

Brésil : la quadrature du cercle

Jacques Adda

Département des diagnostics de l'OFCE

En mars 1986 les autorités brésiliennes lançaient le plan Cruzado de lutte contre l'inflation par la désindexation de l'économie. A l'inverse des politiques de régulation de la demande, qui ont clairement fait la preuve de leur inefficacité au Brésil dans la première partie des années quatre-vingt, le plan Cruzado s'inspirait d'une analyse qualitative du processus inflationniste qui trouve son fondement dans le « conflit distributif », expression désignant l'ensemble des actions et luttes des acteurs sociaux pour la préservation de leurs revenus réels dans un contexte de contrainte extérieure exacerbée. En codifiant ces conflits et en définissant les modalités du partage du revenu réel à travers les différentiels de vitesse d'ajustement des variables indexées (salaires, actifs financiers, taux de change...) l'indexation, formelle ou informelle, accentue la rigidité à la baisse du taux d'inflation. Le « choc hétérodoxe » vise dès lors à supprimer la composante inertielle de l'inflation sans faire retomber l'économie dans la récession. La désindexation s'accompagnait d'une réforme monétaire et d'un blocage transitoire de tous les prix de l'économie qui devaient aider à effacer la mémoire inflationniste du système.

Au début de 1987 l'échec du plan Cruzado était manifeste : l'économie brésilienne connaissait pour la première fois l'hyperinflation, les réserves de change étaient épuisées et la récession semblait inévitable. Contrairement à ce qu'une approche superficielle pourrait suggérer, cet échec ne remet pas en cause la pertinence du diagnostic formulé sur la nature du processus inflationniste. Il s'explique d'abord par une mauvaise gestion de l'hétérodoxie : prolongation excessive, pour des raisons électorales, du blocage des prix, dérapage de la politique salariale, manque de flexibilité de la politique monétaire, incapacité à maintenir dans les limites prévues les besoins de financement du secteur public.

Cet échec résulte d'autre part — et c'est là l'essentiel — de l'impossibilité de désamorcer le conflit distributif tout en poursuivant le transfert massif de ressources vers l'étranger imposé par le paiement des intérêts de la dette extérieure. Le moratoire partiel sur les intérêts de la dette décidé par le Brésil en février 1987 et le retour de la stagflation sanctionnent l'incompatibilité des objectifs poursuivis simultanément par la politique économique. Le plan Bresser, lancé en juin 1987, prend acte de cette incompatibilité et tente de réorienter l'économie vers un sentier de croissance non inflationniste par une gestion plus rigoureuse de l'hétérodoxie et le desserrement, difficile, de la contrainte extérieure.

La Nouvelle République brésilienne, instaurée en mars 1985 après vingt et un ans de régime militaire, est née tragiquement. La mort de Tancredo Neves, quelques semaines après son investiture à la présidence de la République, a laissé la jeune démocratie dans un état de fragilité politique dont les effets — sur la conduite de la politique économique et sociale notamment — se font sentir pleinement aujourd'hui. L'héritage de la dictature, malgré des acquis industriels importants, était particulièrement lourd : aux déséquilibres sociaux et régionaux accumulés depuis plusieurs décennies et dont on trouve peu d'équivalents dans le monde s'ajoutaient à la fin de 1984, une dette extérieure égale à quatre ans d'exportation, une inflation supérieure à 200 % l'an et une économie sortant péniblement de trois années de sévère recession grâce à la reprise — éphémère — de la demande mondiale. Seul aspect positif, l'excédent massif de la balance commerciale permettait d'honorer les intérêts de la dette malgré l'interruption des flux nets de financement extérieur.

Lancé le 28 février 1986 après une période initiale de consolidation de la reprise et de récupération du marché intérieur, le plan Cruzado constituait le premier dispositif global de politique économique visant à stabiliser les prix par des voies non récessives. Les premières années quatre-vingt avaient été marquées par l'échec patent des politiques de régulation de la demande recommandées, puis imposées par le Fonds monétaire international. La nouvelle politique économique, s'appuyant sur une analyse originale de l'inflation, place la désindexation, le gel transitoire de tous les prix — et notamment du taux de change — et la réforme monétaire au cœur de son dispositif de désinflation.

Succédant aux programmes novateurs de stabilisation adoptés par l'Argentine et Israël à la mi-1985, le plan brésilien renforçait l'espoir d'une possibilité de sortie de crise pour les économies semi-industrialisées confrontées à l'exigence du transfert net de ressources vers l'extérieur⁽¹⁾ et en proie à une très forte inflation, voire à l'hyperinflation⁽²⁾. Après une première phase euphorique d'inflation proche de zéro et d'accélération de la production industrielle, l'économie retombait brusquement dans la stagflation au début de 1987 tandis que l'effondrement du solde commercial et des réserves de change provoquait la déclaration d'un moratoire partiel sur les intérêts de la dette extérieure.

(1) Le transfert net de ressources vers l'extérieur est appelé transfert négatif dans le cas des pays en développement. Dans une situation normale ces pays sont en effet importateurs nets de capitaux, ce qui était le cas dans les années soixante et soixante-dix d'une façon générale. Le transfert négatif est défini par la différence entre les intérêts versés sur la dette extérieure et le flux net de financements reçu de l'extérieur.

(2) Rappelons que l'inflation désigne le mouvement d'élévation continue du niveau général des prix. Le terme d'hyper-inflation s'applique aux situations d'accélération exponentielle du taux d'inflation (cas d'un taux d'inflation mensuel, qui passerait de 1 à 2 %, puis 4, puis 8 %, puis 16 %, etc.). Un taux d'inflation élevé (200 % par an par exemple), mais stable dans le temps, ne constitue pas une situation d'hyper-inflation (cf. seconde partie).

L'actuelle reprise en main de l'économie par le nouveau ministre des Finances Luiz Bresser Pereira marque le début d'une difficile convalescence. Son issue dépendra tant des concessions que le Brésil parviendra à obtenir de ses créanciers étrangers que de la capacité de l'actuelle administration à gérer les très vives tensions sociales et politiques existantes.

1. Aperçu général de l'économie brésilienne (*)

Un pays continent

Avec 8,5 millions de km² le Brésil s'étend sur près de la moitié du sous-continent sud-américain. Sa masse territoriale, son poids, non seulement démographique, mais économique — 270 milliards de dollars en 1986, soit davantage que tous les autres pays du sous-continent réunis — son rayonnement culturel et son intense activité diplomatique lui confèrent un statut de puissance régionale. Richement doté en ressources minérales (fer, charbon, nickel, manganèse, cuivre, aluminium, étain, bauxite...), le Brésil s'attache depuis 1975 à réduire sa dépendance énergétique grâce à d'ambitieux programmes d'investissement dans l'énergie nucléaire et hydro-électrique, grâce aussi à la fabrication d'essence à partir d'alcool de canne et à la valorisation de ses propres ressources pétrolières. Son potentiel agricole considérable lui assure une position de choix sur les marchés mondiaux de plusieurs produits (café, cacao, sucre, graines, tourteaux et huile de soja...).

Une transition démographique à peine amorcée

En 1960 le Brésil avait 70 millions d'habitants. On en compte aujourd'hui 140 millions, dont 51 de moins de 15 ans et 80 de moins de 25 ans. Cette population est principalement urbaine : en vingt ans le taux d'urbanisation s'est élevé de 50 à 72 %. Huit villes ont plus d'un million d'habitants, dont les deux agglomérations de Sao Paulo (15 millions) et Rio de Janeiro (9 millions). La diminution du taux brut de natalité, qui est passé de 39 pour mille en 1965 à 30 pour mille en 1984, a permis un ralentissement sensible de la croissance démographique, qui est revenue de 2,8 à 2,2 % par an.

Une économie profondément déséquilibrée...

Les déséquilibres régionaux sont extrêmement accusés. Les quatre cinquièmes de la production industrielle, la dixième du monde, sont concentrés au sud-est du pays, dans les trois Etats de Sao Paulo, de Rio et du Minas Gerais dont la surface totale ne constitue qu'un huitième du territoire brésilien. Ces trois Etats, où vivent plus de 60 millions de personnes, réalisent à eux seuls les deux tiers du produit intérieur brut. A l'inverse le Nordeste, qui regroupe 42 millions de

(*) Données extraites de H. Jaguaribe, 1986 ; Banque mondiale, Rapport sur le développement dans le monde, 1986 ; CEPAL, Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean, 1985 ; F. Gèze, L'Etat du monde, Ed. La Découverte ; G. Chaliand et J.P. Rageau, Atlas Stratégique, Fayard, 1983.

personnes, vit d'une production principalement agricole et présente toutes les caractéristiques d'une région sous-développée. L'espérance de vie à la naissance n'y atteint que 51 ans, au lieu de 64 ans dans le sud-est. Le taux de mortalité infantile s'y élève à 125 pour mille, soit un niveau aussi élevé qu'au Bangladesh, au lieu de 70 pour mille dans le sud-est. L'analphabétisme y est trois fois plus répandu que dans le reste du pays. La pauvreté absolue (revenu égal ou inférieur à un salaire minimum) touche 55 % de la population nordestine, au lieu de 30 % dans le sud-est.

... et inégalitaire

La société brésilienne est probablement la plus inégalitaire qui soit au monde. En 1983 la part dans le revenu national des 20 % de la population percevant les plus bas salaires (deux premiers déciles) n'atteignait pas 3 %. Les trois déciles suivant ne recevaient que 11 % du revenu national, de sorte que 50 % de la population disposaient du même revenu global que les 1 % les plus riches, soit un peu plus de 13 % du revenu national. Ce n'est qu'au huitième décile de revenu que l'équilibre est atteint entre la part prélevée sur le revenu national par les personnes situées dans ce décile et la part qu'elles constituent dans la population active totale. Au sommet de cette pyramide inversée, les 10 % les mieux rémunérés reçoivent 46 % du revenu national et parmi eux 5 % des Brésiliens accaparent un tiers du revenu de la nation.

La faillite des thérapies orthodoxes : l'ajustement récessif

De la croissance non inflationniste à la stagflation

L'entrée en crise de l'économie brésilienne date de 1981. S'achève alors une longue période de croissance économique entamée en 1968 que l'on peut schématiquement diviser en trois phases.

Le modèle « excluant » (1968-1973)

De 1968 à 1973 l'économie, qui sortait de cinq années de récession, croît à un rythme extrêmement soutenu de 11 % par an en moyenne, l'inflation tend à décliner (16 % en 1973) et la balance commerciale est équilibrée. Ce sont les fameuses années du « miracle » brésilien où la réalité au niveau des performances macroéconomiques n'a d'égale que l'aggravation sans précédent des inégalités sociales et de l'endettement extérieur qui en constituent les fondements⁽³⁾. S'appuyant sur une chute

(3) Pour une présentation des caractéristiques générales du modèle de croissance brésilien après 1964, voir P. Salama, 1974 et J. Adda, 1984 et 1985.

continue du pouvoir d'achat du salaire minimum — qui concerne alors 40 % de la population active — la concentration des revenus permet l'élargissement à une partie des classes moyennes du marché moderne de consommation. Ainsi la part dans le revenu national des 50 % les plus pauvres passe de 17,7 % en 1960 à 14,9 % en 1970 et 12,6 % en 1980. Celle des 10 % les mieux rémunérés augmente de 44,5 % en 1960 à 46,4 % en 1970 et 47,7 % en 1980 ⁽⁴⁾. Le modèle est dit « excluant » en ce sens que l'accès aux normes occidentales de consommation est de fait réservé à une petite fraction de la population, soit 15 à 20 % environ des 100 millions d'habitants que comptait le Brésil à l'époque (il en compte aujourd'hui 140 millions). L'accroissement rapide de la production industrielle, tout particulièrement dans le secteur des biens durables de consommation, est rendu possible par l'élévation du taux d'utilisation des capacités de production installées au cours de la phase haute du cycle précédent (1955-1961) ⁽⁵⁾. Les conditions de financement de l'économie sont profondément transformées par les réformes fondamentales mises en œuvre par les militaires à partir de 1964 : institution du principe de correction monétaire des actifs financiers (indexation sur l'indice des prix) visant à stimuler l'épargne financière et à faciliter un financement non inflationniste du déficit public ; réforme fiscale et redressement des tarifs des biens et services fournis par le secteur public ; ouverture de l'économie aux investissements étrangers et mesures d'encouragement du financement en devises de l'activité non seulement des entreprises étrangères mais aussi des grandes entreprises nationales. L'accélération de l'endettement extérieur — la dette extérieure totale s'élève de 3 milliards de dollars en 1968 à 14 milliards en 1973 — illustre le mouvement d'internationalisation du financement de l'économie ⁽⁶⁾. Ce processus est lui même autorisé par la mise en place d'un dispositif actif et performant de promotion d'exportations. La technique des mini-dévaluations (amplitude limitée, fré-

1. Caractéristiques générales de la croissance économique brésilienne

En pour-cent

	1955-1962	1963-1967	1968-1973	1974-1980	1981-1983	1984	1985	1986
PIB (a)	7,1	3,1	11	7,1	- 1,7	5,7	8,3	8,2
PIB/habitant (a)	3,9	0,3	8,1	4,5	- 4,1	3,1	5,6	5,6
VA industrielle (a)	9,8	3,7	13	7,2	- 5,4	6,1	9,0	12,1
Exportations totales (b)	- 2,2	6,4	24,6	18,3	2,8	23,3	- 5,1	- 12,7
Importations totales (b)	1,8	2,5	27,0	20,6	- 12,4	- 9,7	- 5,4	6,2
Dette extérieure (b)	nd	nd	24,5	23,1	14,7	12,0	5,2	5,4

Sources : Conjuntura economica : Cuentas nacionales et BACEN-DEPEC : Programa economico.

(a) Taux de croissance annuels moyens en volume.

(b) Taux de croissance annuels moyens en dollars courants.

(4) Source : Instituto brasileiro de geografia e estadística ; voir aussi G. Pfefferman et R. Webb, 1983.

(5) On trouvera une analyse précise des caractéristiques de la croissance économique brésilienne entre 1945 et 1964 dans M.-C. Tavares, 1964 et 1975. Voir aussi Fernandes, 1974.

(6) Cf. M. Baer, 1986.

quence quasi-hebdomadaire, date non annoncée) adoptée en 1968 en constitue l'élément central ⁽⁷⁾. Calculée en fonction du différentiel d'inflation avec l'étranger, en l'occurrence les Etats-Unis, la dépréciation quasi-continue de la monnaie signifie une indexation de fait du taux de change sur le taux d'inflation. La progression spectaculaire des exportations, notamment de produits manufacturés, et l'accumulation d'importantes réserves de change semblent éloigner toute menace de déséquilibre de la balance des paiements. La croissance est dans ces conditions parfaitement compatible avec la décélération du taux d'inflation.

La relance de la substitution d'importations (1974-1979)

A la croissance accélérée des années 1968-1973 succède à partir de 1974 et jusqu'en 1979 une période de croissance plus en rapport avec le rythme normal d'expansion de l'économie brésilienne sur longue période (+ 7 % environ pour une croissance démographique annuelle de 2,5 %). La transformation de l'environnement international — premier choc pétrolier, ralentissement du commerce mondial — explique évidemment pour une large part cette inflexion du rythme de croissance. Mais celle-ci résulte aussi de facteurs endogènes à l'économie brésilienne : saturation, dès la fin de 1973, des capacités de production de l'industrie manufacturière ; développement très insuffisant du secteur des biens de production susceptible de détériorer la balance commerciale en cas d'accélération de l'investissement. Ainsi le doublement en valeur des importations en 1974 ne s'explique que pour un tiers par l'augmentation du prix du pétrole. Outre la constitution de stocks spéculatifs par les agents anticipant l'adoption de mesures restrictives à l'importation, ce phénomène traduit l'incapacité de la production domestique à faire face, quantitativement et qualitativement, à la demande dans une économie surchauffée ⁽⁸⁾. A cette situation l'administration Geisel, qui prend ses fonctions en 1974, répondra par un rééquilibrage fondamental du modèle de croissance au profit de l'investissement productif dans le secteur des biens d'équipement et de l'industrie lourde (sidérurgie, pétrochimie, matériaux de construction, énergie). Cette stratégie, exposée dans le second plan national de développement (1975-1979), suppose la mise en œuvre de programmes sectoriels de substitutions aux importations, dont la réalisation est confiée aux grandes entreprises publiques ⁽⁹⁾ et dont le financement est principalement externe.

L'endettement extérieur, encouragé par le passage à des taux d'intérêt réels positifs, résout à court terme les problèmes de financement de la balance des paiements tout en facilitant l'ajustement à long terme de la structure productive sans que la consommation intérieure soit excessivement pénalisée. De fait la modification de la formule d'indexation des salaires à partir de 1974 permet de stabiliser les salaires réels malgré le doublement du rythme d'inflation (40 % par an entre 1974 et 1978). La politique de promotion des exportations

(7) Cf. E. Bacha, 1979.

(8) Cf. P. Malan et R. Bonelli, 1977.

(9) Cf. A. Barros de Castro et P.-E. Pires de Souza, 1985.

demeure active, sans être toutefois intensifiée. Finalement l'intervention massive de l'Etat et la multiplication des dépenses de transferts — aides fiscales, bonifications d'intérêt au profit des secteurs industriels prioritaires, de l'agriculture et de l'exportation, prix et tarifs publics subventionnés — provoque l'érosion rapide de la capacité d'épargne du secteur public et la formation d'un important déficit public ⁽¹⁰⁾.

La fuite en avant (1979-1980)

Le second choc pétrolier et le retournement brutal de la conjoncture internationale avec l'entrée en recession de l'économie américaine en 1980 vont achever de déséquilibrer le modèle de croissance brésilien. Dès 1977 le service de la dette extérieure absorbait à lui seul les trois quarts des nouveaux emprunts en devises, soit encore 50 % des exportations de marchandises et ce malgré le retour rapide à l'équilibre de la balance commerciale. Le déficit de la balance des paiements courants, contenu à 5 milliards de dollars par an entre 1976 et 1978, s'élève à 11 milliards par an entre 1979 et 1981 sous l'effet conjugué de la détérioration des termes de l'échange et de l'explosion des versements d'intérêt sur la dette extérieure (tableau 2). La gestion de la nouvelle administration Figueiredo se caractérise dans ses deux premières années — 1979 et 1980 — par le refus volontariste des politiques d'ajustement préconisées par la communauté financière internationale. Les fortes résistances, tant du patronat que des syndicats, à toute politique récessive provoquent, dans un contexte d'ouverture politique graduelle, le départ de Mario Simonsen qui est remplacé à la tête de l'économie par Delfim Netto, père du « miracle » des années 1968-1973. Celui-ci se propose d'opérer le redressement des comptes extérieurs et de réduire l'inflation, tout en maintenant le rythme de croissance de l'économie qui, de fait, restera élevé jusqu'à la fin de 1980. La nouvelle politique économique consiste en un curieux mélange de concessions faites aux créanciers étrangers, de fuite en avant dans l'endettement extérieur et d'hétérodoxie apparente dans la gestion monétaire et salariale.

Les concessions aux créanciers sont claires : ajustement des tarifs publics, libération des prix des produits alimentaires, autorisation donnée aux investisseurs étrangers d'explorer les ressources minérales et pétrolières du pays, réduction des subventions à l'exportation et des obstacles aux importations, compensée par une maxi-dévaluation de 30 % du cruzeiro en décembre 1979. La captation de financements extérieurs par le secteur privé est fortement stimulée par de multiples mesures fiscales et financières ⁽¹¹⁾ mais elle rencontre de fortes résistances des banques étrangères dès le second semestre 1980. La composante hétérodoxe du programme apparaît dans la préfixation de la correction monétaire ⁽¹²⁾ et de la dépréciation du taux de change à 45 % et 40 % respectivement pour 1980 alors que l'inflation avait atteint 77 %

(10) Cf. R. Furquim Werneck, 1986.

(11) Cf. M. Baer, 1986.

(12) La correction monétaire des actifs financiers consiste à modifier la valeur des titres en fonction de l'évolution de l'indice des prix. En ce qui concerne les titres de la dette publique la correction est, en règle générale, appliquée *ex-post* (indexation) de sorte que la valeur réelle des titres est garantie sur toute la période du contrat. La pré-fixation de la correction monétaire par les autorités supprime cette garantie et fait courir le risque d'une perte de pouvoir d'achat aux détenteurs de titres au cas où l'inflation effective serait supérieure à l'objectif d'inflation annoncé.

en 1979. Simultanément une nouvelle loi salariale est adoptée en novembre 1979 qui autorise le réajustement semestriel et non plus annuel des salaires en fonction de l'inflation passée.

Visant à agir sur la formation des anticipations inflationnistes (si tout le monde croit que l'inflation sera de 45 %, alors l'inflation sera de 45 % !), le « choc psychologique » créé par la préfixation de la correction monétaire a surtout contribué à ramener les taux d'intérêt réels à un niveau artificiellement bas et à réduire à zéro le gain de compétitivité procuré par la maxi-dévaluation de décembre 1979, encourageant ainsi la formation de stocks spéculatifs et les anticipations sur une nouvelle maxi-dévaluation. A la fin de 1980 l'échec de cette politique est manifeste : le PIB a certes maintenu sa progression (+ 9 %) mais le rythme d'inflation s'est accéléré et atteint désormais 100 % malgré la stabilité des coûts unitaires dans l'industrie. L'instabilité sur le plan externe et l'exacerbation des tensions pesant sur la balance des paiements, dont le déficit atteint 13 milliards de dollars en 1980, imposent un nouveau changement de cap, cette fois-ci brutal, de la politique économique en 1981.

L'économie étranglée (1980-1982)

L'accroissement spectaculaire des besoins de financement en devises et la réduction rapide des réserves de change en 1979 et 1980 témoignent de la virulence de la contrainte extérieure à laquelle est soumise l'économie à partir du second choc pétrolier. Défini sommairement par la somme du déficit courant et des charges d'amortissement de la dette extérieure ⁽¹³⁾, le besoin de financement de l'économie, qui s'était stabilisé à 9 milliards de dollars par an entre 1974 et 1977, s'élève à 17 milliards en 1979 et culminera à 24 milliards en 1982.

Malgré le doublement de la facture pétrolière en deux ans (+ 5,8 milliards de dollars entre 1978 et 1980), le déficit commercial reste contenu en deça de 3 milliards grâce à la progression ininterrompue des exportations de produits manufacturés (+ 4 milliards). L'augmentation des charges d'intérêt (+ 3,6 milliards) et le ralentissement des entrées de capitaux (- 3 milliards) expliquent la très forte ponction opérée sur les réserves de change du pays qui, de plus de 10 milliards de dollars à la fin de 1978, tombent à 4 milliards à la fin de 1980.

L'orientation franchement restrictive de la politique économique s'affirme dès la fin de 1980 avec la libération des taux d'intérêt, l'abandon de la préfixation de la correction monétaire et les coupes importantes opérées dans les dépenses publiques, en particulier d'investissement. Menée selon les recommandations du FMI, mais sans qu'aucun accord formel ne soit passé avec lui jusqu'en janvier 1983, cette orientation n'a été abandonnée qu'en 1985, après l'avènement de la Nouvelle République. D'une façon générale l'ajustement récessif qui caractérise cette

(13) Une définition plus précise retrancherait les transferts unilatéraux (d'ampleur limitée dans le cas du Brésil) et ajouterait les besoins de crédits en devises liés au financement des exportations brésiliennes (près d'un milliard de dollars en 1980).

