation, ou alors d'adopter un mécanisme plus sophistiqué de neutralisation de l'inertie avec la création d'une seconde monnaie ou d'une monnaie-indice fixe par rapport au dollar, comme l'a fait le plan Real. Plus largement, il est nécessaire de promouvoir une politique de revenu qui neutralise l'inertie pour soutenir (et non pas remplacer) la politique fiscale et monétaire.

Pour les auteurs du plan Collor, le gel adopté était une mesure accessoire. Ce gel n'avait rien à voir avec un diagnostic inertielle puisqu'il ne comportait pas de tables de conversion. Bien que radical, le plan était orthodoxe : la partie essentielle du plan était la réduction de l'offre de monnaie suivie de l'élimination du déficit fiscal.

La véritable explication monétariste concernant la réapparition de l'inflation est simple : les prix augmentaient à nouveau parce que, au cours des deux mois suivant la mise en œuvre du plan, la base monétaire s'était élevée quatre fois. L'augmentation des liquidités a provoqué des anticipations selon lesquelles l'inflation allait réapparaître, or, une anticipation rationnelle est une prophétie autoréalisable... Les monétaristes n'acceptent pas le fait que l'offre de monnaie possède un caractère passif, essentiellement endogène et ils oublient que, après l'hyperinflation, une stabilisation soudaine provoque une forte augmentation de la base monétaire. Pour les monétaristes néo-classiques, la croyance qu'une augmentation de l'offre de monnaie cause l'inflation a un caractère quasi religieux. La rhétorique monétariste – « véridique » puisqu'elle fait partie de l'économie politique dominante – dit qu'une augmentation de l'offre de monnaie entraîne l'inflation ; la théorie des anticipations rationnelles ajoute que les agents économiques formeront leurs anticipations en accord avec la théorie « véridique » et, de nouveau

rationnellement, se comporteront selon leurs anticipations, accroissant ainsi les prix. Ainsi, la prophétie s'autoréalise.

L'explication monétariste est implicite dans la plupart des analyses. Pastore (1990) l'a adoptée explicitement. L'excès de demande n'est pas nécessaire pour que l'inflation réapparaisse ; une élévation de la base monétaire est suffisante. Pour que cette explication soit correcte, l'accélération de l'inflation immédiatement après la mise en place du plan Collor devrait être le résultat de la décision des entreprises privées d'élever leur prix puisqu'elles auraient remarqué l'augmentation de la base monétaire. L'industrie textile, les fournisseurs de services personnels, les agriculteurs et l'industrie de l'électroménager – la première à avoir augmenté ses prix après le plan – auraient ainsi pris cette décision après avoir estimé l'augmentation de la base monétaire...

L'explication postkeynésienne est plus raisonnable mais, dans ce cas, ne prend en compte qu'une partie seulement de l'accélération de l'inflation. Selon cette analyse, adoptée par Toledo (1990) entre autres, l'inflation est réapparue parce que l'augmentation de l'offre de monnaie a entraîné un excès de la demande. L'élimination de l'inflation par le choc sur les liquidités aurait été temporaire. Avec la restauration des liquidités, la demande s'est rétablie et l'inflation est revenue. En fait, comme nous l'avons montré, cette tendance était le résultat de la récession plutôt que de la croissance. Les ventes au détail ont augmenté le premier mois après la mise en place du plan, mais ont baissé ensuite. Certaines entreprises ont pu bénéficier de cette reprise précaire de la demande en augmentant leur prix, mais elles étaient peu nombreuses parce que la demande globale au lieu d'augmenter diminuait.

L'explication néostructuraliste, ou inertielle, de la réapparition de l'inflation se fonde sur la nature de l'inflation au Brésil et non sur les erreurs relatives à l'offre de monnaie. L'inflation au Brésil est inertielle et était très élevée – en fait l'hyperinflation prédominait déjà – quand le plan de stabilisation fut mis en place. L'explication néostructuraliste insiste sur les déséquilibres des prix relatifs lors du gel et sur le conflit distributif correspondant. Au Brésil, les agents économiques sont habitués à se prémunir contre l'inflation. Ils croient qu'élever leur prix est le meilleur moyen de se protéger du conflit distributif généralisé. Le 16 mars 1990, lorsque les prix ont été gelés, les prix relatifs étaient nécessairement déséquilibrés car les ajustements de prix n'étaient pas synchronisés. Ainsi, il y avait un déséquilibre intertemporel des prix relatifs. Un tel déséquilibre, qui peut être mesuré par la dispersion des prix relatifs, tend à augmenter avec l'accélération de l'inflation jusqu'au moment où l'économie devient totalement dollarisée.

Le jour de l'instauration du plan, les entreprises qui venaient d'augmenter leurs prix ont bénéficié du gel parce que leur marge augmenta, tandis que celles qui s'apprêtaient à le faire furent désavantagées. Comme l'inflation était chronique, les entreprises désavantagées par le gel, ou qui pensaient l'avoir été, augmentèrent leurs prix dès qu'elles le purent. Avec le plan Collor,

les entreprises se sentaient également lésées par la rétention de leurs avoirs. C'était une seconde raison pour augmenter si promptement leurs prix.

Certains facteurs ont favorisé l'augmentation des prix : 1° l'augmentation des dépenses immédiatement après le gel, 2° l'augmentation de l'offre de monnaie qui accompagna la récession et 3° la libéralisation rapide des prix par quelques oligopoles. Ces facteurs représentaient les opportunités qu'attendaient les entreprises. Mais en raison du caractère inertiel de l'inflation brésilienne, l'augmentation des prix aurait eu lieu de toute façon. Le gel des prix et des actifs financiers engendra une trêve d'un mois mais, immédiatement après celle-ci, les entreprises commencèrent à élever leurs prix. Personne ne veut être lésé par l'inflation ou par un plan de stabilisation. Selon la *Gazeta Mercantil*, quelques jours après le gel, les entreprises « cherchaient un indice auquel elles pourraient indexer leurs prix ». Craignant le chômage, les travailleurs ont suspendu leurs revendications pour un certain temps, mais deux mois après le début du plan, ils procédaient déjà à d'importantes revendications et recevaient des augmentations salariales de 20 à 30 %¹⁵. Les entreprises qui acceptèrent ces revendications salariales ont probablement augmenté leurs prix pour compenser la hausse des coûts.

Il est important de souligner que depuis 1987 l'indexation au Brésil n'a pas seulement signifié l'augmentation des prix selon l'inflation passée. Les agents économiques avaient si peur d'être lésés par l'inflation que soit ils changeaient l'indice utilisé pour en obtenir un plus favorable, soit ils « indexaient » leurs prix selon leur propre prédiction en matière de taux d'inflation future. En d'autres termes, dans leurs décisions de prix, ils tendaient à ajouter une prime de risque sur le taux d'inflation du mois précédent. Comme toutes les entreprises se comportaient de manière semblable, chaque entreprise individuellement ne se préoccupait pas de savoir si son augmentation de prix serait suivie par la concurrence. Ainsi, l'inflation inertielle était aussi, paradoxalement, une inflation en accélération.

15. En se fondant sur la loi salariale antérieure, qui indexait les salaires en fonction de l'inflation du mois précédent (indice des prix à la consommation de l'IBGE), les travailleurs revendiquaient une augmentation salariale de 84 % pour le mois d'avril et de 44 % pour le mois de mai, soit un total de 166 %, alors qu'en fait l'inflation – calculée selon la méthodologie comparant des niveaux de fin de mois au lieu des moyennes mensuelles – était de 3,3 % en avril et de 6,2 % en mai.