

L'hyperinflation¹

Au début de l'année 1990, l'économie brésilienne a été frappée par une période hyperinflationniste pour la première fois dans son histoire. Le taux d'inflation avait atteint 56 % en janvier, 73 % en février et 84 % en mars. Cependant, c'était une hyperinflation modérée que le plan Collor (voir le chapitre 13) essayait de contrôler. L'hyperinflation au Brésil était le produit de la crise fiscale de l'État. Ce chapitre en est une brève description.

Les conditions générales qui ont entraîné l'hyperinflation au Brésil étaient assez similaires avec celles qui ont prédominé dans les pays qui avaient déjà connu l'hyperinflation. Le Brésil n'a pas connu de guerre et n'a pas dû payer des réparations de guerre, mais la dette extérieure accumulée au cours des années 1970, le choc extérieur de 1979 (le second choc pétrolier et le choc des intérêts) et la suspension des nouveaux prêts extérieurs à partir de 1982 ont eu des conséquences comparables. Le pays qui durant les années 1970 reçut environ 2 % du PIB d'épargne extérieure, était à présent obligé de transférer des ressources réelles représentant 4 à 5 % du PIB vers les pays créanciers. La réduction de l'investissement intérieur fut pour l'essentiel proportionnel à ce transfert : le taux d'investissement passa d'environ 22 % du PIB dans les années 1970 à environ 17 % pendant les années 1980.

Il faut aussi considérer les conséquences fiscales de la dette extérieure. La dette, qui au milieu des années 1970 était pour 50 % privée et 50 % publique, fut pratiquement étatisée durant l'ajustement de 1981-1983 : à la fin des années 1980, la dette était à 90 % de la responsabilité du secteur public. Lors du programme de stabilisation de 1981-1983, un énorme effort a été fait pour réduire le déficit public, mais en vain. Tout d'abord, parce que les taux d'intérêt payés par l'État étaient élevés et, ensuite, parce que la dette publique extérieure et intérieure augmentait (voir le chapitre 5). Avec la suspension des prêts extérieurs, le financement du déficit dépendait de plus en plus de l'endettement intérieur et du seigneurage. En outre, avec le retour à la démocratie à partir de 1985, une politique économique populiste devint dominante.

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

La conséquence fut une crise fiscale : le déficit public restait élevé, l'épargne publique était devenue négative et atteignait son point le plus bas à la veille de l'hyperinflation (tabl. 19), la dette publique intérieure atteignait environ 50 % du PIB, les échéances de la dette intérieure étaient devenues très courtes (l'essentiel de la dette intérieure commença à être financée sur le marché de l'*overnight*). Le crédit de l'État s'écroula. L'épargne publique négative et la crise fiscale qui en découla paralysèrent la politique économique, transformant le gouvernement populiste en instrument passif de validation de l'inflation par l'intermédiaire de déficits fiscaux et d'un financement inflationniste.

19. ÉPARGNE PUBLIQUE ET DÉFICIT PUBLIC AU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE DU PIB)
1979-1990

ANNÉE:	RECETTE DES PRÉLÈVEMENTS ^a	ÉPARGNE PUBLIQUE ^a	DÉFICIT PUBLIC ^b
1979	24,3	3,8	8,3
1980	24,2	2,2	6,7
1981	24,6	2,3	6,0
1982	26,2	1,8	7,3
1983	24,7	0,6	4,4
1984	21,6	0,8	2,7
1985	22,0	0,3	4,3
1986	24,3	1,9	3,6
1987	22,6	-1,2	5,5
1988	21,9	-2,4	4,8
1989	21,9	-5,3	6,5
1990	27,4	0,8	-1,2

a. Secteur public au sens strict.

b. Secteur public, y compris les entreprises étatiques.

Sources : IPEA pour les recettes et l'épargne : Banco Central do Brasil pour le déficit.

Après le plan Verão

L'indexation de l'économie retarda l'hyperinflation mais ne l'évita pas. L'inflation avait tendance à s'accélérer continuellement, mais cette accélération procédait par bonds successifs et fut arrêtée par le gel des prix qui commença en 1986 avec le plan Cruzado. Néanmoins, après les échecs du plan Cruzado et tout particulièrement du plan Verão (janvier 1989), l'inflation s'accéléra très rapidement dans la mesure où ces plans avaient désorganisé l'économie² (tabl. 20). La confiance dans le système d'indexation, qui était déjà très

2. J'exclus le plan Bresser de cette évaluation parce qu'il fut un plan d'urgence adopté avec l'objectif de contrôler la crise profonde qui suivit l'échec du plan Cruzado. Je ne prétendis pas en finir avec l'inflation, mais seulement la contrer pour quelque temps. Ce plan, contrairement aux autres, ne comportait ni réforme monétaire, ni désindexation de l'économie, ni gel du taux de change. Je le mis en exécution en juin 1987 avec l'hypothèse que l'inflation atteindrait 10 % en décembre, mais en réalité l'inflation fut de 14 % (Bresser-Pereira, 1993a).

réduite, s'est complètement effondrée avec le plan Verão parce que l'indexation conventionnelle était fondée sur l'inflation passée. Or celle-ci n'était plus une bonne approximation de l'inflation courante. Avec l'échec du mécanisme d'indexation, le système des prix perdit son repère de base. L'inflation commença alors à s'accélérer en spirale (tabl. 21).