2. Les besoins de financement extérieur du Brésil 1974-1984

En milliards de dollars

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Besoin de financement	9,3	9,2	8,9	9,0	12,2	17,1	19,5	19,1	24,4	13,7	6,4
— Déficit commercial (a)	4,6	3,5	2,3	- 0,1	1,0	2,8	2,8	- 1,2	- 0,8	- 6,5	- 13,1
— Déficit des services (b)	2,1	2,0	1,9	2,9	3,2	3,6	3,7	3,7	5,7	3,7	2,8
— Intérêts nets versés	0,7	1,5	1,8	2,1	2,7	4,1	6,3	9,2	11,4	9,6	10,2
— Amortissements (c)	1,9	2,2	2,9	4,1	5,3	6,6	6,7	7,4	8,1	6,9	6,5
Financement	9,3	9,2	8,9	9,0	12,2	17,1	19,5	19,1	24,4	13,7	6,4
— Investissements directs (d)	0,9	0,9	1,0	0,8	1,1	1,5	1,1	1,6	1,1	0,9	1,1
— Emprunts à moyen et long terme ...	6,9	6,8	7,9	8,4	13,6	11,2	10,6	15,6	12,5	6,7	10,4
— Variation des réserves (e)	1,1	1,2	- 2,5	- 0,7	- 4,6	2,9	3,3	- 0,8	4,9	1,3	- 5,9
— Autres (f)	0,4	0,3	2,5	0,5	2,1	1,5	4,5	2,7	5,9	4,8	0,8

Sources : BACEN-DEPEC : Boletim mensal et programa Economico ; FGV : Conjuntura Economica et FMI : Statistiques financières internationales.

(a) Un signe négatif traduit un excédent de la balance commerciale FOB-FOB.

(b) Hors versements nets d'intérêt. Les transferts unilatéraux sont inclus dans cette rubrique.

(c) Sur la dette à moyen et long terme.

(d) Hors réinvestissements sur place des profits. Les investissements brésiliens à l'étranger ne sont pas déduits.

(e) A l'exclusion de l'or : un signe positif signifie une diminution des réserves de change.

(f) Emprunts nets à court terme, erreurs et omissions et autres flux non ventilés.

période (1981-1984) peut être défini par la subordination de l'ensemble de la politique économique à l'objectif de rééquilibrage des comptes extérieurs, lui-même réduit en l'occurrence à la préservation à tout prix de la solvabilité externe. A cet objectif principal se juxtapose un objectif secondaire, en grande partie rhétorique, qui est la réduction du taux d'inflation. S'inspirant d'une analyse linéaire et extrêmement réductrice de l'inflation, la politique financière s'attache à réduire l'absorption interne — consommation et investissement — en agissant sur les principaux déterminants de la demande intérieure : taux d'intérêt, déficit public et salaires réels. Le taux d'intérêt sur les certificats de dépôts bancaires (CDB) déflaté par la correction monétaire s'élève ainsi à plus de 30 % en 1981 et ne redescendra guère en dessous de 20 % qu'au dernier trimestre 1985. Le déficit opérationnel du secteur public, calculé en déduisant du besoin de financement consolidé du secteur public la double correction monétaire et de change appliquée sur le stock de la dette publique ⁽¹⁴⁾ est ramené de 6 % du PIB en 1981, 7 % en 1982 à 4,4 % en 1983 et 2,7 % en 1984 (tableau 5).

Les coupes massives opérées dans les investissements des grandes entreprises publiques dès le second semestre 1980 se répercutent immédiatement sur les importations de biens d'équipement et sur l'activité des secteurs des biens de production. La contraction brutale de l'emploi dans ce secteur agit négativement sur la formation des salaires réels, transmettant ainsi l'onde récessive à l'ensemble de l'économie. Les salaires réels dans l'industrie, qui s'étaient redressés en 1981 sous l'effet de la semestrialisation des ajustements salariaux et de la stabilisation du taux d'inflation, rechutent brusquement à partir de la fin 1982. Jusqu'à la mi-1984 la baisse est ininterrompue et varie de 10 à 25 % selon les catégories de travailleurs ⁽¹⁵⁾.

Les résultats de cette nouvelle politique sont sans équivoque : le taux d'investissement (FBCF/PIB) qui avait culminé à 26 % en 1975-1976 est ramené de 22,5 % en 1980 à 16 % en 1983. En trois ans (1981-1983) la production industrielle baisse de 15 %. Pour les seuls biens d'équipement la chute atteint 45 %. Le PIB par habitant recule de 12 %. Dans un contexte de recession internationale et de stagnation des importations mondiales de produits manufacturés, l'ajustement externe s'effectue principalement par réduction des importations. En dollars courants celles-ci reviennent de 23 milliards en 1980 à 15,4

(14) Les autorités brésiliennes distinguent depuis 1983 les concepts de déficits nominal et opérationnel du secteur public (administration centrale, collectivités territoriales et entreprises nationalisées). Le concept de déficit nominal inclut dans les charges financières du secteur public la revalorisation mensuelle de l'ensemble des titres de la dette publique en fonction du taux d'inflation (correction monétaire) ainsi que l'augmentation continue de la valeur des dépôts effectués par les exportateurs et les importateurs auprès de la Banque centrale qui bénéficient d'une indexation sur le taux de change au titre de la résolution 432 (cf. infra). Le concept de déficit opérationnel, économiquement plus pertinent, ne comptabilise comme charge financière au titre des corrections monétaires et de change que les remboursements effectivement réalisés au cours de l'exercice fiscal. On notera qu'en cas d'accélération inflationniste l'encours de la dette publique indexée s'accroît en glissement (de décembre à décembre) nécessairement plus vite que le PIB nominal de sorte que le rapport du déficit nominal du secteur public au PIB augmente mécaniquement. Seul le rapport du déficit opérationnel au PIB permet donc de juger de l'orientation de la politique budgétaire. Pour un résumé de la discussion sur les concepts de déficit public, voir F. de Oliveira et G. Biasoto dans M.-C. Tavares et R. Carneiro, 1986, chapitre 5.

(15) Cf. D. Zurrón Ocio, 1986.

milliards en 1983. Hors pétrole la baisse atteint 45 % en valeur ! Malgré cela la croissance explosive des charges d'intérêt et surtout l'interruption des flux nets de financements extérieurs après la crise mexicaine d'août 1982 provoque un nouvel effondrement des réserves de change qui, une fois passée l'importante échéance électorale de novembre 1982, oblige les autorités à passer un accord formel avec le FMI.

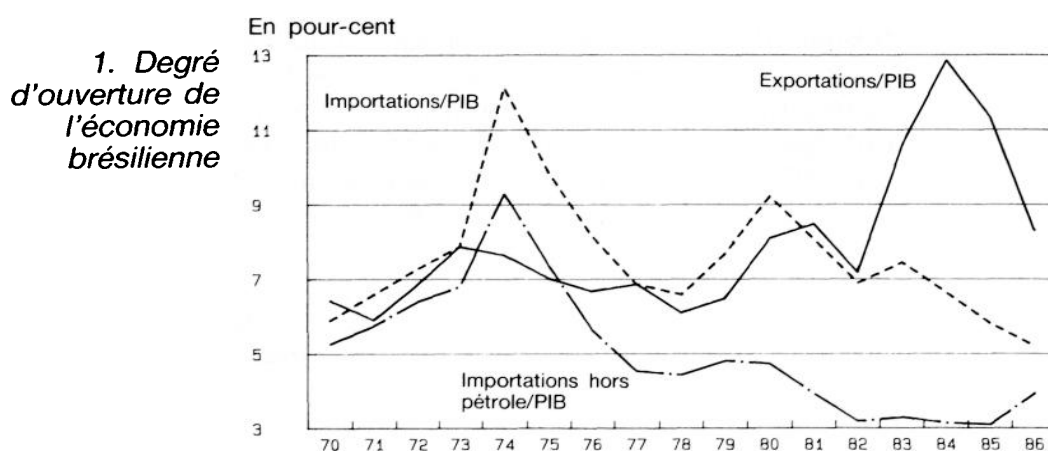
Le diagnostic du FMI est simple. Experts dans le maniement des identités comptables, les économistes du Fonds imputent inévitablement le déséquilibre de la balance courante à un excès d'investissement sur l'épargne domestique ⁽¹⁶⁾. En termes clairs, le pays vivrait au dessus de ses moyens. L'excès de demande est attribué au déficit public, dont le financement excessivement monétaire serait la cause de l'inflation. Le déficit public est lui même expliqué par l'ampleur des dépenses de transfert. Les multiples subventions, outre qu'elles déséquilibrent les finances publiques, faussent l'allocation des ressources qui s'effectue selon des critères irrationnels, car non déterminés par le libre jeu des forces du marché. Armé de cette analyse, elle-même rodée sous toutes les latitudes ou presque, le Fonds est amené à formuler les recommandations suivantes : réduction du déficit consolidé du secteur public, entreprises nationales incluses, par réduction des subventions aux produits de base (prix du pain, de l'essence etc.), des bonifications d'intérêt aux secteurs prioritaires et des investissements publics ; démantèlement du système d'incitations fiscales et financières aux exportations et de restrictions quantitatives aux importations, et maxi-dévaluation compensatrice de la monnaie ; réduction du degré d'indexation des salaires, condition indispensable de la désinflation en l'absence d'anticipations rationnelles des agents. Sur le plan financier l'accord passé en 1982 ouvrait la voie à un rééchelonnement sur trois ans du remboursement du principal de la dette arrivé à échéance en 1982 et 1983 ⁽¹⁷⁾, à un renouvellement des lignes de crédits commerciaux et interbancaires à court terme et à une injection de 4,4 milliards de dollars de nouveaux crédits bancaires.

Contrairement aux attentes des experts du Fonds, la poursuite et l'approfondissement de la politique d'ajustement n'ont permis de parachever le rééquilibrage des comptes extérieurs qu'au prix d'une accentuation des déséquilibres intérieurs. La seconde maxi-dévaluation de 30 % effectuée en février 1983, qui a été suivie d'une reprise agressive de la politique des mini-dévaluations, a eu un effet désastreux sur le rythme d'inflation qui franchit un nouveau palier pour atteindre 200 % en 1983. Dans le même temps la ponction opérée sur l'épargne privée par le secteur public pour financer l'énorme service de sa dette intérieure et extérieure maintient les taux d'intérêt réels à un niveau prohibitif. L'érosion rapide du pouvoir d'achat des ménages en période d'accélération inflationniste — et en particulier du revenu réel des classes

(16) Cf. E. Bacha, 1983.

(17) A la différence des accords de rééchelonnement pluri-annuels de la dette signés à partir de 1984 par le Mexique, l'Argentine et d'autres débiteurs, l'accord de 1983 ne restructure pas la dette brésilienne sur longue période mais se contente de reporter de quelques années les remboursements échus en 1982 et 1983. Cinq ans après la crise de 1982, le Brésil n'a toujours pas obtenu des banques internationales une restructuration à long terme de sa dette. On trouvera une présentation complète des accords de 1983 entre le Brésil, le FMI et les banques dans M. Baer, 1986.

moyennes qui avaient le plus profité du boom de la consommation dans les années soixante-dix — contribue à déprimer l'investissement et la production industrielle comme aussi à fragiliser la base politique d'un régime dépourvu de toute légitimité. Seul résultat apparemment favorable, la formation d'un excédent massif de la balance commerciale ne fait que concrétiser l'énorme transfert de ressources nécessaire au paiement des intérêts de la dette dans un contexte de quasi-suspension des entrées nettes de capitaux. Concrètement l'amélioration du solde commercial de l'ordre de 4 points du PIB intervenu entre 1980 et 1983 n'a été obtenue que grâce à une compression de la demande intérieure équivalente à 8 points du PIB et sans qu'aucun progrès ne soit enregistré dans la lutte contre l'inflation.



Source : FUNCEX.

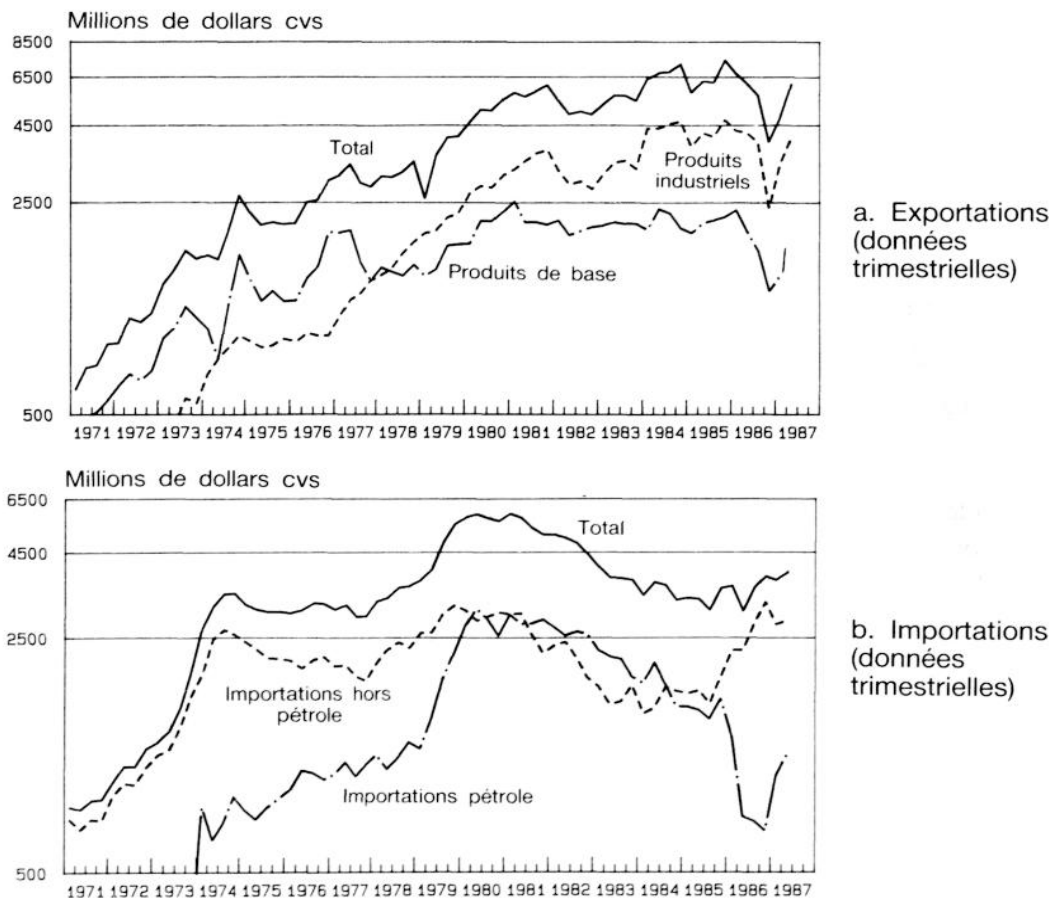
Excédent commercial et transfert négatif (1983 – ?)

En l'espace de six ans (1981-1986) les versements effectués par le Brésil au titre des seuls intérêts nets de sa dette extérieure se sont élevés à 59 milliards de dollars. Jusqu'en 1982 une partie de ces paiements était financée par un apport de ressources extérieures, autrement dit par des entrées nettes de capitaux à moyen et long terme (hors investissements directs). L'interruption de ces flux à partir de 1983 contraint le Brésil à auto-financer la majeure partie, voire la totalité, de la charge des intérêts par un fort excédent commercial. Celui-ci devient en quelque sorte la variable d'amorçage du processus de définition de la politique économique. Compte tenu des objectifs d'exportation et du prix des importations incompressibles, l'ajustement est obtenu par plafonnement des importations en valeur. Celles de produits manufacturés, étant constituées à raison de 90 % de biens de production, leur réduction se répercute directement sur l'activité productive. La chute de celle-ci ne peut dès lors être amortie que par les substitutions aux importations résultant de l'important effort d'investissement réalisé dans la seconde moitié des années soixante-dix. L'importance manifeste de ces substitutions a amené certains auteurs à qualifier de « structurel » l'excédent commercial dégagé par le Brésil à

partir de 1983. L'adjectif « structurel » signifie ici que l'excédent en question serait parfaitement compatible avec un retour au niveau d'activité de 1980.

Cette thèse, développée par Barros de Castro ⁽¹⁸⁾, s'appuie sur le retournement remarquable du bilan en devises d'un certain nombre de branches industrielles qui ont commencé à enregistrer des excédents commerciaux notables dans les années quatre-vingt, alors qu'elles étaient déficitaires ou équilibrées dans les années soixante-dix. Ce processus est particulièrement visible dans les industries des métaux non ferreux, de la sidérurgie, du papier, de la cellulose, des produits pétrochimiques, des engrais et des biens d'équipement. En fait la thèse de Barros de Castro sous-estime assez nettement les effets de la contraction de l'activité sur le volume des importations. Si la substitution d'importations a pu jouer un rôle très significatif dans l'industrie des biens intermédiaires, elle ne peut rendre compte de la réduction de moitié de la valeur des importations de biens d'équipement entre 1981 et 1983. De même la reprise des exportations de produits manufacturés en 1984 n'est pas indépendante du maintien d'un faible niveau d'absorption interne. En fait, pour y voir clair, il importe de revenir sur la composition de l'excédent de 6 milliards de dollars obtenu en 1983 et porté à 12-13 milliards en 1984 et 1985.

2. Echanges extérieurs du Brésil



Sources : FUNCEX, calculs OFCE.

(18) Cf. A. Barros de Castro, 1984.

Le premier élément d'analyse concerne l'amélioration du solde énergétique due à la réduction de la facture pétrolière. Celle-ci provient tout d'abord des progrès considérables de la production nationale de pétrole (+ 0,4 million de barils par jour entre 1980 et 1986) et du succès du programme de substitution de l'alcool de canne, du charbon et du bois à la consommation de pétrole. A cela s'ajoute la lente érosion du prix du pétrole entre 1982 et 1985. Au total la facture pétrolière fut réduite de 5 milliards de dollars en trois ans, soit près de la moitié de la progression du solde commercial, un tiers si on considère seulement la période 1982-1984.

La diversification de l'appareil productif, fruit des investissements de capacité réalisés avant le second choc pétrolier, est surtout perceptible dans le secteur des biens intermédiaires, dont le solde progresse de 4 milliards de dollars environ entre 1980 et 1984 tant par substitution d'importations que par expansion des exportations. La reprise de l'activité en 1985-1986 montrera toutefois que ces gains sont forts fragiles en cas de rétablissement du marché intérieur (cf. infra). La réduction des importations de biens d'équipement, liée à la chute de l'investisse-

3. La formation de l'excédent commercial brésilien (1980-1984)

En milliards de dollars

	Valeur Importations			Valeur exportations			Δ solde
	1980	1984	Δ	1980	1984	Δ	
Animaux	0,3	0,1	- 0,2	0,5	0,7	0,2	0,4
Végétaux	1,7	1,1	- 0,6	3,2	3,4	0,2	0,8
Huiles	0,1	0,1	0	0,7	0,9	0,2	0,2
Industries alimentaires	0	0	0	5,2	5,7	0,5	0,5
Minéraux et combustibles	10,5	7,6	- 2,9	2,2	3,7	1,5	4,4
Produits chimiques	2,8	1,5	- 1,3	0,5	1,1	0,6	1,9
Matières plastiques - Caoutchouc-cellulose	0,5	0,3	- 0,2	0,2	0,7	0,5	0,7
Peaux et cuirs	0	0,1	+ 0,1	0,2	0,3	0,1	0
Bois et meubles	0	0	0	0,4	0,3	- 0,1	- 0,1
Papier	0,2	0,1	- 0,1	0,5	0,8	0,3	0,4
Textiles - vêtements	0,1	0,1	0	0,9	1,2	0,3	0,3
Biens de consommation courants (a)	0	0	0	0,4	1,1	0,7	0,7
Matières plastiques - Caouthouc-cellulose	0,1	0	- 0,1	0,2	0,2	0	0,1
Métaux	1,5	0,4	- 1,1	1,2	3,0	1,8	2,9
Machines et appareils électriques ..	3,5	1,6	- 1,9	1,8	2,0	0,2	2,1
Matériels de transport	0,8	0,5	- 0,3	1,5	1,4	- 0,1	0,2
Matériels professionnels divers (b) .	0,5	0,3	- 0,2	0,1	0,1	0	0,2
Divers	0	0	0	0,1	0,1	0	0
Total	23,0	13,9	- 9,1	20,1	27,0	6,9	+ 16,0

Sources : FUNCEX, Desempenho do comercio exterior brasileiro, calculs OFCE.

(a) Chaussures, chapeaux, parapluies, fleurs, etc.

(b) Instruments d'optique, de photographie, de cinéma, appareils médicaux, instruments de musique et de reproduction du son, instruments de précision, horlogerie...

ment, a contribué pour un peu plus de 2 milliards entre 1980 et 1984 à la formation de l'excédent et ne s'est pas accompagnée d'une augmentation des exportations.

Hormis les biens intermédiaires, la reprise des exportations s'explique surtout par la performance des produits liés au secteur agro-alimentaire (jus d'orange, graines, farines et huile de soja) et par le développement d'un secteur minier fortement extraverti. L'industrie des biens de consommation, très peu tournée vers l'exportation, n'a que modérément contribué à l'amélioration du solde commercial. Finalement on peut attribuer une pondération à peu près équilibrée aux quatre facteurs suivants dans la formation de l'excédent commercial : réduction de la facture pétrolière, substitutions aux importations et expansion des exportations de l'industrie lourde, accroissement du surplus agro-alimentaire et minier, réduction de l'absorption intérieure. L'excédent commercial dégagé au cours de cette période, outre qu'il est indissociable de choix difficilement réversibles et socialement coûteux en matière de politique agraire et qu'il accroît la sensibilité de l'économie aux fluctuations des prix internationaux de quelques produits de base, ne résulte que pour un tiers tout au plus des gains définitifs de production enregistrés par l'industrie brésilienne.

Le renouveau théorique : inflation inertielle et choc hétérodoxe

Les premiers mois de la Nouvelle République se caractérisent paradoxalement par un conservatisme prudent de la gestion économique. Le mot de Tancredo Neves sur son lit d'hôpital, « il est interdit de dépenser ! », prononcé peu de temps avant sa mort, paralyse toute initiative novatrice en matière de politiques monétaire et budgétaire. Les taux d'intérêt réels sont maintenus à un niveau extrêmement élevé et de nouvelles coupes sont décidées dans les programmes d'investissement public. Néanmoins les pressions sociales sont telles que les entreprises et le gouvernement ne peuvent éviter d'importantes concessions salariales. La trimestrialisation de plus en plus répandue des ajustements salariaux et la multiplication des arrêts de travail favorisent un redressement des salaires réels qui progressent de 13 % en 1985 en moyenne annuelle.

Cette reconstitution du pouvoir d'achat des ménages s'accompagne d'une forte augmentation de l'emploi industriel, elle-même consécutive à la reprise des exportations en 1984. A cela s'ajoutent la moindre rotation de la main d'œuvre industrielle et le développement des activités informelles qui contribuent activement à la progression rapide de la masse salariale totale, notamment au second semestre 1985. L'amélioration du contexte économique général autorise une réduction de l'épargne de précaution et le renouvellement d'une partie du parc de

4. Emploi, salaires et productivité dans l'industrie de transformation

1980 = 100

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Emploi	100	93	88,5	81,6	81,4	88,4	97,1
Salaire réel moyen	100	109	116	107	105	119	134
Masse salariale réelle	100	101	103	87	85	105	130
Production industrielle	100	88,7	89,2	82,9	88,4	95,3	106,8
Productivité apparente du travail ..	100	95,4	100,8	101,6	108,6	107,8	110
Coûts salariaux unitaires	100	114	115	105	97	110	122

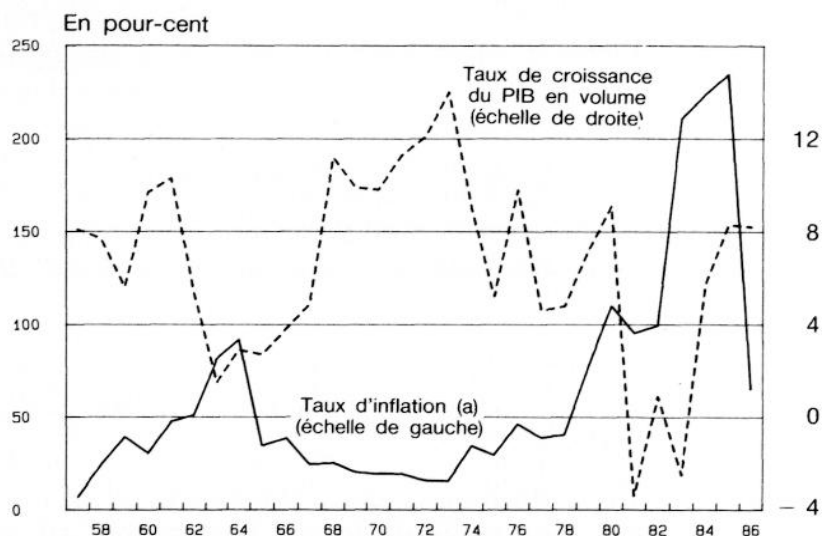
Sources : FIESP-IBGE-FGV.

Note : Toutes les données sont relatives à l'industrie de transformation dans l'Etat de São Paulo à l'exception des chiffres de production industrielle qui concernent l'ensemble de l'industrie de transformation.

biens durables de consommation, peu modifié depuis 1980. Compensant la stagnation de la demande étrangère et la mauvaise performance des exportations de produits manufacturés (graphique 2a), la consommation intérieure, en particulier de biens durables, devient le moteur principal de l'activité. Dans le même temps, la baisse des exportations en valeur est équilibrée par la nouvelle réduction de la facture pétrolière, de sorte que l'excédent commercial est maintenu au niveau extraordinairement élevé de 12 milliards de dollars. La reprise de la consommation est dans un premier temps compatible avec le maintien d'un tel excédent dans la mesure où le taux d'utilisation des capacités de production industrielle est encore bas, notamment dans le secteur des biens de consommation et où elle ne s'accompagne pas encore d'une reprise de l'investissement.

Le problème de l'inflation reste toutefois entier. L'expérience des quinze dernières années démontre en effet une très nette insensibilité de l'inflation brésilienne aux politiques restrictives de régulation de la demande, mais une très vive sensibilité en revanche aux chocs d'offre

3. Inflation et croissance au Brésil



Sources : FGV, BACEN.

(a) Glissement annuel de l'indice général des prix.

de toutes natures. La progression par paliers du taux d'inflation depuis 1973, indépendamment du rythme de l'activité, illustre parfaitement ce phénomène : tombée de 25 à 15 % entre 1968 et 1973 malgré l'accélération de la croissance économique, l'inflation s'élève à 34 % en 1974 et se stabilise autour de 40 % jusqu'au second choc pétrolier. Après l'accélération de 1979 elle se stabilise à nouveau à 100 % entre 1980 et 1982. L'effondrement de l'activité ne l'empêchera pas de doubler à nouveau en 1983 et de rester rigide à 200 % jusqu'en 1985.

Indexation, endettement et déficit public

La rigidité à la baisse du taux d'inflation en cas de contraction de la demande intérieure pose le problème de la nature et du statut du déficit public et plus généralement de la relation entre le système d'indexation et le développement de l'endettement intérieur du secteur public. Le système d'indexation brésilien, mis en place progressivement à partir de 1964, couvre essentiellement trois domaines : les finances publiques et certains segments du marché financier, le taux de change et les salaires. La vitesse d'indexation la plus rapide concerne le taux de change : hebdomadaire dans les années soixante-dix, quotidienne actuellement ; la vitesse la plus lente est celle des salaires : un an à partir de 1974 puis six mois officiellement dans les années quatre-vingt. Dans le secteur financier la correction monétaire, opérée mensuellement, s'applique aux obligations réajustables du Trésor national (ORTN) et aux impôts, aux actifs à moyen et long terme des entreprises, aux livrets d'épargne et à différents programmes d'épargne forcée⁽¹⁹⁾. L'indexation d'une partie des actifs financiers, instaurée en 1964 à l'issue d'une période de forte accélération inflationniste (1958-1963), a permis de neutraliser le risque inflationniste pour les agents à capacité de financement. Elle a donc favorisé la constitution d'une épargne financière et elle n'est pas étrangère au fait que contrairement aux autres pays latino-américains, le Brésil n'ait que modérément souffert de l'évasion des capitaux au cours des dix dernières années. Elle supposait néanmoins que les agents à besoin de financement acceptent de contracter des dettes sujettes à correction monétaire, autrement dit de geler indéfiniment la valeur réelle de leur passif indépendamment du rythme et de l'amplitude de leurs propres ajustements de prix. Une telle situation était naturellement peu viable pour l'industrie comme pour l'agriculture brésilienne qui, de fait, se sont constamment refusées à s'endetter auprès des institutions financières émettrices de titres indexés.

L'endettement en dollars a pu en revanche paraître une solution attrayante pour les grandes entreprises nationales et multinationales et aussi pour le système bancaire en période de contraction du crédit intérieur. D'une part, compte tenu de la dépréciation du dollar face aux autres grandes monnaies dans les années soixante-dix, la dévalorisation

(19) On trouvera une présentation exhaustive et rigoureuse du système brésilien d'indexation dans W. Baer, 1985, chapitre 16. Les développements qui suivent s'en inspirent largement.

du cruzeiro a été maintenue légèrement en deça du rythme d'inflation. D'autre part les taux d'intérêt sur le marché de l'euro-dollar sont restés sensiblement inférieurs au taux d'intérêt réel sur le marché brésilien. La dollarisation du passif des entreprises, par substitution du financement externe au crédit domestique, apparaît ainsi comme l'une des réponses du secteur productif à l'indexation de l'économie. De fait seul l'Etat est, dans un tel système, susceptible d'endosser le risque inflationniste que refusent de supporter les débiteurs privés. Il peut en effet toujours recourir en dernier ressort à l'émission monétaire pour financer son déficit. Endettement public et dollarisation du financement de l'économie ont été les contreparties logiques de l'indexation parfaite des actifs financiers.

L'endogénéisation de l'offre de monnaie devient ainsi irréversible et la politique monétaire ne peut guère faire autrement qu'entériner les besoins de liquidité de l'économie. Elle devient donc entièrement passive. La co-existence de deux unités de compte, l'une fondante avec l'inflation, l'autre de pouvoir d'achat constant, accentue mécaniquement la fuite devant la liquidité et la démonétisation progressive de l'économie. Toute détérioration des anticipations inflationnistes, à l'occasion par exemple d'un choc d'offre ou d'une dégradation de la balance des paiements, se traduit par des déplacements massifs de fonds des actifs monétaires (non indexés) vers les actifs indexés. Le système bancaire est du coup immédiatement confronté à une contraction de liquidité, qui oblige la Banque centrale à intervenir afin d'éviter toute panique financière et de parer aux risques de faillites bancaires et industrielles. Finalement le déficit nominal du secteur public tend à s'auto-développer en raison de la progression rapide du service de la dette indexée.

Plusieurs précisions complémentaires doivent être apportées ici pour mieux cerner ce point fondamental. Jusqu'en 1973 les finances publiques brésiliennes jouissent d'un relatif équilibre. A partir de 1974 l'accroissement des besoins de financement en devises (déficit accru de la balance courante) conduit le gouvernement à encourager la conclusion d'importants emprunts internationaux par les grandes entreprises publiques. La dette extérieure brésilienne, principalement privée lorsque l'on considère l'origine des fonds, devient de plus en plus publique en ce qui concerne la nature des agents débiteurs. Le secteur public brésilien au sens large était ainsi « responsable » de 80 % de la dette extérieure en 1984, au lieu de 50 % dix ans plus tôt. L'étatisation de la dette ne préjuge évidemment pas de l'utilisation finale qui en est faite. Elle traduit néanmoins la prise en charge de son service par le secteur public et donc l'exposition de celui-ci au risque d'élévation des taux d'intérêt internationaux, qui se concrétisera à la fin des années soixante-dix.

L'adoption en 1977 de la résolution 432 du Conseil monétaire national compléta le transfert sur le secteur public de la charge de la dette. Cette résolution avait autorisé en effet les agents privés ayant contracté des emprunts en devises à se prémunir du risque de change en déposant ces devises à la Banque centrale. Ces dépôts, indexés sur le taux de change, bénéficient d'une rémunération égale au LIBOR augmenté des commissions qu'aurait payé l'Etat brésilien s'il avait contracté lui-

même ces emprunts. L'augmentation des taux d'intérêt internationaux à partir de 1978 a donc fortement contribué à déséquilibrer les comptes publics brésiliens et ce de trois façons au moins : accroissement direct du service de la dette des entreprises publiques et sur les dépôts de la résolution 432 ; augmentation des taux d'intérêt domestiques réels (afin d'éviter toute fuite des capitaux), qui alourdit à son tour la charge de la dette publique ; accroissement des dépenses de bonifications d'intérêt indispensables au maintien de l'activité dans les secteurs prioritaires. Dans le même temps les tarifs des entreprises publiques n'étaient ajustés que très imparfaitement à l'évolution de leurs coûts, cela pour peser sur l'indice des prix et aussi réduire les coûts du secteur privé. La très forte détérioration de la capacité d'épargne du secteur public, qui résulte de la conjugaison de ces différents éléments, explique la dégradation rapide de la situation des finances publiques au début des années quatre-vingt. L'érosion du taux d'épargne intérieur, qui s'abaisse de 23,6 % en 1977 à 13,6 % en 1983, trouve là sa principale explication. Le déficit public traduit en fin de compte la protection offerte par l'Etat au secteur productif privé face à l'exacerbation de la contrainte extérieure. A défaut d'une telle protection il est peu probable que l'appareil industriel brésilien eût été capable de répondre comme il l'a fait à la reprise de la demande étrangère en 1984 puis de la demande intérieure en 1985-1986. La brutale réduction du déficit opérationnel du secteur public après 1982 illustre la nature de plus en plus financière du déficit nominal (calculé en comptabilisant la correction monétaire et de change sur l'ensemble des titres de la dette publique). Ultime choc extérieur, l'interruption des financements extérieurs à partir du dernier trimestre 1982 place l'Etat brésilien dans l'obligation d'émettre une quantité croissante de titres indexés pour capter l'excédent croissant du secteur exportateur, principalement privé. Dès lors la reprise en main des finances publiques ne peut plus être espérée sans une réduction significative de la charge de la dette, elle même inconcevable sans une forte désinflation. Au lieu d'expliquer l'inflation, le déficit public est expliqué par elle. Ce renversement de la relation traditionnelle de causalité, chère aux monétaristes, coïncidant facheusement avec la faillite des thérapies d'ajustement orthodoxes, est à l'origine d'un renouvellement fécond de la théorie structuraliste de l'inflation et de la formulation d'un ensemble original de propositions de politique économique destinées à en supprimer les racines sans pour autant tomber dans la récession.

Conflit distributif et inflation inertielle

L'analyse structuraliste, développée dans les années soixante à partir des travaux de Sunkel et de Rangel ⁽²⁰⁾, place l'industrialisation et les changements structurels qui l'accompagnent (exode rural et urbanisation accélérée, salarisation, transformation de la composition de la demande) au cœur du processus inflationniste. La formation de goulots d'étranglement sectoriels ne pouvant, dans un contexte de forte con-

(20) Cf. O. Sunkel, 1958 et I. Rangel 1983. Un exposé synthétique des grandes lignes de l'analyse structuraliste de l'inflation est fourni par A. Cavanese (1982). Voir aussi L. Bresser Pereira et Y. Nakano dans J.-M. Rego, 1986, chapitre 5.

trainte extérieure, être supprimés par un recours aux importations provoque d'importantes déformations dans la structure des prix relatifs. Les prix industriels étant rigides à la baisse en raison du caractère oligopolistique des marchés et l'offre de biens alimentaires ne pouvant satisfaire une demande en forte croissance, l'augmentation des prix des biens-salaires et des produits de base tend à se propager à l'ensemble de l'économie à travers les hausses de salaires et de coûts induites. Confrontées à une hausse de leurs coûts de production, les entreprises relèvent leur prix de façon à maintenir constant leur taux de marge. Un nouvel ajustement des prix relatifs est alors nécessaire et ainsi de suite. L'offre de monnaie croît de façon endogène et valide l'augmentation du niveau des prix.

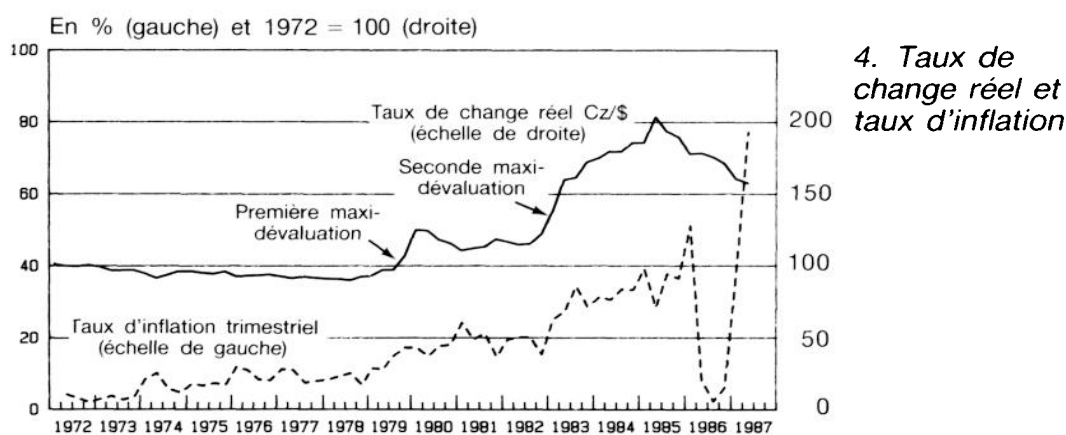
Les facteurs d'accélération de l'inflation

La théorie de l'inflation dite inertielle — parce qu'elle met en lumière des phénomènes d'inertie tendant à entretenir l'inflation lorsque celle-ci est lancée — part également d'une distinction fondamentale entre les facteurs d'accélération et de propagation de l'inflation. L'accélération inflationniste, autrement dit l'élévation durable du taux d'inflation, résulte nécessairement, en l'absence d'excès de demande généralisé, d'une variation importante d'un ou plusieurs prix relatifs : il peut s'agir du prix en devises des produits importés, d'une modification brutale de la parité de la monnaie, d'une augmentation des coûts salariaux unitaires, des taux d'intérêt réels, du taux de marge des entreprises, des impôts indirects ou encore du prix de l'offre agricole à la suite d'une mauvaise récolte ou de tout autre prix sectoriel stratégique. On peut pour simplifier résumer cet ensemble d'éventualités sous le terme générique de choc d'offre. Il faudrait y rajouter dans le cas d'une économie indexée comme celle du Brésil les accroissements de la vitesse d'ajustement des variables indexées. A l'évidence ces chocs jouent un rôle décisif dans l'augmentation par sauts successifs de l'inflation brésilienne après 1973, même s'ils n'expliquent pas pourquoi le taux d'inflation est resté stable une fois le choc passé, en d'autres termes pourquoi la variation initiale des prix relatifs n'a pas été absorbée par l'économie ⁽²¹⁾. Ainsi l'accélération inflationniste de 1974 n'est pas dissociable du premier choc pétrolier. D'autres facteurs entrent, bien sûr, en jeu tels que la saturation des capacités de production à la fin de 1973, déjà évoquée. En outre le jeu des anticipations de prix dans les périodes d'accentuation de la contrainte extérieure (stockage et placements spéculatifs dans l'attente d'une maxi-dévaluation ou de son équivalent tarifaire et financier) contribue activement au mouvement d'accélération. Mais la plupart de ces éléments déstabilisateurs trouvent pour une très large part leur origine directe (variation d'un prix relatif) ou indirecte (contrainte extérieure) dans l'augmentation massive du prix du pétrole ⁽²²⁾.

(21) Un cas de figure radicalement opposé est fourni par les économies est-asiatiques (Japon, Corée du Sud, Taïwan) où les chocs d'offre exogènes provoquent une élévation brutale sur un an ou deux du taux d'inflation, qui revient ensuite très vite à son niveau initial.

(22) Rappelons que le Brésil est le plus gros importateur de pétrole du Tiers Monde et que l'industrie automobile occupe une place centrale dans sa dynamique de croissance depuis 1956.

La seconde accélération de l'inflation brésilienne en 1979-1980 peut être reliée à trois groupes de facteurs sur lesquels se sont greffés les éléments déstabilisateurs mentionnés plus haut. Le premier consiste dans les chocs exogènes qui ont à nouveau agi directement sur la formation des prix domestiques : second choc pétrolier d'une part, augmentation des taux d'intérêt internationaux d'autre part. Le second a trait à ce que Bresser Pereira et Nakano qualifient d'inflation corrective⁽²³⁾, à savoir le redressement des tarifs publics, la réduction des subventions sur les produits de base et surtout la maxi-dévaluation de 30 % de décembre 1979. L'effet multiplicateur de la dévaluation sur l'augmentation du niveau général des prix, qui résulte de l'indexation du taux de change, est explicité dans l'encadré 2. On peut d'ores et déjà observer sur le graphique 4 la forte corrélation existant entre l'évolution du taux de change réel⁽²⁴⁾ et celle du taux d'inflation. Le troisième élément est la révision de la périodicité des ajustements salariaux sur l'inflation passée, qui d'annuelle devient semestrielle. Il est nécessaire de préciser ici que les effets potentiels de cette mesure sur les salaires réels ont été parfaitement anticipés par les entreprises, qui les ont aussitôt intégrés dans leurs prix, de sorte que les salaires réels moyens n'ont que modérément bénéficié de la nouvelle loi salariale. L'effet final sur l'inflation n'en est pas moins certain.



Sources : FGV, FMI, calculs OFCE.

Note : L'indice de taux de change réel augmente en cas de dépréciation réelle du cruzado vis-à-vis du dollar et diminue dans le cas inverse. Le taux d'inflation est mesuré en variation en moyennes trimestrielles.

La nouvelle accélération inflationniste de 1983 est d'autant plus intéressante qu'elle intervient dans un contexte de profonde récession et de tentative de réduction du degré d'indexation des salaires. Là encore on peut recenser avec Bresser Pereira et Nakano⁽²⁵⁾ l'ensemble des chocs d'offre qui ont contribué à porter le rythme annuel d'inflation à 200 % : forte tension sur les prix agricoles, nouvelle vague d'inflation corrective à la suite de l'accord passé avec le FMI, nouvelle maxi-

(23) Cf. L. Bresser Pereira et Y. Nakano, 1986, chapitre 1.

(24) Le taux de change réel est calculé en déflatant le taux de change nominal (cruzado/dollar) par le différentiel d'inflation entre le Brésil et les Etats-Unis.

(25) Cf. L. Bresser Pereira et Y. Nakano, 1986, chapitre 10.

dévaluation de 30 % décidée en février 1983. Il importe toutefois de ne pas limiter l'analyse à l'évaluation de ces effets directs et de préciser le contexte dans lequel ils sont intervenus, afin de mettre en évidence le jeu crucial des anticipations dans les périodes d'accélération. Comme l'observent justement Bier, Pauli et Messenberg⁽²⁶⁾, le point de départ de cette troisième vague inflationniste réside dans la crise mexicaine d'août 1982 et l'interruption des entrées nettes de capitaux qui s'en est suivie pour le Brésil. L'exacerbation des tensions pesant sur la balance des paiements et la perspective d'un nouveau train de mesures d'ajustement avec le recours inéluctable au FMI ont mis en branle à nouveau la mécanique bien huilée des anticipations déstabilisatrices. L'épuisement des réserves en devises provoque un rationnement de l'offre de matières premières et d'intrants, qui déforme la structure des prix relatifs. L'onde inflationniste se propage très vite à l'ensemble de l'économie. On retrouve là un aspect essentiel de l'accélération inflationniste mis en évidence par l'école structuraliste dans les années soixante. L'accroissement de l'incertitude et le raccourcissement de l'horizon de calcul économique des entreprises provoquent des augmentations préventives en chaîne des marges et ce jusqu'à ce que la situation extérieure s'éclaircisse, autrement dit jusqu'à la validation du mouvement spéculatif par la maxi-dévaluation et l'entrée en vigueur de l'accord passé avec les banques.

L'inertie inflationniste

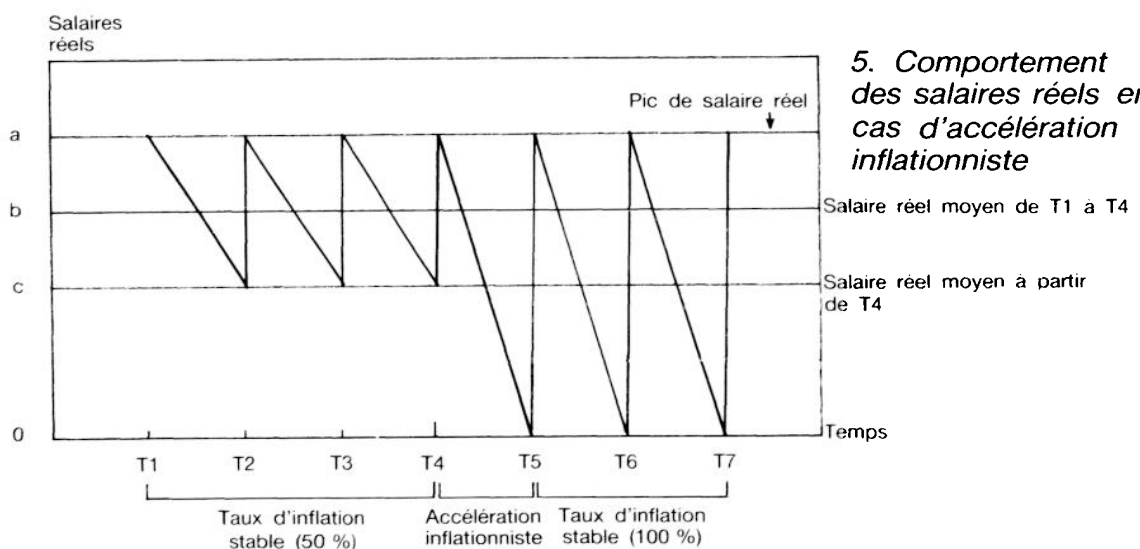
Au delà de l'impact des chocs d'offre et de la très forte relation entre contrainte extérieure et accélération inflationniste, la caractéristique essentielle de l'inflation brésilienne est certainement l'autonomie qu'elle a acquise depuis une douzaine d'années par rapport au degré de tension pesant sur les capacités de production. Ses racines doivent être recherchées, selon l'expression de Bacha⁽²⁷⁾, dans la résolution non coopérative des conflits pour la distribution du revenu national. On conçoit aisément que l'intensité de ce conflit distributif est d'autant plus grande que la distribution du revenu et de la richesse est inégale et que la ponction opérée par le reste du monde sur l'économie (réduction forcée du transfert positif de ressources ou, pire encore, transfert négatif) est importante.

Dans un tel contexte la résistance de l'ensemble des acteurs sociaux à la réduction de leur revenu réel fait que toute variation d'un prix relatif entraîne des ajustements en chaîne de tous les autres prix visant à gommer la variation initiale. La vitesse d'ajustement des différents prix et les possibilités d'agir préventivement sur la formation des prix d'une part, la qualité de l'indexation formelle ou informelle d'autre part, déterminent la répartition de la charge réelle de l'ajustement. En cas d'indexation parfaite mais non instantannée des différents prix et tout particulièrement des salaires, la redistribution du revenu réel s'effectue à l'occasion de chaque accélération inflationniste au détriment des prix dont le délai d'ajustement ou d'indexation est le plus long. Les

(26) Cf. A.-G. Bier, L. Paulani et R. Messenberg, 1987.