20. TAUX ANNUEL D'INFLATION AU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE)
1970-1990

ANNÉE	POURCENTAGE	ANNÉE	POURCENTAGE	ANNÉE	POURCENTAGE
1970	19,3	1977	38,8	1984	223,8
1971	19,5	1978	40,8	1985	235,1
1972	15,8	1979	77,2	1986	65,0
1973	15,5	1980	110,2	1987	415,8
1974	34,6	1981	95,1	1988	1 037,6
1975	29,4	1982	99,7	1989	1 782,9
1976	46,2	1983	211,0	1990	1 477,0

Source : FGV, indice général des prix.

Comme le marché financier perdit confiance dans les titres du Trésor, le gouvernement augmenta son taux d'intérêt. Le résultat fut une augmentation du déficit budgétaire et une perte additionnelle perverse de crédit des titres du Trésor. Les plans successifs modifièrent les comportements des agents

21. TAUX MENSUEL D'INFLATION AU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE)
1986-1990^a

Mois	1986	1987	1988	1989	1990
Janvier	17,8	12,0	19,1	36,6	71,9
Février	22,4	14,1	17,6	11,8	71,7
Mars	-1,0	15,0	18,2	4,2	81,3
Avril	-0,6	20,1	20,3	5,2	11,3
Mai	0,3	27,7	19,5	12,8	9,1
Juin	0,5	25,9	20,8	26,8	9,0
Juillet	0,6	9,3	21,5	37,9	13,0
Août	1,3	4,5	22,9	36,5	12,9
Septembre	1,1	8,0	25,8	38,9	11,7
Octobre	1,4	11,2	27,6	39,7	14,2
Novembre	2,5	14,5	28,0	44,3	17,4
Décembre	7,6	15,9	28,9	49,4	16,5

a. J'utilise ici l'indice général des prix de la Fondation Getúlio Vargas (IGP/FGV) parce que c'est un indice de série longue et cohérent, alors que l'indice officiel des prix à la consommation de l'Institut brésilien de géographie et statistique (IPC/IBGE) que j'utilise normalement dans ce texte a subi des modifications méthodologiques (vecteurs de prix) durant les gels de 1986, 1987 et 1989.

Source : FGV, indice général des prix.

économiques par rapport à l'inflation, introduisant de nouveaux facteurs de déstabilisation dans l'économie. Les agents ont commencé à anticiper les actions possibles du gouvernement, telles que le gel ou la répudiation de la dette intérieure, en augmentant les prix et en organisant la fuite de capitaux.

Comme chaque mois l'inflation s'accélérait, les anticipations en matière de poursuite de l'accélération de l'inflation étaient autoréalisées. L'économie était proche de l'hyperinflation qui finit par se concrétiser au début de 1990.

Le plan Verão fut conçu pour être très orthodoxe en matière de politique monétaire. Ainsi, le taux d'intérêt a été augmenté à des niveaux très élevés, jusqu'à 16 % par mois en termes réels au cours des deux premiers mois du plan. Ensuite, comme le gouvernement réalisa l'impossibilité de maintenir une telle situation (les intérêts élevés seraient d'abord payés par l'État lui-même, augmentant dramatiquement la composante du déficit liée aux paiements des intérêts), le taux d'intérêt fut baissé mais il restait toujours très élevé.

La crise fiscale de l'État devint finalement évidente pour tout le monde. Le gouvernement fut confronté à des difficultés croissantes pour financer son déficit. La composante financière était à présent énorme. La suspension en août 1989 du paiement des intérêts relatifs à la dette extérieure fut d'une aide très limitée car les anticipations des agents économiques étaient déjà très clairvoyantes : l'hyperinflation et la répudiation de la dette intérieure étaient hautement probables.

Durant toute l'année, les agents économiques ont agi selon cette double anticipation, essayant d'anticiper au mieux les actions les plus probables du gouvernement. Ils essayèrent de protéger leurs actifs financiers en vendant leurs titres du Trésor (fuyant le marché de l'*overnight*), mais ils disposaient de peu de solutions de remplacement puisque les prix des autres actifs, y compris le dollar sur le marché parallèle, avaient augmenté. La différence entre les taux de change parallèle et officiel qui d'habitude était de 24 % atteignit plusieurs fois dans l'année 150 %³.