(27) Cf. E. Bacha, juillet 1986.

salariés et le secteur concurrentiel de l'économie (biens de consommation courants, industries métallurgique et textile...) autrement dit celui dont les producteurs sont « *price taker* », sont les agents qui supportent dans ces périodes la plus grosse part de l'ajustement. Les secteurs oligopolistiques, souvent dominés par les filiales des firmes multinationales (industrie automobile, électroménager, boissons...) sont en revanche en mesure de compenser la baisse de la demande qui leur est adressée et la progression des coûts fixes unitaires qui lui est associée par un relèvement de leurs marges bénéficiaires et donc de leurs prix⁽²⁸⁾. L'indexation formelle des salaires permet certes la reconstitution, à la fin de chaque période (semestre), du pouvoir d'achat à son niveau maximal du début de période mais toute élévation du rythme d'inflation entraîne une détérioration du salaire réel moyen.



5. Comportement des salaires réels en cas d'accélération inflationniste

Note explicative : A la fin de chaque période T, les salaires nominaux sont ajustés du taux d'inflation, supposé stable (50 % en rythme annuel dans notre exemple). De T1 à T4, l'érosion du salaire réel entre deux ajustements est mesurée par le segment ac. Le salaire réel moyen s'établit en b. Le doublement du taux d'inflation à partir de T4 accentue l'érosion du salaire réel entre deux ajustements (segment ao). Le salaire réel moyen s'établit désormais en c.

L'indexation formelle, si elle institutionalise la rigidité à la baisse du taux d'inflation, permet toutefois d'éviter la fuite dans l'hyper-inflation en codant précisément les modalités d'ajustement des principaux prix. En l'absence de nouveau choc d'offre et de modification de la vitesse d'indexation des différentes variables, l'inflation passée devient le déterminant principal de l'inflation présente et l'inertie la composante majeure du processus inflationniste. La responsabilité du système formel d'indexation est donc ambiguë. En son absence il est fort probable qu'une indexation informelle se mettrait en place. Celle-ci existe de fait au Brésil, la plupart des contrats économiques et des prix des biens et services se référant explicitement à — ou évoluant implicitement en fonction de — la correction monétaire sur les titres de la dette publique. L'obligation réajustable du Trésor national (ORTN) est donc dans la pratique l'étalon implicite d'un nombre croissant de transactions. Si tel n'avait pas été le cas, il y a fort à parier que l'unité monétaire de

(28) Cf. Y. Nakano, 1982, réédité dans L. Bresser Pereira et Y. Nakano, 1986, chapitre 7.

référence qui se serait substituée au cruzeiro fondant eût été tout simplement le dollar. L'hyper-inflation eût alors difficilement pu être évitée.

L'absence de fuite massive des capitaux, résultat de l'indexation, et l'existence d'un appareil productif diversifié, résultat des investissements publics passés, de la protection de l'industrie nationale et de l'interposition des finances publiques entre les chocs extérieurs et les entreprises expliquent que le Brésil, contrairement à l'Argentine ou à la Bolivie, ne soit pas tombé dans l'hyper-inflation et qu'il ait pu, jusqu'en 1986, honorer l'ensemble de ses engagements envers ses créanciers sans que sa dette extérieure fasse l'objet d'une restructuration sur longue période. L'inertie inflationniste, le déficit public et le niveau anormalement bas des salaires réels en sont la contrepartie. Une formalisation des caractéristiques principales de l'inflation brésilienne a été proposée par Bresser et Nakano⁽²⁹⁾. Elle est reproduite dans l'encadré 2.

2. Inflation inertielle et multiplicateur de hausse des prix : une formalisation

1) Une représentation schématique de l'inflation brésilienne permet d'identifier ses trois composantes potentielles majeures : l'inertie, l'excès de demande globale et les chocs d'offre. En notant d'un point les taux d'accroissement, on peut écrire :

$$\dot{p} = \frac{A}{M} \dot{p}_{-1} + \frac{B}{M} \dot{u}_{-1} + \frac{H}{M} \quad (1)$$

ou \dot{p} et \dot{p}_{-1} sont les taux d'inflation des périodes t et $t-1$, u est le taux de chômage, A/M le coefficient d'inertie inflationniste, B/M le coefficient qui relie l'inflation au taux de chômage et H/M , un coefficient représentatif de l'ensemble des chocs d'offre susceptibles de perturber l'économie. $1/M$ est, on y reviendra, le multiplicateur des hausses de prix.

2) La détermination de A , B , H et M peut être obtenue en combinant les équations de formation des prix, des salaires nominaux et du taux de change.

a) l'équation de prix s'écrit (on suppose pour simplifier que l'ensemble des intrants sont importés) :

$$\dot{p} = \alpha(\dot{w} - q) + (1-\alpha)(\dot{v} + \dot{e} + x) + \dot{m} \quad (2) \text{ avec :}$$

w : salaires nominaux

q : productivité du travail

v : prix des matières premières en dollars

e : nombre de cruzeiros pour un dollar

(29) Cf. L. Bresser Pereira et Y Nakano, 1986, chapitre 4.

x : quantité de matière première par unité produite

m : taux de marge

α : part des salaires dans le coût de production

b) l'équation des salaires nominaux s'écrit :

$$w = a + bu_{-1} + cp_{-1} + z \quad (3)$$

où a et b sont les paramètres de la courbe de Phillips, c est le coefficient d'indexation des salaires et z exprime les gains autonomes de salaires réels.

c) l'équation de taux de change est :

$$e = gp + \text{Max} \quad (4)$$

où g est le coefficient d'indexation du taux de change sur le prix (l'indexation ici est supposée instantanée) et Max représente une variation subite et autonome du taux de change à la suite d'une maxi-dévaluation.

En remplaçant dans l'équation (2) w et e par leur expressions en (3) et (4), en supposant que $a = q$ et en résolvant sur p , on obtient :

$$p = \frac{\alpha \cdot c}{1 - (1-\alpha)g} p_{-1} \quad \text{soit} \quad \frac{A}{M} p_{-1}$$

$$+ \frac{\alpha \cdot b}{1 - (1-\alpha)g} u_{-1} \quad \text{soit} \quad \frac{B}{M} u_{-1}$$

$$+ \frac{m + (1-\alpha)(v+x+\text{Max}) + \alpha \cdot z}{1 - (1-\alpha)g} \quad \text{soit} \quad \frac{H}{M}$$

3) On observe qu'en l'absence de chocs d'offre et d'excès de demande globale ($H = 0$ et B constant), le taux d'inflation va dépendre principalement des degrés d'indexation des salaires (c) et du taux de change (g). Plus ces coefficients sont proches de l'unité, plus l'inflation présente est proche de l'inflation passée. L'indexation intégrale et instantanée du taux de change entraîne l'existence d'un véritable multiplicateur des hausses de prix représenté par le coefficient $1/M$. Toute élévation de l'indice des prix provoque en effet une dépréciation équivalente de la monnaie, qui renchérit d'autant le coût en monnaie nationale des matières premières importées. Cette hausse se répercute donc sur l'indice des prix en fonction de la pondération des produits importés dans l'indice global. D'où une nouvelle dépréciation de la monnaie et ainsi de suite...

Monnaie indexée ou choc hétérodoxe

La mise en évidence du caractère fortement inertiel de l'inflation brésilienne a permis l'émergence de propositions concrètes de politique économique qui sont principalement le fait des économistes de l'Université catholique de Rio de Janeiro. Ces propositions, formulées dès

1984, visent fondamentalement à créer les conditions d'une reprise non inflationniste et durable de l'activité grâce à la désindexation de l'économie. L'inertie inflationniste se caractérise notamment par le faible degré de dispersion des prix relatifs dans l'économie en l'absence de choc d'offre. Supprimer cette composante inertielle devrait permettre de briser l'inflation sans que l'économie plonge à nouveau dans la récession. Comme l'observent Lara-Resende et Arida⁽³⁰⁾, l'existence de retards dans l'ajustement des principales variables économiques fournit à l'indexation un statut extrêmement ambivalent vis-à-vis de l'inflation. D'une part en effet ce sont ces retards qui empêchent la variation des prix relatifs de dégénérer en une accélération continue et dramatique du taux d'inflation ; d'autre part ces mêmes retards perpétuent la mémoire inflationniste du système qui ne s'effacerait spontanément, à la limite, que dans une situation d'hyper-inflation.

La proposition « Larida »

La solution proposée par ces deux auteurs, connue au Brésil sous le nom de proposition « Larida » — contraction des noms de Lara-Resende et Arida —, est théoriquement simple et séduisante : il s'agit de simuler l'hyper-inflation ou encore de désindexer l'économie en l'indexant totalement. Le constat initial est que tous les contrats indexés de l'économie (à l'exception des salaires et du taux de change) sont libellés en ORTN et donc sujets à correction monétaire mensuelle. De même la majeure partie des prix industriels sont implicitement cotés en ORTN. Déjà dépourvu de sa fonction de réserve de valeur, le cruzeiro est en passe de perdre sa fonction d'étalon de valeur.

L'idée est donc de créer une nouvelle monnaie, le nouveau cruzeiro (NC), indexée sur l'ORTN et par rapport à laquelle se déprécierait régulièrement l'ancien cruzeiro. La fonction d'intermédiaire des échanges du cruzeiro serait donc progressivement et *spontanément* assumée par la nouvelle monnaie au fur et à mesure que les agents opéreraient librement pour celle-ci, soustrayant ainsi leurs encaisses nominales à l'impôt inflationniste. Le gouvernement participerait activement à ce processus de conversion en cotant l'ensemble des prix qu'il contrôle et des transactions financières dans la nouvelle monnaie et en garantissant la libre conversion des cruzeiros en NC. L'indexation des salaires sur l'inflation en cruzeiros est maintenue de sorte que les salariés peuvent, s'ils le désirent, continuer à percevoir leurs salaires en cruzeiros. Tous les contrats signés avant la réforme monétaire peuvent être convertis en NC sur la base de leur valeur réelle moyenne au cours des six derniers mois. En tout état de cause les règles de conversion assurent la neutralité de la réforme du point de vue distributif et c'est là l'une des conditions essentielles de son succès. L'inflation en NC est nulle en l'absence de nouveaux chocs d'offre. La parité du NC en dollars peut donc rester stable, favorisant la résorption des anticipations inflationnistes. Dernier aspect fondamental, l'élévation probable de la demande de monnaie compte tenu de la brusque réduction du taux d'inflation en NC doit être accompagnée par un accroissement équiva-

(30) Cf. P. Arida et A. Lara-Resende, 1986.

lent de l'offre de liquidité afin d'éviter toute augmentation non désirée du taux d'intérêt réel. Une marge de manœuvre substantielle est ainsi fournie à la politique monétaire, qui peut en profiter pour réduire le stock de la dette publique. Finalement les conditions du succès de la réforme sont : l'absence de tout excès de demande dans l'économie et donc la réduction préalable du déficit opérationnel du secteur public (condition pratiquement satisfaite dès 1984) ; l'équilibre de tous les prix relatifs au moment de la réforme (absence de chocs d'offre) ; la neutralité distributive de la réforme.

L'option hétérodoxe

L'hypothèse fondamentale en ce qui concerne ce dernier point est que l'inflation *résout* le conflit distributif, autrement dit que les agents sont conscients de la distribution des revenus qui prévaut en moyenne sur l'année ou le semestre et qu'ils l'acceptent. C'est précisément sur ce point que la proposition de monnaie indexée a été critiquée par les partisans du choc hétérodoxe. L'argument, développé notamment par Lopez⁽³¹⁾, est que les agents, et tout particulièrement les salariés, cherchent non pas à préserver la valeur moyenne de leur revenu de la période précédente, mais veulent reconstituer l'intégralité de leur pouvoir d'achat du début de la période d'indexation, ou encore leur pic antérieur de revenu réel (graphique 5). Le conflit distributif s'exprime dans l'inflation, mais il n'est pas résolu par elle. Dans ces conditions la conversion dans la nouvelle monnaie des salaires nominaux en fonction du salaire réel moyen des six derniers mois ne met pas un terme aux revendications salariales. En outre pour chaque producteur l'incertitude persiste quant à l'évolution en NC de ses coûts d'approvisionnement en intrants et matières premières. La tentation sera donc grande de se prémunir contre le pire, c'est-à-dire des augmentations non anticipées de prix en amont, par un relèvement préventif des taux de marge. Le risque d'accélération de l'inflation en cruzeiros est donc grand. La parité du NC avec l'ORTN et donc le retard (d'un mois) de son indexation sur l'inflation en cruzeiros rendrait alors inévitable la contamination de la nouvelle monnaie et l'échec de la réforme. D'où la proposition d'un choc hétérodoxe à laquelle se sont finalement ralliés la plupart des économistes brésiliens non monétaristes.

A la différence de la proposition « Larida », le choc hétérodoxe repose sur le blocage temporaire de tous les prix et rendements de l'économie. Le choc psychologique de la réforme monétaire est préservé — la nouvelle monnaie s'appellera le cruzado — mais le principe de concurrence des deux monnaies est supprimé. Le gel des prix ne doit pas excéder quelques mois de façon à rendre possible l'effacement de la mémoire inflationniste de l'économie sans pour autant créer d'importantes distorsions au niveau des prix relatifs. Les autres aspects du plan rejoignent l'argumentation de Lara-Resende et Arida. La désindexation s'étend à l'ensemble des actifs et notamment au taux de change dont la parité devient fixe par rapport au dollar. D'un régime de

(31) Cf. F. Lopes, 1986a. Un résumé de cette discussion est présenté par Bier, Paulani et Messemberg, 1987.

change fixe en valeur réelle, on passe donc à un régime de change fixe au sens strict. L'ajustement de la parité en cas d'augmentation des prix n'est bien sûr pas exclue, mais l'automatisme n'est plus garanti. La technique de conversion des prix et salaires par la moyenne en valeur réelle des six derniers mois avant la réforme est préservée, mais la conversion devient immédiate et obligatoire au jour J de la réforme monétaire.

A l'inverse du choc orthodoxe dont les principes généraux sont la libéralisation des marchés et donc des prix, l'austérité budgétaire et la restriction monétaire, le choc hétérodoxe s'appuie sur le blocage de tous les prix, la neutralité budgétaire (la majeure partie de l'ajustement est déjà accomplie au moment de la réforme) et la passivité monétaire. D'une part, en effet, la réduction du taux d'inflation et donc des taux d'intérêt nominaux contribue à la réduction du déficit public et facilite la convergence des soldes opérationnels et nominaux du secteur public. D'autre part la remonétisation de l'économie (baisse de la vitesse de circulation de la monnaie) offre un espace appréciable aux autorités monétaires qui peuvent le mettre à profit pour racheter une part substantielle des titres de la dette publique.

Le plan cruzado I ou le passage à l'acte

Le dilemme de la politique économique

L'échec de la politique gradualiste et restrictive de lutte contre l'inflation expérimentée pendant les six premiers mois de la Nouvelle République provoqua, à la fin de juillet 1985 la démission du ministre des Finances Francisco Dornelles et du gouverneur de la Banque centrale Antonio Lembruger. La nouvelle équipe économique, dirigée par Dilson Funaro était principalement composée d'économistes favorables à la mise en œuvre de réformes structurelles concernant le financement et la régulation de l'économie et à un traitement de choc hétérodoxe en matière de lutte contre l'inflation. L'accélération inflationniste enregistrée à la fin de 1985 faisait en effet de la stabilisation des prix l'objectif prioritaire de la politique économique. A partir de novembre 1985 le taux de croissance mensuel de l'indice des prix à la consommation (INPC) qui était resté stable à 10 % depuis juillet 1983 s'éleva brusquement, atteignant 17 % en février 1986 et portant le rythme annuel d'inflation à plus de 400 %. Cette accélération était due pour l'essentiel aux effets néfastes de la sécheresse de 1985 sur le prix de l'offre agricole et au rattrapage des prix du secteur concurrentiel de l'économie à la suite de la reprise de la consommation en 1985. Le redémarrage de l'investissement productif, particulièrement nécessaire compte tenu de l'élévation rapide du taux d'utilisation des capacités de produc-

tion, était dans ces conditions difficilement envisageable. L'impossibilité de tout calcul économique à moyen terme et l'existence d'actifs présentant l'attrait irrésistible de la sécurité (indexation), de la rentabilité (taux d'intérêt réels élevés) et de la liquidité décourageaient l'accumulation productive au profit de la valorisation financière.

Or l'augmentation de la capacité d'offre était absolument nécessaire au succès de la stratégie de croissance non inflationniste et redistributive de la nouvelle équipe. Elle devait permettre en effet : d'éviter la formation de goulots d'étranglement dans les secteurs clés de l'économie et donc la réapparition d'une inflation structurelle ; de rendre compatibles la réduction de l'absorption interne et le maintien d'un excédent commercial important ; d'absorber progressivement l'énorme réserve de main d'œuvre sous-employée ou désœuvrée qui survit difficilement à la périphérie des grandes villes. Par ailleurs le risque d'une fuite en avant dans l'hyper-inflation était extrêmement présent. La politique économique est donc confrontée à un dilemme. D'une part en effet la menace de récession et de désintégration monétaire qu'entraînerait l'hyper-inflation doit être absolument conjurée et de ce point de vue la réaction des autorités doit être rapide et de nature à créer un choc psychologique susceptible de briser le cercle vicieux des anticipations inflationnistes. Mais d'autre part l'accélération de la hausse des prix n'ayant pas manqué d'engendrer de fortes distorsions dans la structure des prix relatifs, tout blocage des prix, dans ces conditions, entraînerait inévitablement d'importants déséquilibres difficilement compatibles avec l'objectif de stabilisation recherché. L'une des conditions essentielles du programme hétérodoxe de lutte contre l'inflation inertielle — l'absence d'accélération inflationniste et l'équilibre des prix relatifs au moment du choc — n'était donc pas remplie.

L'autre condition nécessaire au succès du plan de stabilisation, à savoir la remise en ordre des finances publiques et l'équilibre financier du secteur public, semblait en revanche satisfaite. Les premiers mois de la gestion économique de Dilson Funaro se caractérisèrent en effet par un effort important de clarification de la situation des finances publiques et de détente de la politique monétaire. Le train de mesures fiscales adoptées en novembre 1985 constitua la première tentative sérieuse de rééquilibrage des comptes publics par l'augmentation et la redistribution de la charge fiscale et non par la réduction indifférenciée des dépenses publiques. Le principe de progressivité de l'impôt sur le revenu fut nettement renforcé. L'accroissement des prélèvements obligatoires porta principalement sur les hauts revenus (plus de 40 fois le salaire minimum ⁽³²⁾), les profits du secteur monopolistique et les revenus des placements financiers. Il était estimé à 2,5 % du PIB. A cela s'ajoutèrent les décisions de relever graduellement les tarifs publics et de mettre en vente certaines entreprises publiques et, plus encore, l'allègement du service de la dette publique qui devait résulter de la baisse des taux d'intérêt réels. Le taux d'intervention de la Banque centrale, déflaté par la correction monétaire, fut en effet ramené de

(32) Le salaire minimum est actuellement de 50 dollars environ au taux de change courant au Brésil. Il concerne un peu plus du tiers de la population active, cf. H. Jaguaribe, 1986.

30 % par an en juillet 1985 à 20 % en octobre et 10 % en décembre 1985. Au total le gain attendu de toutes ces mesures était de l'ordre de 5 % du PIB, de sorte que le déficit opérationnel consolidé du secteur public, égal à 4,3 % en 1985 et initialement projeté à 5,5 % du PIB en 1986, fut ramené en prévision à 0,5 % du PIB en 1986. Seule mesure expansive, la réduction du prélèvement à la source de l'impôt sur le revenu visait à limiter les restitutions coûteuses (car sujettes à correction monétaire) de fin d'année. L'effet de cet ensemble de mesures était déjà perceptible dès les premiers mois de 1986, le solde opérationnel du secteur public étant quasiment équilibré au premier trimestre de l'année.

Dernier aspect et non le moindre, l'environnement international s'annonçait exceptionnellement favorable en raison du triple mouvement de baisse du prix du pétrole, du dollar (auquel est liée la monnaie brésilienne) et des taux d'intérêt internationaux dont les effets conjugués sur l'ensemble de l'année laissaient espérer un gain net en devises de l'ordre de 3 milliards de dollars⁽³³⁾. Vis-à-vis de ses créanciers le gouvernement n'hésitait pas en novembre 1985 à déclarer qu'il renonçait à chercher à obtenir un nouvel accord avec le FMI qui pourrait contrarier sa stratégie de croissance économique. Un terme était ainsi mis à neuf mois de négociations stériles engagées en février 1985 après que le Fonds ait décidé de suspendre (et ce à quelques semaines de l'investissement de Tancredo Neves !) le versement de la dernière tranche d'un crédit de 4 milliards de dollars sous prétexte que l'objectif de croissance de la masse monétaire en 1984 n'avait pas été respecté. Simultanément Dilson Funaro annonçait que le Brésil n'honorerait pas les engagements de trois banques privées brésiliennes mises en faillite portant sur 455 millions de dollars. Malgré cela le Brésil obtenait des banques commerciales en janvier 1986 la reconduction pour un an de 16 milliards de lignes de crédits commerciaux et inter-bancaires à court terme, le rééchelonnement sur sept ans de 7 milliards d'amortissement dus pour l'année 1985 et le report jusqu'en mars 1987 de 10 milliards d'amortissement arrivant à échéance en 1986. Un an de répit était ainsi obtenu, mais la question du rééchelonnement sur longue période de l'ensemble de la dette à moyen et long terme restait entière, les banques refusant toute concession dans ce domaine tant qu'un accord préalable n'aurait pas été signé avec le FMI. L'une des conséquences de cette impasse est que le Brésil continue — aujourd'hui encore ! — à supporter une marge de risque (*spread*) de 2,25 % sur sa dette à moyen et long terme, soit la marge négociée en 1983, alors que le Mexique, l'Argentine et les Philippines bénéficient de marges inférieures à 1 %.

Le jour J

La conscience aiguë du risque hyper-inflationniste est incontestablement à l'origine de la décision d'appliquer dès la fin du mois de février 1986 le plan de desinflation en gestation depuis la prise de ses fonctions par la nouvelle équipe économique en septembre 1985. Compte tenu des mécanismes d'indexation en vigueur, les chocs d'offre et de

(33) Cf. J. Adda, 1986.

5. Les besoins de financement du secteur public dans les années quatre-vingt

En % du PIB

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	Janvier- mars 1986 (a) (b)	Janvier- mars 1987 (a) (b)
Déficit opérationnel	6	7,0	4,4	2,7	4,3	3,7	0,4	2,0
— hors entreprises publiques	3,3	3,4	1,5	1,6	2,0	2,4	- 0,3	1,1
— entreprises publiques	2,7	3,6	2,9	1,1	2,3	1,3	0,7	0,9
Correction monétaire	6,7	9,7	16,8	20,6	23,5	7,1	21,6	14,8
— hors entreprises publiques	4,3	6,2	9,6	12,0	14,3	5,0	16,9	11,5
— entreprises publiques	2,4	3,5	7,2	8,6	9,2	2,1	4,7	3,3
Déficit nominal	12,7	16,7	21,2	23,3	27,8	10,8	22,0	16,8
— hors entreprises publiques	7,6	9,6	11,1	13,6	16,3	7,4	16,6	12,6
— entreprises publiques	5,1	7,1	10,1	9,7	11,5	3,4	5,4	4,2
Dette publique/PIB	nd	30,5	44,6	51,2	51,4	44,0		

Sources : BACEN-DEPEC, programa economico pour les années 1984 à 1987 ; World Financial Markets (juillet 1984) et de Oliveira et Brasoto (1986) pour les années 1981 à 1983.

(a) En rythme annuel.

(b) Chiffres préliminaires.

demande enregistrés au second semestre 1985 poussaient irrésistiblement le taux d'inflation vers 400 %. L'impossibilité pour le gouvernement de résister dans ces conditions à la trimestrialisation des ajustements salariaux aurait inéluctablement conduit à un nouveau bond du taux d'inflation et rendu illusoire toute velléité de régulation économique.

La réforme monétaire lancée le 28 février 1986 introduit une nouvelle monnaie, le cruzado, dont la valeur est fixée à 1 000 anciens cruzeiros. Elle est accompagnée d'un vaste dispositif de politique économique dont les principes essentiels — la neutralité distributive, le gel des prix et la désindexation — s'inspirent largement du choc hétérodoxe préconisé par la plupart des théoriciens de l'inflation inertielle. Ceux-ci sont de fait très étroitement associés à la mise en œuvre de la nouvelle politique économique. Le plan Cruzado affecte le processus de formation de l'ensemble des prix de l'économie. Il ne fixe aucune norme de croissance monétaire, aucun objectif explicite de solde budgétaire. Le caractère diachronique des ajustements de prix et de salaires — espacés différemment dans le temps — supposait qu'au jour J de la réforme monétaire, des règles précises de conversion des cruzeiros en cruzados soient mises en œuvre pour les contrats à clause d'indexation semestrielle : salaires, loyers, frais de scolarité... En l'absence de telles règles en effet une redistribution massive et aléatoire de pouvoir d'achat serait intervenue au profit des salariés ayant bénéficié d'ajustements récents (janvier, février 1986) et des entreprises où les ajustements salariaux avaient été réalisés plus tôt (septembre, octobre 1985).

La règle de conversion fixe le salaire nominal à son niveau moyen de pouvoir d'achat pendant la période septembre 1985-février 1986, augmenté d'un bonus égal à 8 % pour l'ensemble des salariés et à 15 % pour le salaire minimum. Décidé principalement pour des raisons politiques, le bonus salarial permet de compenser la baisse récente du salaire réel liée à l'accélération inflationniste des derniers mois précédant la réforme. Son impact redistributif porte clairement atteinte à l'un des principes fondamentaux de la réforme. Il présente l'avantage évident d'atténuer l'opposition des syndicats à la règle de conversion par la moyenne. Une seconde concession, bien plus importante celle-là, porte sur l'introduction d'une échelle mobile appelée aussi « gachette salariale » par les Brésiliens. L'ajustement automatique des salaires est ainsi garanti dès qu'est franchi le seuil de 20 % de hausse des prix à partir du jour de la réforme. Le principe de négociation annuelle des salaires par branche, qui prévalait jusqu'en 1979, est rétabli. Ultime concession du gouvernement aux syndicats, l'augmentation annuelle des salaires à raison de 60 % de la hausse des prix est garantie, le solde étant négocié librement par les partenaires sociaux. Ce dispositif est complété par la création d'un régime d'indemnisation du chômage, le premier dans l'histoire du Brésil.

Le blocage des prix constitue la composante la plus délicate du plan. Techniquement difficile à mettre en œuvre, il bénéficiera de la mobilisation et du soutien massif d'une population captivée par le mot d'ordre d'« inflation zéro » et décidée à le faire respecter de gré ou de force. A la différence du gouvernement argentin lors du lancement du

plan austral, les autorités brésiliennes ont renoncé à faire précéder le blocage d'un réalignement général des tarifs publics et ce en dépit des écarts coûts/prix importants subsistant pour certaines entreprises. A l'exception des prix de l'électricité, relevés de 20 %, l'ensemble des prix de détail a été gelé à son niveau du 28 février 1986. En ce qui concerne les prix de gros, en revanche, la règle a été de ne pas intervenir et de laisser la concurrence inter-entreprises régler la question du partage des marges. Par ailleurs la base de l'indice des prix à la consommation était déplacée à février 1986 et calculée de telle sorte que l'effet d'acquis résultant de la progression continue des prix au cours du mois de février ne se répercute pas sur l'indice du mois de mars.

Pièce essentielle du programme de stabilisation des prix, la parité de la nouvelle monnaie est fixée, mais non gelée, à 13,8 cruzados pour un dollar. La dépréciation du dollar vis-à-vis des monnaies européennes et japonaise, l'environnement international exceptionnellement favorable, le niveau confortable des réserves de change et l'évolution satisfaisante du taux de change réel depuis février 1983 (graphique 16) expliquent que les autorités brésiliennes, à la différence des autorités argentines, n'aient pas jugé bon de dévaluer une nouvelle fois la monnaie avant de fixer la parité du cruzado.

La correction monétaire est supprimée pour l'ensemble des actifs financiers dont le terme est inférieur à un an. Seule exception les livrets d'épargne continuent de bénéficier d'une indexation trimestrielle sur l'indice des prix. La volonté de limiter les retraits des caisses d'épargne populaires explique cette entorse au principe de désindexation. L'ORTN est supprimée et remplacée par une obligation du Trésor national (OTN) non réajustable. Une ultime correction est toutefois effectuée sur les soldes financiers au *pro rata* du temps écoulé entre le dernier ajustement et le jour de la réforme. Cette mesure est favorable aux détenteurs d'actifs indexés dans la mesure où le système d'indexation antérieur ne prévoyait pas une correction quotidienne mais mensuelle des titres. En ce qui concerne les contrats non indexés les taux d'intérêt nominaux pré-fixés incluaient naturellement une anticipation d'inflation future. La disparition de l'inflation en cruzados risquait donc d'entraîner un transfert important de ressources des débiteurs vers les détenteurs de créances libellées en cruzeiros à taux pré-fixés. Une table de dévalorisation du cruzeiro vis-à-vis du cruzado est donc établie, qui permet la conversion en cruzados des dettes à taux pré-fixés sans préjudice pour les débiteurs. Le rythme de dépréciation de la valeur des créances en cruzados est fixé à 0,45 % par jour, ce qu'avait été le rythme d'inflation moyen pendant les trois derniers mois (14,4 %). Le fait que ce rythme soit sensiblement supérieur au taux d'inflation qui prévalait avant l'accélération du dernier trimestre 1985 constitue un avantage appréciable pour les débiteurs ayant signé leurs contrats avant cette époque⁽³⁴⁾.

Au total les mesures d'accompagnement de la réforme monétaire montrent que le principe de neutralité n'a été que très partiellement

(34) Des présentations détaillées des mesures de mars 1986 sont fournies par E. Bacha, juillet 1986 et E. Modiano, février 1987.

respecté. Globalement débiteurs et salariés sont favorisés par les modalités de la conversion des contrats en cruzados. L'accélération inflationniste précédant la réforme, l'interférence inévitable des critères politiques et économiques de décision et les difficultés techniques d'application de la réforme expliquent les nombreuses entorses faites à ce principe. Il semble toutefois illusoire de croire qu'un bouleversement d'une telle ampleur — rupture et redéfinition de tous les contrats existants — pouvait être réalisé sans altérer d'une façon ou d'une autre la distribution des revenus. S'il est vrai qu'un rythme d'inflation stable définit une certaine répartition de la valeur ajoutée entre salaires et profits qui pourrait théoriquement être obtenue sans inflation, il n'en va pas de même pour les relations financières où l'existence même du processus inflationniste opère *en permanence* un transfert de revenu des détenteurs d'encaisses liquides vers le gouvernement et les banques. Désindexation et désinflation signifient de ce point de vue la disparition d'une source importante de gains pour le secteur bancaire brésilien qui plaçait sur le marché financier en titres indexés les liquidités collectées sous forme de dépôts à vue du public. De même les gains spéculatifs du secteur commercial oligopolistique résultant de l'achat à terme et de la vente au comptant de marchandises, le solde de ces opérations étant placé en ORTN, disparaissent en principe avec la désinflation. Ces multiples transferts, les distorsions de prix relatifs au moment de la réforme et le maintien de l'indexation salariale à travers l'introduction de l'échelle mobile constituent les lignes de grande vulnérabilité, *à priori*, du plan Cruzado. A cela s'ajoutèrent les modalités de la politique financière dans les premiers mois qui suivirent la mise en œuvre du plan, modalités qui ont permis la formation, compte tenu des contraintes extérieures existantes, d'un excès de demande généralisé à l'ensemble de l'économie.

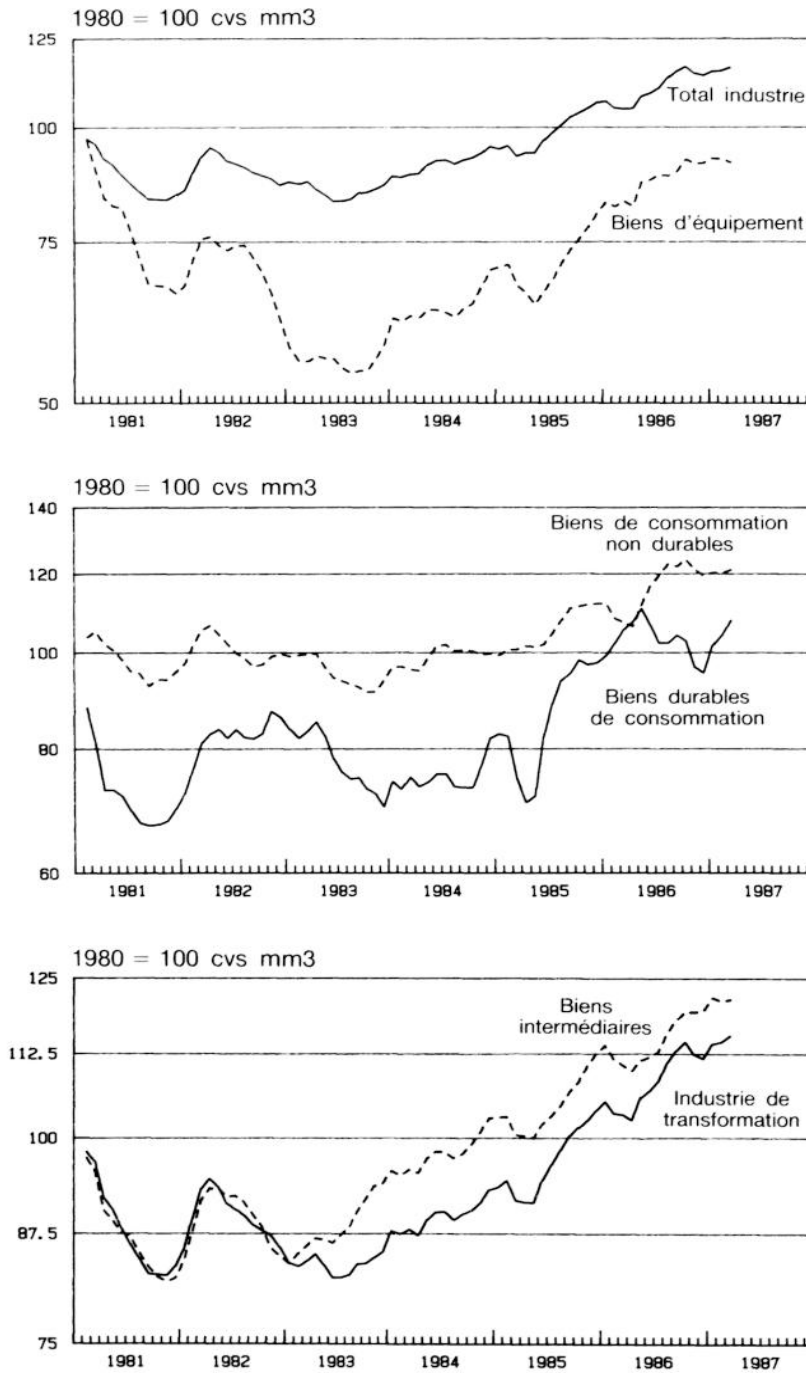
De la surprise aux sur-prix

L'adhésion populaire au plan Cruzado a été considérable. La réussite technique du blocage des prix résulte en grande partie de la mobilisation de la population et de sa contribution active au contrôle des prix de détail. Entre mars et juillet 1986 le niveau général des prix mesuré par l'indice général de la Fondation Gétulio Vargas ⁽³⁵⁾ reste étonnamment stable, ne progressant que de 0,6 % en cinq mois. Le succès du mot d'ordre d'« inflation zéro » est tel que la question de la sortie du blocage, très superficiellement considérée avant la réforme, est repoussée à une date indéterminée. L'horizon politique, et donc l'horizon de la politique économique, est borné par les élections à l'Assemblée constituante de novembre 1986. La période qui va de mars à juillet 1986 est littéralement euphorique. L'accroissement spectaculaire de la consommation provoque une nouvelle accélération de la production industrielle, qui repasse très nettement au dessus de son

(35) L'indice général des prix, calculé par la Fondation Getulio Vargas, est une moyenne pondérée de l'indice des prix de gros (60 %), de l'indice du coût de la vie (30 %) et de l'indice du prix de la construction civile (10 %). Sur l'historique et la nature des indices de prix au Brésil voir F. Lopes, 1986b.

niveau de 1980 (graphique 6). L'excédent commercial, gonflé par la baisse du prix du pétrole, atteint 6,2 milliards de dollars au premier semestre 1986 et bat ainsi le record absolu établi sur la même période de 1984. La balance courante est quasiment équilibrée. Cette accumulation de bons résultats n'est toutefois obtenue qu'au prix de fortes tensions sur les capacités de production et de distorsions inquiétantes des prix relatifs.

6. Production industrielle



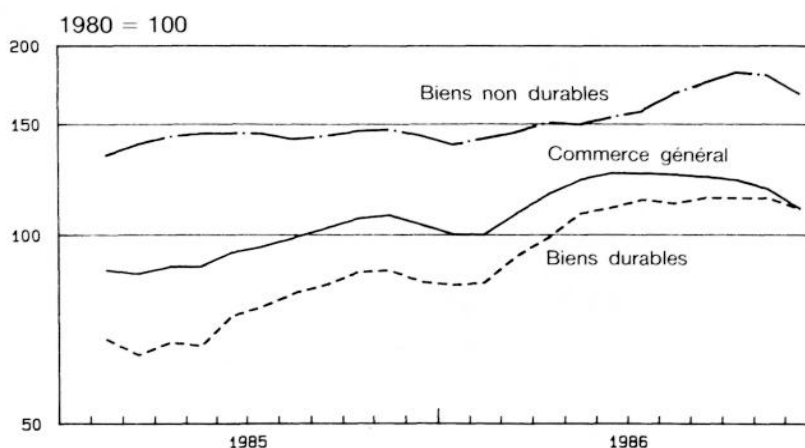
Sources : FGV, calculs OFCE.

L'explosion de la consommation

L'explosion de la consommation constitue indéniablement la caractéristique majeure de la période qui a immédiatement suivi le lancement du plan Cruzado. Dès le mois d'avril 1986 l'indicateur des ventes au détail dans l'Etat de Sao Paulo fait un bond de plus de 20 % par rapport à la moyenne du premier trimestre de l'année. L'accroissement de la masse salariale réelle est évidemment à l'origine de cette frénésie d'achats. Sur l'ensemble de l'année 1986 la progression atteint 25 %, qui se décompose en +14 % de salaires réels et +10 % d'emploi (tableau 4). Le bonus salarial, le fait que la majorité des salariés disposait au moment de la conversion des salaires en cruzados d'un pouvoir d'achat inférieur à la moyenne des six mois antérieurs et le succès du blocage des prix rendent compte de l'élévation du pouvoir d'achat. A cela s'ajoute l'effet sur le revenu disponible de la réduction du prélèvement des impôts à la source décidée en novembre 1985. L'augmentation de l'emploi est néanmoins étalée sur l'ensemble de l'année et la hausse des salaires réels ne peut expliquer à elle seule une progression aussi rapide des ventes au détail.

D'autres facteurs doivent être pris en compte dont les effets ne peuvent encore être mesurés avec précision. La brusque réduction du taux d'inflation a eu un impact clairement négatif sur le comportement d'épargne des ménages. La diminution de la variance du revenu réel au cours du temps a favorisé une réduction de l'épargne de précaution et ce d'autant plus que le taux de chômage apparent baissait rapidement ⁽³⁶⁾. Entre mars et mai 1986 les dépôts dans les caisses d'épargne — qui continuent pourtant de bénéficier de la correction monétaire — se contractent de 10 % en valeur. La plupart des observateurs analysent ce phénomène en termes d'illusion monétaire. La baisse du rendement nominal de l'épargne qui est passé en l'espace d'un mois de près de 15 % à un peu plus de 1 % (par mois) a pu en effet contribuer à ce

7. Indicateurs des ventes au détail dans l'état de São Paulo



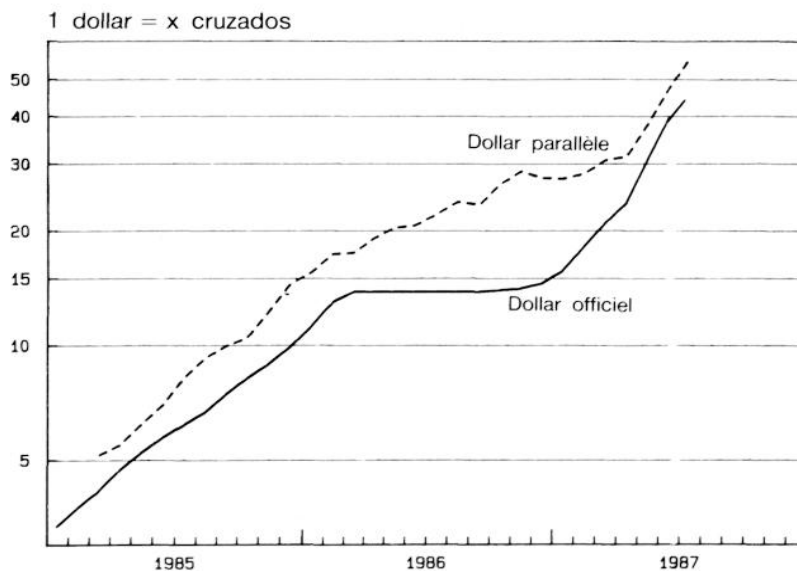
Sources : FCCESP, CEBRAP, calculs OFCE.

(36) Le taux de chômage apparent passe de 6,5 % en mars 1985 à 4,2 % en janvier 1986 et 2,2 % en décembre 1986. Cet indicateur sous-estime très fortement la réalité du chômage au Brésil. Seule son évolution est significative. Sur une population active urbaine de 33,4 millions de personnes (soit les deux-tiers de la population active totale), le sous-emploi touchait 12,7 millions de personnes en 1983. Cf. H. Jaguaribe, 1986.

mouvement de retrait des dépôts. Des considérations plus objectives peuvent également être invoquées : sous-estimation du taux d'inflation par la correction monétaire compte tenu du blocage des prix et de la non prise en compte des agios qui sont rapidement apparus sur certains marchés ; anticipations d'une recrudescence de l'inflation à l'issue du blocage justifiant des anticipations importantes d'achats.

Le passage à des taux d'intérêt réels négatifs

Ce dernier élément revêt certainement une très grande importance dans l'explication du comportement des consommateurs. Il renvoie en effet à la perception du taux d'intérêt réel par les agents économiques. Le taux d'intérêt nominal sur le marché monétaire a été fixé à 16 % par an à partir de mars 1986 et il est resté à ce niveau jusqu'à la fin du mois de juin. Si l'on déflate ce taux par l'indice des prix à la consommation, le taux réel apparaît être de 2 % au cours du second trimestre 1986 (en termes annuels) au lieu de 6 % au premier trimestre 1986 et 13 % au second semestre 1985. Ces taux, calculés *ex-post*, surestiment le niveau du taux d'intérêt réel tel qu'il est perçu par les agents dans la mesure où ils sous-estiment les anticipations inflationnistes. Si le problème ne se pose pas lorsque l'inflation est principalement inertielle et que le taux d'inflation est stable, il n'en va de même ni en période d'accélération inflationniste ni en période de blocage des prix. On peut se faire une idée des anticipations de prix des opérateurs privés en observant la cotation du dollar sur le marché parallèle et son écart avec la parité officielle.



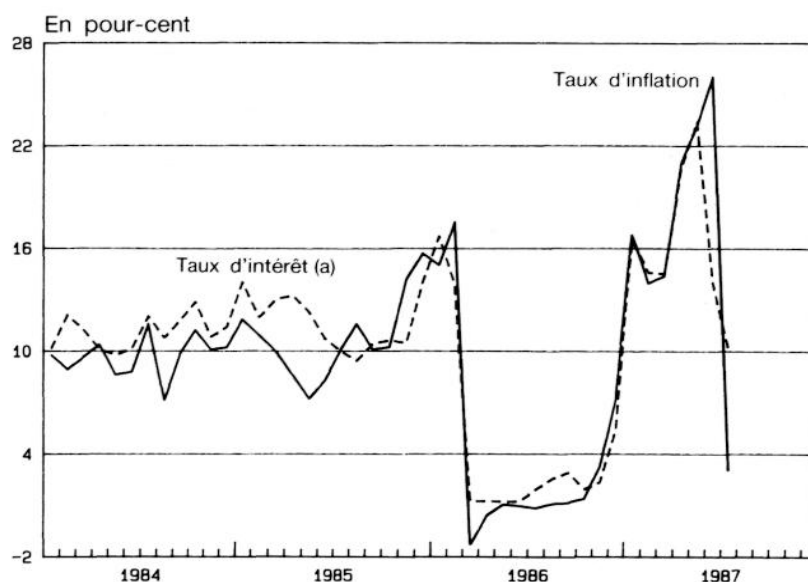
8. Dollar officiel et dollar parallèle (Taux de change nominaux)

Sources : BACEN-DEPEC, Modiano (1987) et relevé des cotations dans la presse quotidienne.

Après un resserrement en mars 1986 l'écart entre les deux cotations s'est brusquement rouvert en avril et n'a cessé de s'élargir jusqu'à la fin du blocage en novembre 1986. Le fait qu'un certain nombre de prix se soient trouvés bloqués à un niveau artificiellement bas (tarifs publics,

lait, blé, médicaments, automobiles, appareils électroménagers), outre son effet direct sur les décisions d'achat, a fait que plus le blocage durait, plus l'anticipation d'un relèvement brutal des prix à la sortie du blocage devenait forte. Le taux d'intérêt réel évalué *ex-ante* est donc certainement devenu négatif à partir du deuxième trimestre 1986. La fixation du taux d'intérêt nominal à un niveau exceptionnellement bas compte tenu de l'histoire inflationniste du pays constitue une autre différence radicale avec les programmes de stabilisation mis en œuvre en Israël et en Argentine. Elle s'explique à la fois par la préoccupation de réduire rapidement la charge de la dette publique et par la crainte — avant la réforme — d'un ralentissement trop marqué de l'activité industrielle. L'effet récessif à très court terme des programmes argentin et israélien — soigneusement analysés par les économistes brésiliens — a largement conditionné la définition de la politique monétaire pendant les premiers mois de la réforme.

9. Taux d'intérêt nominaux et taux d'inflation (Taux mensuels)



Sources : BACEN, FGV.

(a) Taux d'intérêt à court terme (*overnight*).