L'offre de monnaie qui en temps normal est endogène avec l'inflation inertielle était alors devenue entièrement passive, augmentant de manière automatique avec l'augmentation de la demande nominale de monnaie. L'offre de monnaie sanctionnait ainsi automatiquement la hausse des prix. L'alternative qui consistait à la maintenir gelée alors que les prix augmentaient de manière vertigineuse, aurait provoqué une crise de liquidités insupportable. Par ailleurs, le gouvernement avait besoin de financer son déficit sur le marché de l'*overnight*. La spéculation sur les titres du Trésor était très élevée. Les agents financiers intermédiaires achetaient généralement des titres du Trésor sans avoir d'acheteur final. Dans une telle situation, la procédure normale serait que les agents financiers intermédiaires se financent sur le marché

3. Effectivement, tout au long de l'année, cette différence varia fortement selon l'apparition des multiples attaques spéculatives contre le cruzado novo. Le gouvernement répondit à ces attaques avec la seule arme, bien qu'autodestructrice, dont il disposait : l'augmentation des taux d'intérêts.

monétaire. Mais comme habituellement ils ne disposaient pas du crédit pour le faire, la Banque centrale rachetait les titres du Trésor. Ce rachat, pratiqué au début des années 1980, devint la règle en 1986. Paradoxalement, c'était une mesure adéquate car elle réduisait à la fois la spéculation et le fardeau du paiement des intérêts dans les finances de l'État. En revanche, elle rendit l'offre de monnaie totalement passive. Chaque fois que des agents économiques fuyaient les titres du Trésor, laissant les agents financiers intermédiaires sans réserve, la Banque centrale achetait automatiquement les titres sans coûts d'intermédiation.

Bien qu'incomplet, le rigoureux programme d'ajustement de 1981-1983 et la dévaluation réelle de la monnaie domestique entraînèrent dans un premier temps une réduction des salaires réels et une aggravation du conflit autour de la distribution du revenu (puisque la conviction généralisée est que cette distribution est profondément injuste au Brésil). Dans un second temps surgit une spirale prix-salaire. Cette spirale fut engendrée par un accord informel, bien qu'efficace, entre les syndicats et les entreprises des industries modernes oligopolistiques (Nakano, 1989).

Cette spirale a son origine en 1978-1979, au moment de la première grande grève de travailleurs depuis 1964. Mais elle ne prit son impulsion qu'en 1985 après que la transition démocratique ait été achevée. Cette spirale n'entraîna pas immédiatement l'hyperinflation parce que les plans hétérodoxes de stabilisation (1986, 1987, 1989) ont fait baisser pendant un temps l'inflation et parce que l'inflation au Brésil a une forte composante inertielle étant donné le degré élevé d'indexation formelle et informelle.

L'inflation inertielle tend à être rigide à la baisse puisque l'inflation future est fortement influencée par l'inflation passée par l'intermédiaire de l'indexation. Mais elle tend aussi à empêcher l'accélération de l'inflation dans la mesure où elle empêche, ou ralentit, la dollarisation de l'économie. En 1923, dans l'hyperinflation allemande par exemple, la dollarisation de l'économie entraîna une spirale taux de change-prix. Les agents économiques effectuaient leurs paiements en monnaie locale et essayaient immédiatement d'acheter des dollars pour protéger leurs actifs. En agissant de la sorte, la demande réelle de dollars s'élevait et des dévaluations réelles continues de la monnaie locale avaient lieu, entraînant l'hyperinflation (Merkin, 1982). En revanche, au Brésil, les agents économiques pouvaient protéger leurs actifs financiers en achetant des titres indexés. La plupart d'entre eux étaient des titres du Trésor financés quotidiennement sur le marché de l'*overnight*. Ces titres (les Lettres financières du Trésor), sur lesquels s'appliquaient des intérêts, représentaient une quasi-monnaie rémunérée. Ils étaient donc la meilleure alternative à l'achat de dollars.

De fait, acheter des dollars était risqué. D'une part, parce que le taux de change parallèle tendait à être artificiellement élevé et, de l'autre, parce qu'il fluctuait énormément. À certains moments, les attaques spéculatives contre le

cruzado faisaient que la différence entre les taux de change parallèle et officiel augmentait fortement. Cependant, l'inflation ne suivait pas immédiatement cette trajectoire à cause du faible coefficient d'importation de l'économie brésilienne (moins de 5 % du PIB) et de l'existence d'un taux de change dual sur le marché. Le taux de change officiel était sous un strict contrôle gouvernemental, protégeant la balance commerciale des fluctuations violentes du taux de change parallèle. Le taux de change officiel était indexé, suivant une règle de stabilisation rampante (*crawling peg rule*), avec des dévaluations quotidiennes. Le taux de change parallèle était déterminé par le marché. Après chaque attaque spéculative, la différence diminuait, infligeant de lourdes pertes aux derniers acheteurs.

L'hyperinflation fut le résultat inévitable de tous ces éléments : le taux officiel d'inflation (indice des prix à la consommation) passa de 53 % en décembre, à 56 % en janvier, à 73 % en février et à 84 % en mars.