Remonétisation excessive et réapparition du déficit public

Ces taux d'intérêt excessivement bas eurent pour contrepartie l'extraordinaire remonétisation de l'économie intervenue au deuxième trimestre 1986. Pendant le seul mois de mars 1986 la progression nominale des moyens de paiement (M1) atteignit 80 % ! Jusqu'à juin les nouvelles augmentations furent toutes supérieures à 15 %. La réduction normale de la vitesse de circulation de la monnaie consécutive à la désinflation ne peut à elle seule expliquer une telle explosion de la demande de monnaie. Le taux de liquidité, mesuré par rapport à M1, qui avait été divisé par trois entre 1976 et 1985 progresse de 45 % en 1986. A la fin de l'année il était revenu à son niveau de 1980. La disparition du coût de détention des liquidités, en provoquant une modification significative du portefeuille des agents au détriment des

actifs indexés, n'aurait pas dû affecter, dans l'esprit des auteurs du plan, la progression des agrégats plus larges. Or pendant la période qui va de mars à juin 1986 le taux de croissance de l'agrégat M4, qui comprend les titres de la dette publique détenus par le public, les dépôts d'épargne et les dépôts à terme, augmente de 17,5 % en termes réels. Dans le même temps la suppression de la correction monétaire entraînait un déplacement massif de fonds (estimé à 2,5 milliards de dollars)⁽³⁷⁾ des titres indexés — certificats de dépôts, ORTN ... — vers les actifs à risque : actions, dollars, immeubles, terres etc. En deux mois (mars-avril) l'indice Bovespa des cotations à la Bourse de Sao Paulo gagne ainsi 150 %. Des bruits de réforme financière, la chute des actions bancaires et la perspective d'une remontée des taux le ramèneront par la suite à des niveaux plus raisonnables.

Le rééquilibrage des comptes du secteur public, perceptible en début d'année, s'est finalement révélé fragile. Conformément aux attentes des autorités la baisse des taux d'intérêt et la monétisation d'une partie substantielle de la dette publique ont agi positivement sur les finances publiques. Sur l'ensemble de l'année 1986 l'encours de la dette publique détenue par le public diminue ainsi de 20 % en termes réels. Le coût moyen de la dette intérieure, mesuré par le rapport des intérêts versés au stock de la dette, passe de 16 % en 1985 à 8,7 % en 1986. Rapportée au PIB la charge des intérêts a pu être réduite de 1,7 à 0,8 %. A cela s'ajoute la diminution des intérêts versés par l'ensemble du secteur public — et notamment les entreprises publiques — sur la dette extérieure. La baisse des taux d'intérêt internationaux et la stabilisation du taux de change ont permis d'alléger cette charge de 0,8 % du PIB en 1986. Pour les comptes consolidés du secteur public l'économie globale de coûts financiers a ainsi été de 1,7 % du PIB⁽³⁸⁾. Ces gains ont toutefois été presque intégralement compensés par l'action conjuguée de trois facteurs : baisse des recettes attendues de l'impôt sur les opérations financières (qui avait été fortement augmenté en novembre 1985) due à l'effet négatif de la désindexation sur l'activité d'intermédiation financière ; augmentation des dépenses de transfert et tout particulièrement des subventions au prix du blé et au carburant alcool à la suite de la baisse du prix du pétrole ; pertes de recettes très importantes des entreprises publiques résultant du maintien de leurs prix à un niveau artificiellement bas pendant la durée du blocage. Dès la fin du premier semestre le gouvernement devait reconnaître que le déficit opérationnel du secteur public s'élèverait à 2,5 % en 1986 au lieu des 0,5 % prévus. Contredisant ouvertement la seconde condition de réussite du plan de stabilisation relative à l'absence d'excès de demande et à l'équilibre des finances publiques, la perspective d'un important déficit budgétaire a pu, à son tour, alimenter les anticipations inflationnistes.

Tous comptes faits c'est le passage à une structure de taux d'intérêt réels négatifs qui doit être considéré comme la principale cause de l'explosion des achats de biens durables (+ 30 % au deuxième trimestre

(37) Cf. Euromoney, « Boo Hoo ! Inflation's Over », juillet 1986.

(38) Voir sur ce point : Instituto de Economia Industrial, Boletim de Conjuntura, vol. 7, n° 1, mars 1987, p. 35 à 40, publié par l'Université fédérale de Rio de Janeiro (UFRJ).

6. Principaux avoirs financiers

En pour-cent

		M1	Titres publics fédéraux détenus par le public	M2	Dépôts d'épargne	M3	Dépôts à terme	M4
1985	T1	12,2	30,4	42,6	35,0	77,6	22,4	100
	T2	11,6	33,7	45,3	33,4	78,7	21,3	100
	T3	12,3	36,8	49,1	30,0	79,1	20,9	100
	T4	13,6	36,7	50,3	29,5	79,8	20,2	100
1986	T1	14,9	34,5	49,4	30,5	79,9	20,1	100
	T2	25,6	32,0	57,6	25,1	82,7	17,3	100
	T3	28,5	28,1	56,6	24,3	80,9	19,1	100
	T4	30,0	23,9	53,9	22,6	76,5	23,5	100
1987	T1	21,2	28,4	49,6	26,4	76,0	24,0	100
	T2 (a)	14,6	34,2	48,8	31,3	80,1	19,9	100

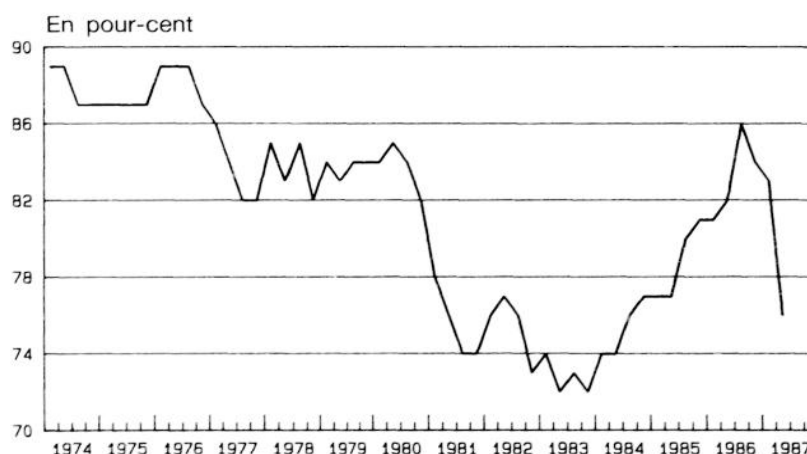
Sources : BACEN-DEPEC, Programa Economico, juin 1987 ; calculs OFCE.

(a) Avril-mai 1987 seulement.

1986 par rapport au premier trimestre). Le niveau anormalement bas des prix de ces biens à la suite du blocage a affecté directement la perception du taux d'intérêt réel par les acheteurs potentiels. La progression plus modérée de la consommation courante (+ 5 % au deuxième trimestre) et son accélération au troisième trimestre (+ 12 %) s'expliquent en revanche par le mouvement continu de croissance de la masse salariale⁽³⁹⁾ et par le caractère redistributif des mesures de mars, qui a agi positivement sur la propension moyenne à consommer des ménages.

La relative inertie de l'investissement productif

L'investissement, poursuivant en 1986 la reprise amorcée en 1985, s'est maintenu à un rythme de croissance à peu près identique à celui de 1985. Croissance qui a paru faible à la plupart des observateurs au regard des conditions favorables créées par la baisse des taux d'intérêt réels et l'accélération de la consommation. Compte tenu d'une progression de 8,2 % du PIB le taux d'investissement (formation brute de capital/PIB) était revenu, selon les données préliminaires calculées par la Banque centrale, à 20 % environ, soit 3 à 4 points de plus qu'en 1984 mais néanmoins 5 points de moins que la moyenne des années soixante-dix. Les analyses fines réalisées par les économistes de l'Université fédérale de Rio et de l'Université de Campinas⁽⁴⁰⁾ montrent que l'investissement productif a été alors largement celui des petites et moyennes entreprises du secteur concurrentiel, particulièrement sensibles à l'accélération de la demande. Les grandes entreprises du secteur privé, davantage conscientes du caractère éphémère de l'explosion de la consommation et préférant attendre la fin du blocage et le relèvement de leurs prix pour prendre des décisions engageant l'avenir, se sont contentées, dans l'ensemble, de procéder à des investissements de productivité n'affectant que marginalement les capacités de production. Quant aux entreprises publiques, en l'absence de ressources financières



10. Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

Source : FGV.

(39) Cette rupture dans le profil de la demande des ménages s'explique par le fait que 75 % de la population brésilienne perçoit des revenus inférieurs ou égaux à cinq salaires minimaux, soit 250 dollars par mois environ au taux de change courant en juillet 1987.

(40) Cf. Boletim de Conjuntura de l'UFRJ, mars 1987, op. cité et Instituto de Economia — Centro de Estudos de Conjuntura : « Retrospectiva de 1986 », mars 1987, publié par l'Université d'Etat de Campinas.

adéquates, soit d'autofinancement, soit de crédit à long terme, elles ont maintenu leur taux d'investissement à un niveau extrêmement bas, de l'ordre de 3 % du PIB, très inférieur au taux des années soixante-dix.

Cette faiblesse de l'investissement public a été en grande partie à l'origine du déséquilibre de la croissance brésilienne en 1985 et 1986. Concentrée dans la production de biens intermédiaires et de base tels que la sidérurgie, la pétrochimie, les métaux non ferreux, l'énergie, le papier etc., les entreprises publiques jouent un rôle absolument décisif à l'égard des possibilités d'expansion du secteur privé. En l'absence d'investissements suffisants dans ces secteurs ainsi que dans l'infrastructure routière et portuaire, la formation de goulots d'étranglement constitue vite un frein sérieux à l'investissement privé. L'insuffisance de la capacité d'offre de l'industrie lourde — dans un contexte de restriction à l'importation — tend alors à se généraliser à l'ensemble de l'économie pour peu que la consommation intérieure redémarre. C'est très précisément ce qui s'est passé à partir du troisième trimestre 1986 : la saturation progressive des capacités de production dans la plupart des branches industrielles, conjuguée au gel des prix, a provoqué la formation de listes d'attente impressionnantes, notamment dans le secteur des biens durables de consommation. Le prix des automobiles d'occasion est ainsi passé, pendant plusieurs mois, au dessus du prix bloqué des nouveaux modèles. Le manque de matières premières et d'intrants de base entraîna l'apparition des premiers sur-prix dès les mois de mai-juin. Progressivement les sur-prix se généralisèrent à l'ensemble de l'économie, alimentant les comportements de stockage spéculatif, tandis que les changements artificiels des marques des produits et la modification du contenu des emballages permettaient à certaines entreprises, plus souples que d'autres, de contourner le gel des prix. Comme le notait un observateur, « *dribler le blocage* » devenait une pratique courante pour les commerçants et les entreprises ⁽⁴¹⁾.

De l'inflation réprimée à l'hyper-inflation

L'incapacité de l'appareil productif brésilien à satisfaire la demande intérieure dans un contexte de prix gelés et de capacité d'importation restreinte conféra à l'économie brésilienne à partir du second semestre 1986 les caractéristiques d'une situation d'inflation réprimée. Conscientes du caractère fortement déstabilisateur de l'explosion de la consommation, mais ne pouvant ou ne souhaitant pas mettre un terme au blocage des prix, les responsables économiques furent confrontés à l'alternative suivante : réduire la demande globale en réorientant les politiques monétaire et budgétaire dans un sens beaucoup plus restrictif ; ou bien tenter de rééquilibrer la croissance en canalisant les ressources affectées à la consommation de biens durables vers l'investissement productif. C'est cette seconde démarche qui fut adoptée par les

(41) C. Vanhecke dans *Le Monde* daté du 30 novembre 1986.

mesures de juillet — connues sous le nom de « *cruzadinho* » — qui s'avéreront rapidement insuffisantes. L'effondrement du solde commercial en octobre et l'ampleur des pressions inflationnistes accumulées entraînèrent l'adoption de mesures particulièrement brutales à l'issue des élections de novembre 1986 (plan Cruzado II). Au début de 1987 le retour de l'hyper-inflation, le moratoire partiel sur la dette extérieure et les menaces de récession sanctionnèrent l'échec d'une politique.

Du Cruzadinho au Cruzado II

Le 24 juillet 1986 le gouvernement annonçait un ensemble de mesures fiscales destinées à contrôler la consommation de biens durables ou de luxe et à financer un plan de développement économique et social sur trois ans. Les prélèvements prennent la forme d'emprunts obligatoires sur la consommation de certains biens et services, en principe remboursables au bout de trois ans : 28 % sur l'essence, 30 % sur les automobiles neuves et 10 à 20 % sur les automobiles d'occasion, 25 % sur les billets d'avion et les allocations de devises pour le tourisme. Des mesures limitatives sont prises sur le crédit à la consommation et l'utilisation des cartes de crédit. Les fonds ainsi réunis doivent alimenter un Fonds national de développement. Selon le ministre des Finances ces mesures présentaient l'avantage de ne toucher que 10 % de la population. Elles permettaient en revanche d'intensifier l'action gouvernementale dans le domaine social — santé, éducation, formation professionnelle — celui de la politique régionale — promotion de l'agriculture et de l'industrie des régions défavorisées — et de relancer l'investissement public dans les secteurs stratégiques afin d'éliminer au plus vite les goulots d'étranglement existants.

Simultanément la politique monétaire devenait sensiblement plus restrictive : les taux nominaux étaient relevés de 16 % en juin 1986 à 26 % en juillet et 42 % en septembre. Un mouvement similaire était enregistré sur les taux des certificats de dépôts bancaires (CDB) du fait de l'élévation rapide des anticipations inflationnistes. Justifiée par la nécessité de contenir les mouvements spéculatifs observés sur les marchés d'actifs (dollar, or, immeubles, terres, animaux...) et sur les stocks, l'élévation des taux d'intérêt s'accompagnait de la création d'un nouveau titre à taux flottant — la lettre de la Banque centrale ou LBC — devant permettre de séparer la gestion de la dette publique de la politique monétaire. Comme l'observe Modiano ⁽⁴²⁾, la crédibilité de cet ensemble de mesures allait être fortement affectée par l'inadéquation manifeste des objectifs d'investissement pour la période 1986-1989 et des sources de financement nouvellement dégagées. Par ailleurs le gouvernement décidait de ne pas comptabiliser dans l'indice des prix l'effet des emprunts forcés sur la consommation par crainte de provoquer le déclenchement de la « gachette salariale », décision qui a aussi porté atteinte au crédit des autorités. Beaucoup trop timides au regard de l'ampleur de l'excès de demande, ces mesures ont eu pour effet principal d'aviver les anticipations d'une fin prochaine du blocage des

(42) Cf. E Modiano, février 1987. Voir aussi sur ce point Boletim de Conjuntura de l'UFJRJ, vol. 6, n° 3, août 1986.

prix et donc d'accroître les anticipations d'achats d'une part, les stockages spéculatifs d'autre part. A l'approche des élections, malgré la détérioration rapide de la situation extérieure, l'immobilisme devient la caractéristique dominante de la politique économique.

Les élections du 15 novembre 1986 désignèrent 487 députés fédéraux et 49 sénateurs, soit les deux tiers de la Chambre haute, 953 députés des assemblées d'Etat et 23 gouverneurs d'Etat. Ce fut un triomphe pour le parti gouvernemental — le Parti du mouvement démocratique brésilien ou PMDB — qui obtint le contrôle de 22 des 23 Etats locaux et la majorité absolue à l'Assemblée constituante. Le décalage entre la conjoncture politique, caractérisée par l'adhésion populaire au plan Cruzado, et la conjoncture économique allait révéler brutalement à la population le manque de consistance tant du discours politique que de la politique économique. A l'augmentation inquiétante du déficit public, aux violentes pressions inflationnistes et à la multiplication des situations de pénuries, apparentes ou réelles, s'ajoutent depuis le mois d'octobre l'effondrement des exportations et la disparition subite de l'excédent commercial mensuel de 1 milliard de dollars régulièrement obtenu depuis mars 1984.

Le train de mesures qui suit immédiatement les élections est connu sous le nom de plan Cruzado II. Dans l'esprit des économistes proches du gouvernement les plus optimistes, il s'agit alors d'une part d'achever le processus de désindexation amorcé en mars 1986 — composante structurelle du plan — et d'autre part de résoudre le problème conjoncturel posé par l'excès de demande. L'explosion des prix aussitôt le blocage levé et la résurgence immédiate de l'indexation généralisée se chargeront de démontrer la vanité de ce nouveau discours.

Le plan Cruzado II est d'abord un ensemble de mesures fiscales. Refusant toutes coupes importantes dans les dépenses publiques et l'élévation des impôts directs, le gouvernement optait pour un nouveau relèvement des impôts indirects sur la consommation de biens durables ou considérés comme superflus : automobile (+ 80 %), cigarettes (+ 120 %), boissons (+ 100 %). Les tarifs publics sont aussi augmentés : électricité-téléphone (+ 35 %), postes (+ 80 %), carburant (+ 60 %). Des augmentations sont aussi annoncées pour le prix du lait et les produits sidérurgiques. De même qu'en juillet la préférence pour la fiscalité indirecte est justifiée par sa plus grande précision et ses effets redistributifs. Le prélèvement ainsi opéré est évalué à 4 % du PIB et doit autoriser une résorption rapide du déficit public, qui atteindra tout de même 3,7 % en 1986 (tableau 5). L'effet sur l'indice des prix est cependant catastrophique. En corrigeant aussi brutalement une partie des déséquilibres accumulés depuis le début de l'année sur les tarifs publics, le gouvernement ne pouvait manquer de signaler à l'ensemble des agents le début d'une course au réajustement des prix relatifs risquant fort de déboucher sur une accélération incontrôlable de l'inflation.

Soucieux de limiter l'effet de ces hausses de prix sur les ajustements salariaux, le gouvernement décidait de modifier le mécanisme de la « gachette salariale » et de changer d'indice des prix. Avec 5,5 % d'augmentation des prix en novembre et 16 % accumulés depuis le 28

février 1986, il était clair en effet que l'échelle mobile des salaires serait inévitablement déclenchée en décembre. Les nouvelles règles sont établies de façon à décompter les hausses de salaires obtenues depuis le 28 février et à reporter l'excès de hausse des prix à partir de 20 % sur le prochain ajustement. L'indice élargi des prix à la consommation (IPCA), qui avait été substitué en novembre 1985 à l'indice composite de la Fondation Getulio Vargas (IGP), est à son tour remplacé par l'indice national des prix à la consommation (INPC). Tandis que l'IPCA est calculé à partir d'un panier de biens correspondant à la consommation type de revenus allant jusqu'à 30 salaires minimaux (soit 9 000 francs par mois environ en juillet 1987 au taux de change courant), l'INPC est établi sur la base d'une consommation correspondant à 5 salaires minimaux (1 500 francs environ). Sur la période allant du 28 février au 31 décembre 1986 le passage de l'IPCA à l'INPC entraîne un gain de l'ordre de 10 %, soit un tiers de l'inflation telle que mesurée par l'IPCA. Au delà de la rhétorique officielle sur la poursuite du gel des prix le gouvernement cessa dans les faits d'administrer le blocage, sauf pour les grandes entreprises industrielles. Face à l'impossibilité de conclure un pacte avec les partenaires sociaux sur la fixation des prix et des salaires, les autorités optèrent implicitement pour un rétablissement par le marché de l'équilibre des prix relatifs. La libération des prix industriels devint effective en février 1987.

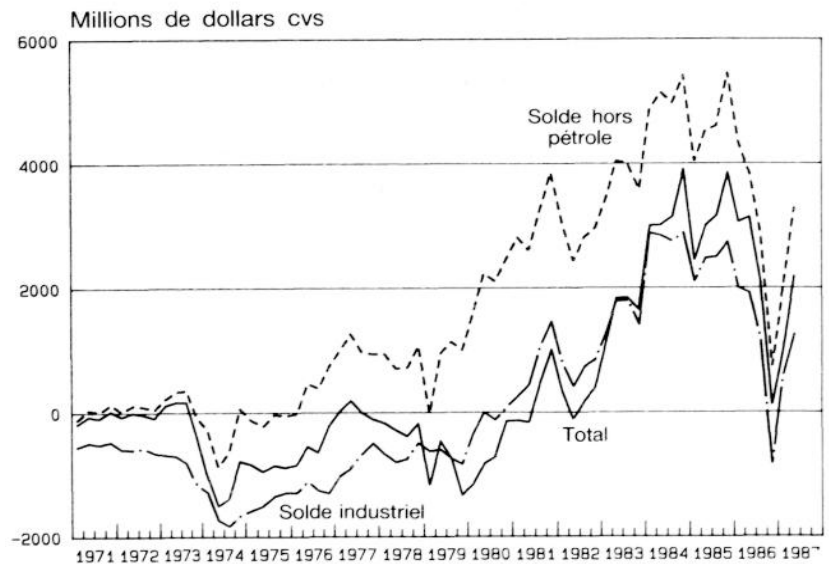
En ce qui concerne les deux autres grandes variables de commandes macroéconomiques, le taux d'intérêt et le taux de change, l'orientation générale était de supprimer toute référence à un index unique (le taux d'inflation) et de définir un ensemble d'index partiels et spécifiques susceptibles de fournir une marge de manœuvre plus grande à la politique économique. Ainsi les contrats financiers et notamment les titres de la dette publique furent indexés sur le rendement de la LBC, autrement dit sur le taux d'intérêt au jour le jour du marché monétaire. Après la première dévaluation du cruzado de 1,8 % en octobre, le gouvernement annonça son intention de revenir à la pratique des mini-dévaluations très rapprochées en fonction d'un indicateur de profitabilité relative des ventes à l'exportation par rapport aux ventes sur le marché intérieur. Cet indicateur est défini par le rapport des taux de change aux salaires nominaux. Il s'apprécie lorsque la dépréciation de la monnaie est supérieure à l'augmentation des salaires, traduisant ainsi une plus grande incitation à vendre sur les marchés étrangers. Dans la pratique la stabilisation de cet indicateur risque fort, en cas de baisse des salaires réels, d'entraîner une appréciation du taux de change réel. En fait, compte tenu de la hausse des salaires réels en 1986 et de la fixité de la parité du cruzado entre sa création et le 16 octobre, la définition de ce nouveau mécanisme favorisa la spéculation sur une prochaine maxi-dévaluation de la monnaie, spéculation déjà attisée par la disparition de l'excédent commercial.

La sanction externe : l'éclipse de l'excédent commercial

L'effondrement du solde commercial brésilien au dernier trimestre 1986 fut spectaculaire. D'un mois sur l'autre l'excédent, qui s'élevait régulièrement à un milliard de dollars par mois depuis février 1984, est

revenu à un niveau proche de 100 millions de dollars. Plus surprenant encore : six mois à peine après sa brutale résorption, l'excédent réapparaissait et atteignait dès le mois de juin 1987 le niveau record de 1,4 milliard ! Une telle éclipse ne pouvait manquer d'avoir des répercussions politiques et économiques majeures. Dans un pays astreint à autofinancer 10 milliards de dollars de versements nets d'intérêts au reste du monde par an, soit 5 % environ de son PIB, cela signifiait l'impossibilité de maintenir le transfert négatif de ressources et donc l'obligation de choisir entre la réduction immédiate de l'absorption interne et le moratoire unilatéral sur la dette extérieure. De fait, en accélérant la diminution des réserves de change, elle a précipité la déclaration le 20 février 1987 du moratoire partiel sur les intérêts de la dette à moyen et long termes et la démission, deux mois plus tard, du ministre des Finances Dilson Funaro.

11. Soldes de la balance commerciale (données trimestrielles)



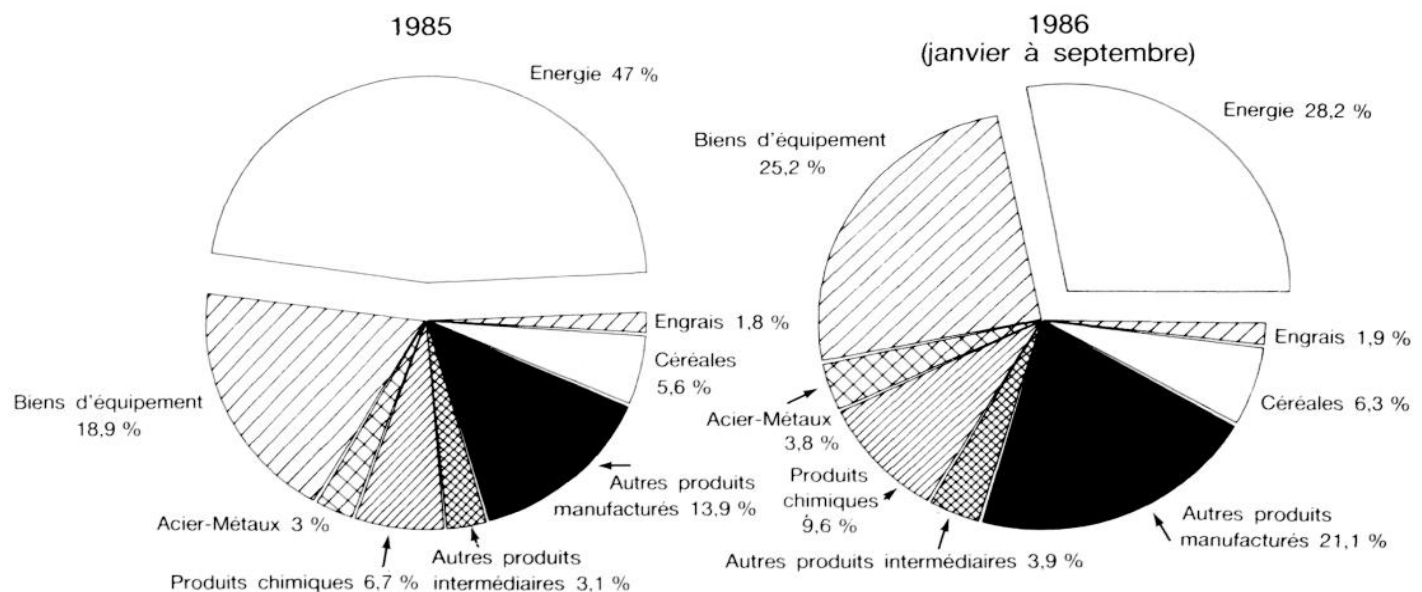
Sources : FUNCEX, calculs OFCE.

Un examen rapide et superficiel des résultats macroéconomiques du Brésil en 1986 laisserait pourtant apparaître un bilan plutôt favorable : progression du PIB de 8 %, soit le même rythme qu'en 1985, inflation ramenée à 140 % en moyenne annuelle mais à 65 % seulement en douze mois, excédent commercial de 8,4 milliards de dollars sur l'ensemble de l'année. Dans ce cas, plus que dans tout autre cependant, agrégats et moyennes annuelles ne servent qu'à dissimuler aux observateurs pressés le sens et les conditions véritables du mouvement économique et politique.

L'évolution du solde commercial en valeur permet d'identifier deux périodes aux caractéristiques bien distinctes. Jusqu'à la fin du troisième trimestre 1986 le Brésil continue d'enregistrer un surplus mensuel de l'ordre d'un milliard de sorte que le résultat de 1985, qui est en même temps un objectif et une contrainte du point de vue de la balance des paiements, semble en passe d'être atteint. L'économie est grandement aidée en cela par la réduction de la facture pétrolière, qui sur l'ensemble de l'année autorise une économie de devises égale à 2,8 milliards

de dollars, soit un cinquième de la valeur des importations totales en 1985. Mais ce gain occulte la très vigoureuse reprise des importations de produits manufacturés intervenue à partir du dernier trimestre 1985 à la suite de l'accélération de la production industrielle. Entre le troisième trimestre 1985 et le troisième trimestre 1986, les importations hors pétrole progressent de 75 % en valeur, annulant ainsi l'ensemble de l'économie résultant de la baisse du prix du pétrole. Compte tenu de la dépréciation du dollar américain et de la part des Etats-Unis dans les importations du Brésil (30 %) on peut estimer à 10 % l'augmentation des prix en dollars des importations brésiliennes de produits manufacturés sur la période ⁽⁴³⁾. La progression porte donc principalement sur les volumes importés de biens de production et tout particulièrement — en l'absence d'un véritable redémarrage de l'investissement — de biens intermédiaires (+ 60 %). Les biens de consommation, qui n'entrent que pour 20 % dans les importations hors pétrole du Brésil, ont également connu une progression exceptionnelle, supérieure à 100 % en volume. Le caractère nettement redistributif du plan Cruzado I a en effet provoqué un très fort développement de la consommation de produits alimentaires, obligeant le gouvernement à autoriser des importations massives de certains biens (viande notamment) dans le but de porter l'offre au niveau de la demande intérieure et d'atténuer ainsi les pressions inflationnistes.

12. Composition des importations



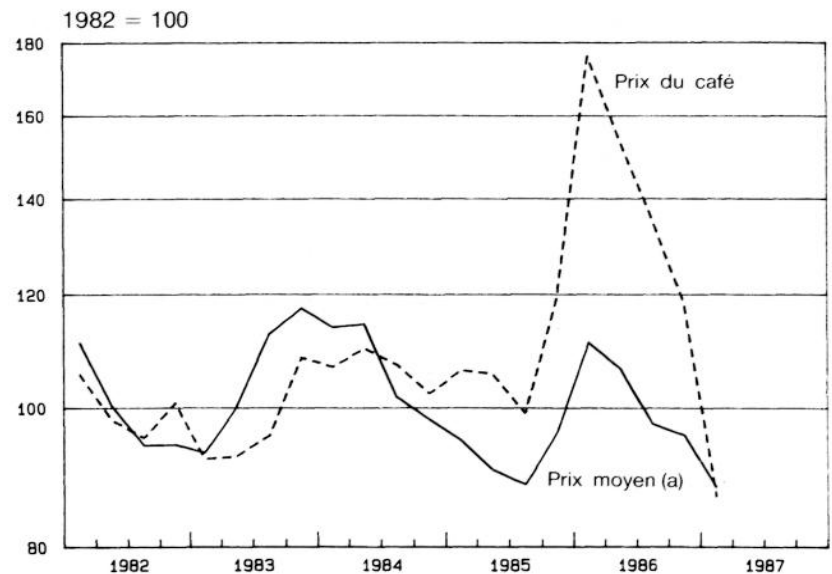
Sources : FUNCEX, calculs OFCE.

Pendant les neuf premiers mois de l'année 1986 les exportations se maintiennent en valeur au niveau atteint au cours de la même période de 1985. Le prix des produits de base exportés est nettement plus

(43) Pour l'ensemble des importations mondiales de produits manufacturés les prix en dollars ont augmenté de 17 % en moyenne annuelle en 1986 ; cf. « La croissance confisquée » Revue de l'OFCE, n° 19, avril 1987 et la chronique de conjoncture internationale publiée dans le présent numéro.

favorable en moyenne en raison de la flambée du prix international du café, intervenue entre octobre 1985 et mars 1986 (+ 80 % en six mois). Cette hausse est elle même consécutive à la destruction par le gel d'un tiers de la récolte brésilienne de café, qui représente en temps normal 30 % environ de la production mondiale. Elle a été suivie d'une décrue tout aussi brutale des cours à partir d'avril 1986, de sorte que sur les neuf premiers mois de l'année les gains obtenus grâce aux prix ont été intégralement compensés par la baisse des volumes exportés.

13. Prix en dollars de quelques produits de base exportés par le Brésil



Sources : FUNCEX, calculs OFCE.

(a) Moyenne pondérée des prix en dollars des graines, de la farine et de l'huile de soja, du sucre, du cacao, du café et du jus d'orange.

Les exportations de produits manufacturés demeurent également stables en valeur, ce qui résulte probablement d'une légère progression des prix en dollars liée à la stabilité du taux de change nominal compensée par une réduction des volumes exportés. Au total, jusqu'en septembre 1986, la détérioration du solde commercial hors pétrole atteint 2,2 milliards de dollars. Elle s'explique principalement par l'accroissement très rapide du volume des importations de produits manufacturés (tableau 7).

La situation change radicalement au dernier trimestre 1986. Les importations hors pétrole continuent certes de progresser en valeur ⁽⁴⁴⁾ mais la dégradation du solde commercial provient désormais pour l'essentiel de la contraction brutale des exportations, qui diminuent d'un tiers en valeur d'un trimestre à l'autre, soit une perte égale à 2 milliards de dollars environ.

La réduction brutale des exportations à partir de septembre-octobre 1986 résulte de la conjugaison de quatre éléments. Le premier est lié à des accidents climatiques et/ou à des fluctuations des cours des

(44) Les chiffres de commerce extérieur cités prennent en compte les révisions effectuées récemment à la suite de la découverte d'opérations de falsification des résultats de la balance commerciale au second semestre 1986.

7. Les deux temps de la résorption de l'excédent commercial

Milliards de dollars, données cvs

		9 mois 1985	9 mois 1986	Variation absolue	3 ^e trimestre 1986	4 ^e trimestre 1986	Variation absolue
Export	Produits de base	6,3	6,1	- 0,2	1,7	1,3	- 0,4
	Produits semi-manufacturés	2,0	2,0	0	0,6	0,5	- 0,1
	Produits manufacturés	10,2	10,5	+ 0,3	3,3	1,9	- 1,4
	Total	18,5	18,6	+ 0,1	5,6	3,7	- 1,9
Import	Hors pétrole	5,1	7,4	+ 2,3	2,8	3,2	+ 0,4
	Pétrole	4,5	2,7	- 1,8	0,7	0,6	- 0,1
	Total	9,6	10,2	+ 0,6	3,5	3,8	+ 0,3
Soldes	Hors pétrole	13,4	11,2	- 2,2	2,8	0,6	- 2,2
	« manufacturés » (a)	5,1	3,1	- 2,0	0,5	- 1,3	- 1,8
	Total	8,9	8,4	- 0,5	2,1	- 0,1	- 2,2

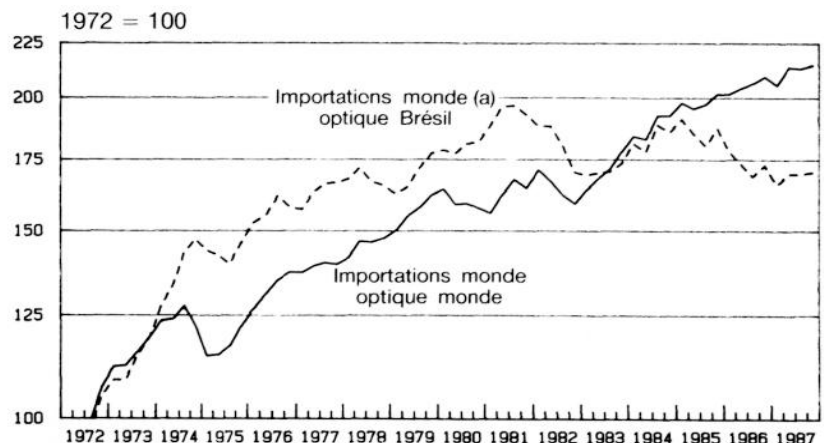
Sources : FUNCEX, calculs OFCE.

(a) Différence entre les exportations de produits manufacturés et les importations hors pétrole.

produits de base. La forte baisse du prix du café en fin d'année et la très mauvaise récolte de soja expliquent à eux seuls les trois quarts du manque à gagner sur les exportations de produits primaires. L'évolution défavorable des cours de l'huile de soja joue dans le même sens. Ces aléas climatiques et mouvements de prix sont à l'origine d'un cinquième environ des pertes de devises du dernier trimestre 1986, soit 400 millions de dollars.

La diminution du volume de la demande mondiale de produits manufacturés adressée au Brésil ⁽⁴⁵⁾ constitue un autre facteur exogène important. Elle s'explique évidemment par la forte contraction en 1986 des marchés traditionnels de l'industrie brésilienne, victimes de la baisse du prix du pétrole, des matières premières et du dollar ⁽⁴⁶⁾. Amérique Latine, Proche-Orient, Afrique et COMECON absorbent environ les deux tiers des exportations brésiennes de produits manufacturés. Sur l'ensemble de l'année 1986 la demande adressée au Brésil baisse de 7 % en volume. Cette baisse est massivement concentrée sur la première partie de l'année. La diminution des importations américaines au dernier trimestre est en effet compensée par la croissance de la demande des autres pays de l'OCDE, tandis que les importations des autres régions se stabilisent globalement en volume.

14. Volume des importations mondiales de produits manufacturés



Sources : OCDE, série A, calculs, estimations OFCE.

(a) Moyenne géométrique des importations de produits manufacturés des différentes régions du monde pondérée par leurs parts respectives dans les exportations de produits manufacturés du Brésil.

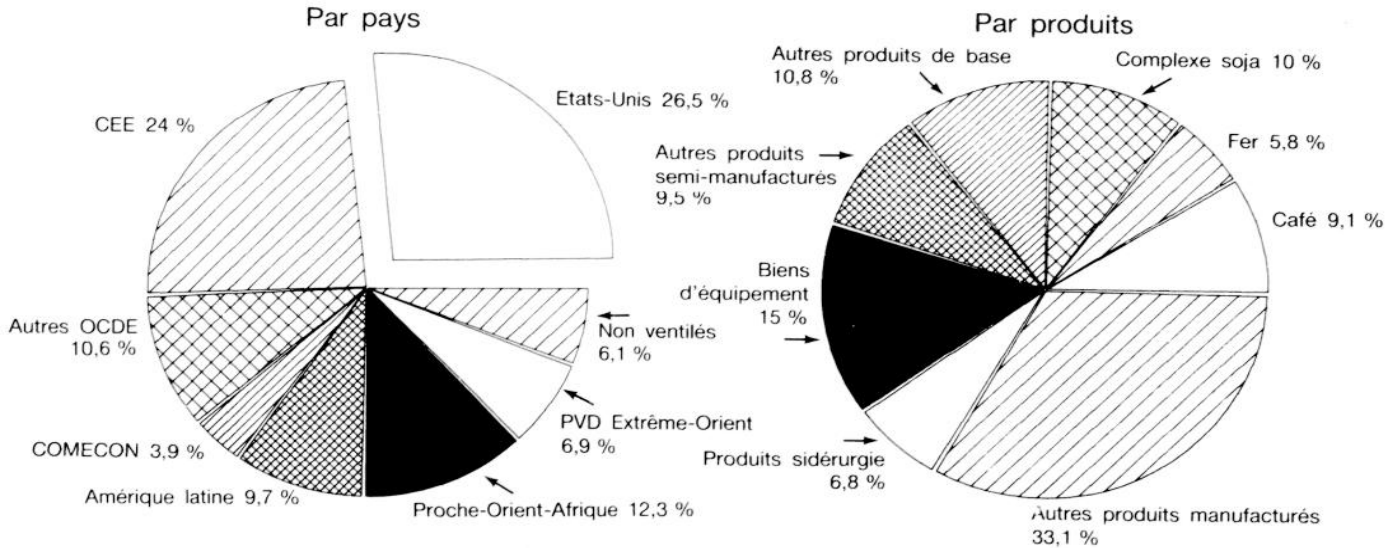
La réduction de la demande extérieure ne peut expliquer le comportement particulier des exportations brésiennes au dernier trimestre 1986. Il est clair cependant qu'elle agit sur la tendance de ces exportations et qu'à ce titre, compte tenu du délai de trois à six mois entre la signature des contrats et les transactions effectives, elle est responsable d'une partie de la baisse des exportations de produits manufacturés à partir du second semestre 1986. En supposant égale à l'unité l'élasti-

(45) La demande mondiale de produits manufacturés adressée au Brésil est calculée en pondérant les importations de produits manufacturés de chaque zone géographique par leurs poids respectifs dans les exportations brésiennes de produits manufacturés.

(46) Cf. J. Adda, 1986 et « La croissance confisquée », Revue de l'OFCE, mars 1987 op. cité.

citée des exportations à la demande mondiale adressée au Brésil, on peut estimer à 40 % sur l'ensemble de l'année la responsabilité de ce facteur dans la baisse des exportations de produits manufacturés, soit une perte équivalente à 800 millions de dollars environ.

15. Structure des exportations (année 1985)



Source : FUNCEX.

Un troisième facteur, plus déterminant, est lié à l'élévation considérable du niveau de l'absorption intérieure et de la profitabilité relative des ventes sur le marché domestique par rapport à l'activité exportatrice à partir de mars 1986. Ce point mérite d'être précisé. La saturation des capacités de production, provoquée par l'accélération de la demande intérieure, a entraîné dans certains secteurs une réorientation des ventes vers le marché intérieur. Ceci est particulièrement net dans le cas de l'industrie des biens intermédiaires, qui représentent plus du tiers des exportations de produits manufacturés, ainsi que dans le secteur minier. Ainsi dans les industries sidérurgiques, chimiques, des matières plastiques, du papier, le taux d'utilisation des capacités installées atteignait ou dépassait 90 % au second trimestre 1986, soit une progression de 5 à 20 points en un an selon les cas. Le problème du choix entre exporter ou satisfaire la demande intérieure a donc commencé à se poser trois à six mois après le lancement du plan Cruzado. Il s'est naturellement posé avec la plus grande acuité dans les industries qui ont le mieux résisté à la crise grâce à l'exportation, ce qui est précisément le cas des biens intermédiaires (graphique 6c).

La préférence donnée au marché intérieur s'explique à son tour par la stabilité du taux de change nominal et la généralisation progressive de la pratique des sur-prix pendant la période du blocage. Le calcul des taux de change réels se ressent de ce phénomène, non appréhendé par l'indice des prix avant la libéralisation intervenue entre décembre et février 1987 (infra). La baisse du dollar à partir de février 1985 avait permis de rétablir en mars 1986 le taux de change effectif réel du

8. Taux d'utilisation des capacités de production par secteurs

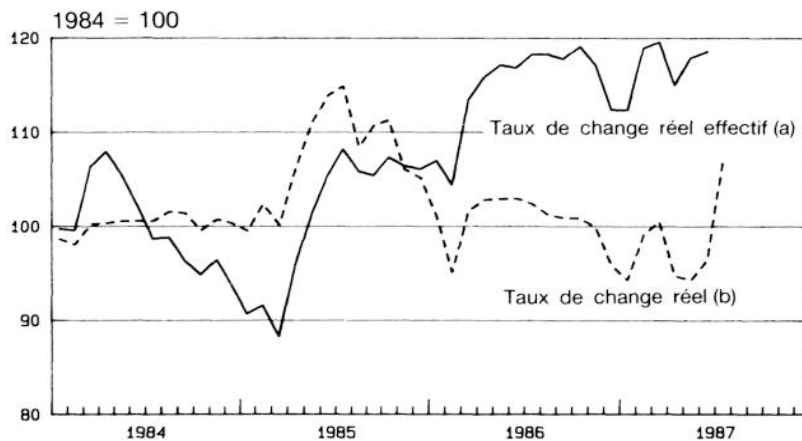
En pour-cent

	76 Maximum	80 Maximum	83 Minimum	85 I	85 III	86 I	86 III	87 I	87 II
Total	89	85	72	77	80	81	86	83	76
Équipement mécanique	87	83	55	72	75	78	85	85	61
Équipement électrique	88	81	64	75	79	79	85	84	76
Matériel de transport	89	84	62	67	72	78	81	74	66
Sidérurgie	90	90	77	83	88	86	89	85	82
Chimie	95	91	80	81	83	82	92	87	87
Matière plastique	81	83	64	66	78	74	91	83	66
Papier-cellulose	89	92	85	89	89	89	93	89	87
Textile	93	91	72	88	90	90	92	91	84
Vêtements	90	89	81	83	85	84	89	84	77
Meubles	81	82	66	74	83	82	89	76	58
IAA	87	78	71	75	77	73	73	78	71

Sources : FGV-IBRE.

Note : Les points sont trimestriels. Minimum et maximum correspondent aux valeurs trimestrielles les plus faibles ou les plus élevées des années choisies.

cruzeiro à un niveau considéré par de nombreux économistes brésiliens comme proche de son taux de parité de pouvoir d'achat. La décision de ne pas pratiquer une maxi-dévaluation au moment de la réforme monétaire avait été justifiée ainsi. Entre mars et octobre 1986 le taux de change effectif réel, mesuré à partir du différentiel d'augmentation des prix de gros entre le Brésil et ses partenaires commerciaux, reste stable. La poursuite de la dépréciation du dollar vis-à-vis des monnaies européennes et japonaise compense en effet l'écart enregistré sur les taux d'inflation. Vis-à-vis du seul dollar le cruzado s'apprécie en termes réels de 3 % environ. L'intégration des sur-prix dans l'indice des prix modifierait sans doute substantiellement ces résultats, mais il est toutefois peu probable que l'on serait ainsi amené à conclure à une perte de compétitivité susceptible d'expliquer l'ampleur de la baisse des exportations en fin d'année.



16. Taux de change réels

Sources : MORGAN, FGV, calculs OFCE.

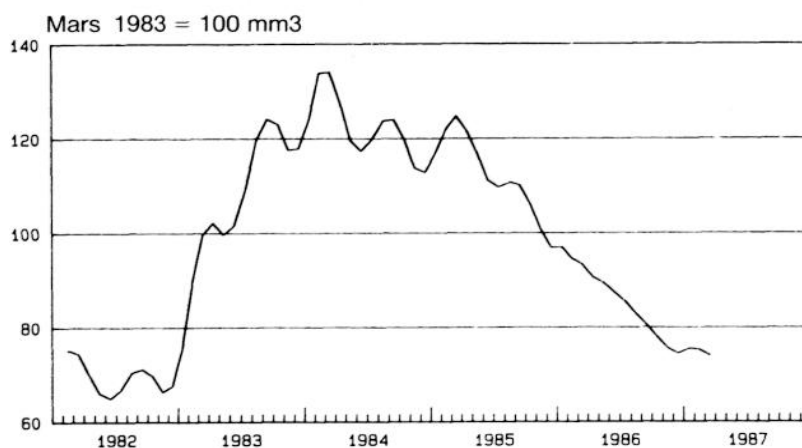
(a) Taux de change réel effectif calculé par la Morgan (World Financial Markets). Une hausse de l'indice traduit une dépréciation du taux de change réel effectif.

(b) Taux de change réel vis-à-vis du dollar (déflateurs : prix de gros), calculs OFCE.

Si elle n'a guère gêné les exportateurs brésiliens sur les marchés extérieurs, l'appréciation réelle du cruzado vis-à-vis du dollar a eu cependant un rôle décisif dans l'altération de la profitabilité relative des exportations par rapport aux ventes domestiques. Celle-ci peut être évaluée par un indicateur suivi régulièrement par les autorités brésiliennes : le rapport du taux de change nominal vis-à-vis du dollar au taux de salaire nominal dans l'industrie. Schématiquement on peut dire que cet indicateur reflète le degré de priorité donnée aux exportations par rapport à une politique de croissance tirée par la demande intérieure. La chute de ce rapport depuis les premiers mois de la Nouvelle République jusqu'aux derniers mois de 1986 est particulièrement frappante : en deux ans, tout l'espace accaparé par la politique d'ajustement récessif, notamment à la suite de la maxi-dévaluation de février 1983, au profit de l'excédent commercial, a été reconquis par les salariés, tout au moins dans le secteur industriel. Le maintien du niveau d'exportation de l'industrie manufacturière était dès lors conditionné par

l'existence de capacités de production inemployées. Dès que cette condition a cessé d'être remplie la contradiction entre la poursuite du transfert de ressources vers l'extérieur et la relance de la consommation intérieure est devenue manifeste. Cette contradiction serait devenue insoutenable beaucoup plus tôt si l'investissement productif était revenu à son niveau normal en 1985 et 1986. Confrontées dès le début de l'année 1986 à une forte contraction de la demande extérieure et à un dynamisme sans précédent de la demande intérieure, de nombreuses entreprises ont délaissé au moins en partie l'activité exportatrice au profit de leurs clients domestiques. Elle l'ont fait d'autant plus volontiers que la stabilité du taux de change nominal limitait les recettes en monnaie nationale tirées de l'exportation, tandis que le blocage des prix pouvait être contourné.

17. Rapport : taux de change/salaires nominaux dans l'industrie



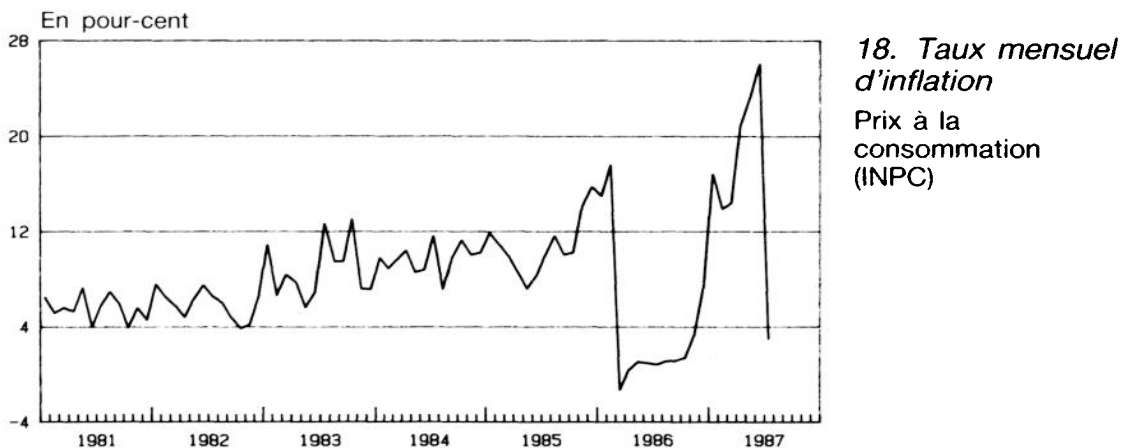
Sources : FIESP, FGV, calculs OFCE.

Note : Ce rapport augmente lorsque le rythme de dépréciation du taux de change nominal vis-à-vis du dollar est supérieur au taux de croissance des salaires nominaux dans l'industrie. En ce cas, l'incitation à exporter l'emporte sur l'incitation à vendre sur le marché intérieur.

La généralisation des pressions inflationnistes réprimées entraînait, à l'approche des élections de novembre, la diffusion dans l'ensemble de l'économie d'anticipations relatives à une prochaine maxi-dévaluation. L'évolution du prix du dollar sur le marché parallèle reflète fidèlement ce phénomène, qui a pris une ampleur considérable au dernier trimestre 1986 (graphique 8). Dès le mois de septembre l'écart entre le dollar officiel et le dollar parallèle atteint 70 %. Il s'élève à 100 % en novembre 1986. La reprise extrêmement timide de la politique des mini-dévaluations à partir d'octobre n'était pas de nature en effet à freiner la spéculation, bien au contraire. Il faudra attendre l'accélération de la dépréciation du cruzado en février et surtout la maxi-dévaluation d'avril 1987 pour que cet écart se réduise de façon significative. La formation de stocks spéculatifs dans le secteur exportateur est ainsi venue sanctionner l'irréalisme de plus en plus flagrant des niveaux des prix relatifs et du taux de change. Elle a joué de toute évidence un rôle décisif dans l'effondrement subit de l'excédent commercial à partir d'octobre 1986 et elle expliquera sa réapparition, tout aussi soudaine, à partir d'avril 1987.

La rechute : hyper-inflation et réindexation

L'impact de plan Cruzado II sur la crédibilité et la popularité du gouvernement a été catastrophique. Après neuf mois de gel des prix et d'« état de grâce » la brutalité des relèvements décidés sur les tarifs publics provoquait le 27 novembre 1986 — soit moins de deux semaines après le raz de marée électoral du PMDB — d'importantes émeutes à Brasilia, les premières depuis la construction de la capitale en 1960. La première grève générale de la Nouvelle République était organisée par les syndicats le 12 décembre. Plus grave encore l'augmentation des prix, mesurée par le nouvel indice officiel, dépassait 7 % en décembre et approchait de 17 % en janvier 1987, soit la plus rapide hausse jamais enregistrée par l'économie brésilienne.



Source : FGV.

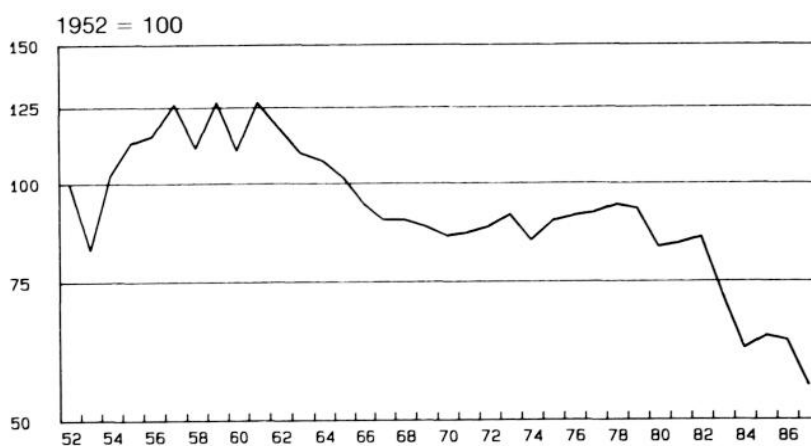
Le discours gouvernemental sur la désindexation de l'économie ne pouvait plus dès lors faire illusion : en fait de désindexation ce fut à une réindexation généralisée de l'économie que l'on assista. Les raisons en sont claires. En l'absence de stabilité des prix et d'équilibre de la balance des paiements, les taux d'intérêt nominaux à court terme sont contraints d'intégrer non seulement la mémoire de l'inflation passée (ce que permettait l'ancienne correction monétaire), mais encore les anticipations de prix et de maxi-dévaluation formées par les agents. Tout écart des taux directeurs par rapport à cette norme serait en effet immédiatement sanctionné par un déplacement massif de fonds vers des actifs réels et surtout vers le dollar, accélérant ainsi l'épuisement des réserves de change. Dès le mois de décembre 1986 le taux d'intérêt sur les CDB pré-fixés (non indexés) s'établissait à 200 %. Deux mois plus tard il atteignit 600 %. Dans une telle situation seul le rétablissement de la correction monétaire, autrement dit la garantie du maintien du pouvoir d'achat des titres, est susceptible de calmer les anticipations et de freiner l'ascension vertigineuse des taux nominaux. En décembre le gouvernement autorisa les banques à émettre des certificats de dépôts post-fixés, c'est-à-dire indexés sur le rendement de la LBC (appelé « *overnight* » au Brésil).

Compte tenu de la réindexation de fait du taux de change sur l'inflation, le taux d'intervention de la Banque centrale ne pouvait plus guère passer en dessous du taux d'inflation anticipé. Toute baisse du rendement réel de la LBC incite en effet les exportateurs à conserver leur dollars sous forme de dépôts à la Banque centrale indexés sur le taux de change et rémunérés au taux de l'euro-dollar. Symétriquement elle favorise la conclusion d'emprunts en cruzados par les importateurs qui peuvent déposer à la Banque centrale par anticipation les sommes correspondantes à la valeur de leurs importations et jouir de la même protection que les exportateurs. La contraction de la liquidité d'une part, l'augmentation de la demande de crédit d'autre part ramènent inéluctablement le taux de la LBC au niveau compatible avec le rythme de la dévaluation. L'indexation d'un actif ne peut qu'entraîner la réindexation de l'ensemble des actifs financiers et une perte d'autonomie considérable pour les autorités monétaires : soit elles décident de compenser l'excès de demande de crédit par la monétisation de titres de la dette publique et acceptent d'assumer le risque de change à la place du secteur privé ; soit elles entérinent les anticipations inflationnistes des agents et favorisent l'élévation des taux en vendant des titres de la dette publique et alors elles ne stabilisent l'encours de leur dette extérieure qu'au prix d'une augmentation de la dette publique intérieure.

On peut toujours imaginer que le mécanisme de la résolution 432, qui permet aux agents privés de transférer le risque de change sur le secteur public est à l'origine de ce cercle vicieux. C'est oublier qu'en son absence toute baisse des taux d'intérêt en dessous de leur taux de parité entraînerait une évasion massive des capitaux hors du pays qui provoquerait immédiatement une crise de balance des paiements. En vérité, au delà des formes institutionnelles qu'il revêt, le phénomène fondamental est que la prise en charge par le secteur public du risque inflationniste et du risque de change constitue le principal rempart de l'économie brésilienne contre la fuite des capitaux, la dollarisation et finalement la désintégration de son appareil productif. Pour échapper à l'alternative dramatique entre la perte de souveraineté monétaire (hyperinflation et dollarisation) et la réduction d'autonomie de la politique monétaire (indéxation), les autorités n'ont d'autre possibilité que de tout mettre en œuvre pour briser les anticipations inflationnistes des agents. C'est ce que tentera de réaliser le plan Bresser.

Mais avant d'en arriver à ce plan il faut revenir sur les effets réels de l'explosion hyper-inflationniste qui a suivi le plan Cruzado II. Le retour en force de l'indexation a laissé de côté une seule variable : les salaires et donc désigné une nouvelle fois les mêmes victimes : les salariés et plus précisément l'énorme masse des bas salaires qui, faute de capacité d'épargne, est absolument dépourvue de toute défense contre l'inflation. L'échelle mobile des salaires déclenchée en janvier 1987 (salaires de fin janvier) pour compenser l'inflation accumulée entre mars et décembre 1986 (20 %), n'a pu empêcher la perte massive de pouvoir d'achat consécutive aux 17 % de hausse des prix enregistrés en janvier. En février 1987 la perte de pouvoir d'achat du salaire minimum par rapport à mars 1986 était de 25 à 35 % selon l'indice des prix retenus. Les nouvelles « gachettes salariales » de mars, mai et juin 1987 (la dernière avant la suppression de ce mécanisme) ne permettront

pas d'effacer cette perte, ni même de l'attenuer. A la fin du premier semestre 1987 le pouvoir d'achat du salaire minimum — déjà largement comprimé tout au long des années soixante et dans les premières années quatre-vingt — était tombé à un niveau inférieur de moitié à celui de 1952. Dès le mois de décembre 1986 les ventes au détail accusaient une baisse prononcée avant de s'effondrer en mars et avril 1987. La production industrielle n'était plus alors soutenue que par la reconstitution des stocks. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie enregistrait au deuxième trimestre 1987 une baisse considérable de 7 points, se trouvant ainsi ramené au niveau moyen de 1981, année de forte récession. A la fin du premier semestre 1987 l'entrée en récession de l'économie semblait inévitable.



19. Pouvoir d'achat du salaire minimum

Sources : A. Drobny et J. Wells (1983) jusqu'en 1972, J. Zurron Ocio (1986) et FGV pour les années suivantes. Déflateur : IGP, calculs OFCE.

Note : Le point 1987 a été calculé à partir des données disponibles sur les six premiers mois de l'année.

Le plan Bresser de juin 1987

Hyper-inflation, menace de récession, réserves de change au plus bas : la perte de contrôle des autorités brésiliennes sur l'évolution de l'économie était totale à la fin du premier trimestre 1987. L'action du nouveau ministre des Finances, Luiz Bresser Pereira, qui a pris ses fonctions début mai, vise avant toute chose à rétablir, sinon la stabilité des prix, du moins celle du taux d'inflation à un niveau compatible avec un fonctionnement à peu près normal de l'activité économique. Par rapport au mot d'ordre d'« inflation zéro » du plan Cruzado I, les objectifs à court terme de la nouvelle politique économique peuvent paraître extrêmement modestes : il ne s'agit plus de désindexer l'économie, ni de supprimer la composante inertielle de l'inflation, mais à l'inverse de s'appuyer sur l'indexation pour, après une brève période de blocage des prix et des salaires, stabiliser le taux d'inflation à un niveau proche de 3 % par mois (40 % par an). A plus long terme le plan Bresser

cherche à restaurer les conditions d'une croissance économique annuelle de 7 %, grâce au rétablissement de la capacité d'épargne du secteur public et à la réduction du transfert négatif de ressources vers l'extérieur.

La reprise en main de l'économie

La réduction du taux d'inflation et la reconstitution des réserves de change sont à court terme les deux objectifs principaux de la nouvelle équipe économique. En fait plus que d'objectifs il s'agit de contraintes. En paralysant toute décision d'investissement productif et en faisant fondre les salaires réels l'hyper-inflation ne plonge pas seulement l'économie dans la récession : elle menace de désintégration l'ensemble de l'organisation économique et sociale et, au delà, l'existence même de la démocratie. Quant à la reconstitution des réserves de change, elle doit fournir au gouvernement et à l'économie une marge de manœuvre plus grande dans la confrontation qui l'oppose à ses créanciers étrangers.

Il est significatif de ce point de vue que la première mesure importante prise par Luiz Bresser après sa nomination ait été de dévaluer le 5 mai le cruzado de 8,5 %. Une seconde dévaluation de 9,5 % est intervenue le 12 juin, jour de l'entrée en vigueur du nouveau blocage des prix et des salaires, de sorte qu'au cours des deux mois de mai et juin 1987 la dépréciation totale du cruzado par rapport au dollar a atteint 66 %, excédant ainsi de 8 % la progression de l'indice des prix à la consommation élargi (IPCA). Ce très net renversement de tendance en ce qui concerne le taux de change réel a incontestablement contribué au rétablissement de l'excédent commercial à partir du deuxième trimestre 1987. Entre mars et juillet l'excédent mensuel passe ainsi, en données brutes, de 136 à 1 420 millions de dollars malgré une facture pétrolière en progression de 50 % en valeur au premier semestre 1987 par rapport au second semestre 1986 (tableau 9). La contraction des importations de produits manufacturés, bien que sensible (5 % en valeur d'un semestre à l'autre) n'explique qu'une petite partie de l'amélioration du solde commercial. Celui-ci provient principalement de l'envolée des exportations après plusieurs mois de rétention ou de réorientation intensive vers le marché intérieur. Les niveaux exceptionnels d'exportation atteints au début du troisième trimestre 1987 doivent donc être considérés avec circonspection. Si stockage spéculatif il y a eu au cours des premiers mois de l'année, une partie des ventes postérieures à l'ajustement du taux de change revêt un caractère transitoire. Il ne serait donc pas surprenant qu'après la pointe à 2,8 milliards de dollars enregistrée en juillet 1987, les exportations totales reviennent à un niveau proche de 2 milliards par mois, plus en rapport avec l'évolution tendancielle de la demande adressée au Brésil et des prix internationaux des produits de base.

La reprise des exportations ne peut toutefois être expliquée uniquement par la dépréciation réelle du cruzado depuis mai 1987. Le retour à la profitabilité — au moins autant qu'à la compétitivité — est une condition nécessaire, mais non suffisante, du développement de l'acti-

9. Echanges extérieurs

En milliards de dollars cvs

		Importations			Exportations	
		Total	Pétrole	Non pétrole	Total	Manufacturés
1985	T1	3,3	1,6	1,7	5,8	3,2
	T2	3,3	1,5	1,8	6,3	3,6
	T3	3,0	1,4	1,6	6,2	3,4
	T4	3,5	1,7	1,9	7,4	3,9
1986	T1	3,6	1,2	2,3	6,7	3,6
	T2	3,0	0,7	2,3	6,2	3,6
	T3	3,6	0,7	2,8	5,6	3,3
	T4	3,8	0,7	3,2	4,0	1,9
1987	T1	3,8	1,0	2,8	4,7	2,7
	T2	4,0	1,1	2,9	6,1	nd

Sources : FUNCEX, calculs OFCE.

tivité exportatrice. De même qu'en 1983 et 1984 l'exportation est fortement stimulée, notamment dans les secteurs des biens intermédiaires et des biens durables de consommation, par la contraction des débouchés sur le marché intérieur perceptible dès la fin du premier trimestre 1987. Compte tenu du caractère faiblement extraverti de la plupart des branches, elle ne peut cependant empêcher une forte baisse de la production industrielle au deuxième trimestre.

L'insensibilité du taux d'inflation à la baisse des salaires réels et à la réduction de l'absorption intérieure s'est à nouveau vérifiée au premier semestre 1987. Dans ces conditions un second blocage des prix et des salaires était difficilement évitable. Lancé le 12 juin le plan Bresser ne bénéficie pas des mêmes atouts que le premier plan Cruzado. La perte considérable de crédibilité du gouvernement depuis novembre 1986, la défiance d'une population exaspérée par l'érosion accélérée de son pouvoir d'achat, les doutes sur la légalité d'une nouvelle intervention dans la formation des contrats financiers en l'absence de réforme monétaire, les dissensions au sein du PMDB, l'assombrissement progressif de l'environnement international, sont autant d'obstacles au succès d'une politique qui a pourtant le plus grand besoin du temps et de la confiance pour réussir. Au moins prétend-elle ne pas répéter les erreurs du passé : les déséquilibres macroéconomiques (excès de demande globale) et microéconomiques (distorsion des prix relatifs accentuée par la prolongation excessive du blocage des prix) sont considérés comme les causes fondamentales de l'échec du plan Cruzado. A l'inverse le nouveau plan s'appuie sur un contrôle extrêmement sévère de la demande globale et sur la définition de règles précises de sortie du blocage des prix et des salaires après une période n'excédant pas 90 jours.

Le traitement des salaires constitue sans doute la différence la plus radicale du plan Bresser par rapport au plan Cruzado. Le plan gèle en

effet les salaires à leur valeur du 12 juin en intégrant la « gachette salariale » correspondant à l'inflation du mois de mai, mais sans compensation ni pour l'inflation de juin ni pour les résidus accumulés depuis décembre 1986 du fait du plafonnement à 20 % des ajustements de salaires. Entre novembre 1986 et mai 1987 les pertes de pouvoir d'achat atteignent 19,4 %, dont 7,1 % dus au retard d'un mois entre le déclenchement de l'échelle mobile et le paiement effectif des hausses de salaire et 11,5 % dus au plafonnement des ajustements salariaux ⁽⁴⁷⁾. Le plan Bresser prévoit la restitution en six parcelles de ces dernières pertes à l'issue du blocage. Il entérine donc une grande partie de la perte de pouvoir d'achat liée à l'accélération inflationniste des cinq premiers mois de l'année et surtout des douze jours qui ont précédé le blocage. Ce dernier aspect est d'autant plus sévère et critiqué que le blocage des prix a été annoncé par le gouvernement quelques semaines avant son entrée en vigueur, favorisant des hausses préventives en chaîne de la part des entreprises. Il a d'autre part été précédé d'une série d'augmentations des principaux tarifs publics et prix des entreprises nationales : essence (+ 41 %), électricité (+ 45 %), téléphone (+ 34 %), acier (+ 32 %), pain (+ 36 %), lait (+ 27 %). L'indice des prix à la consommation a ainsi augmenté de 26 % en juin 1987 et sa base de calcul a été à nouveau déplacée afin d'éviter tout effet d'acquis sur l'indice du mois de juillet ⁽⁴⁸⁾. La progression de l'indice des prix en juillet (3 %) sous-estime ainsi très nettement l'inflation qui aurait été mesurée si la base de calcul de l'indice n'avait pas été modifiée (8 %) mais à l'inverse l'inflation du mois de juin a été surestimée de 6 points environ.

Ne pouvant compter sur la mobilisation de la population pour veiller au respect du blocage des prix, le plan Bresser met tout en œuvre pour casser les anticipations inflationnistes des agents. La suppression de l'échelle mobile des salaires, l'ajustement préalable des prix du secteur public, la possibilité donnée aux entreprises d'anticiper le blocage et d'ajuster leurs prix relatifs vont dans ce sens. La redéfinition de la politique macroéconomique dans un sens clairement restrictif répond au même objectif.

La politique monétaire prend une tournure franchement défensive à partir du 12 juin. Les taux d'intérêt sont portés à des niveaux prohibitifs dans le but explicite d'empêcher toute formation de stocks spéculatifs et toute reprise de la consommation de biens durables. Le rendement nominal de la LBC en juillet atteint ainsi 10 % par mois pour un taux d'inflation mensuel de 3 % dans la nouvelle base, de 8 % dans l'ancienne. Dans le meilleur des cas les taux réels sont proches de 30 % en termes annuels. De nouvelles mesures d'ajustement budgétaire sont prises pour contenir la progression du déficit opérationnel du secteur public qui, en l'absence de mesures correctives, atteindrait 6,7 % du PIB en 1987, soit 20 milliards de dollars ! L'objectif est de ramener ce déficit à 3,5 % en 1987. La politique de vérité des prix publics et le report d'un certain nombre d'investissements publics permet une économie de 1,1 % du PIB. La réduction des dépenses de

(47) Cf. D. Carneiro, E. Modiano et G. Gonzaga, juin 1987.

(48) *Ibid.*

transfert — suppression de la subvention sur le prix du blé, réduction des subventions au crédit rural — celle de l'emploi public et l'augmentation de la fiscalité sur les revenus les plus élevés doivent fournir les autres 2,1 % du PIB. Par ailleurs la rationalisation des outils de la politique macroéconomique est poursuivie : unification des différents comptes budgétaires, contrôle des dépenses, autonomie accrue de la Banque centrale.

Cet ensemble de mesures est apparu aux yeux de certains observateurs comme la marque d'un retour pur et simple à l'orthodoxie financière après l'échec des tentatives de stabilisation hétérodoxes. En fait le caractère extrêmement défensif de la nouvelle politique résulte de la nécessité absolue d'assurer la sortie du blocage des prix en septembre avec le plus bas taux d'inflation possible. Des règles précises de formation des prix et des salaires sont fixées pour la période postérieure au blocage afin de maîtriser l'évolution des variables nominales en l'absence de pacte social susceptible d'ordonner les conflits pour le partage du revenu national. Quant aux salaires le principe retenu est celui de l'ajustement mensuel des salaires en fonction de l'inflation moyenne enregistrée au cours du trimestre antérieur. Cette formule permet d'éviter l'érosion insupportable du pouvoir d'achat entre deux ajustements mais elle présente l'inconvénient de maintenir l'inertie inflationniste initiale au niveau qui sera observé pendant la période du blocage. Par ailleurs le gouvernement affirme sa volonté de doubler en quatre ans le pouvoir d'achat du salaire minimum en le déconnectant de l'évolution des autres composantes de la grille des salaires. Le traitement des prix à l'issue du blocage est en principe symétrique à celui des salaires. Les augmentations mensuelles sont limitées au taux d'inflation moyen mesuré sur le trimestre antérieur. Un seul réajustement par mois est autorisé. Seules les entreprises publiques, dont les prix relatifs ont subi une détérioration constante depuis 1980, pourront déroger à cette règle afin de rétablir progressivement leurs taux de marge à des niveaux compatibles avec leurs programmes d'investissement à long terme.

Les différences avec le premier plan Cruzado sont donc de taille : durée limitée du blocage et définition des règles de sortie, ajustement préalable des prix relatifs, dévaluation et poursuite pendant la durée du blocage de la politique des mini-dévaluations, taux d'intérêt réels élevés, absence de rattrapage pour les salaires réels, austérité budgétaire et rétablissement de l'indexation à l'issue du blocage semblent prendre l'exact contrepied des mesures de mars 1986. La conception de l'inflation sous-jacente est pourtant pratiquement la même. L'articulation des composantes orthodoxes — gestion de la demande — et hétérodoxes — blocage puis contrôle des prix et salaires — traduit néanmoins l'importance désormais attachée aux anticipations inflationnistes. La réduction de la demande revêt dans cette optique un caractère en principe transitoire. La baisse des taux d'intérêt réels doit intervenir selon les déclarations officielles dès que les agents se seront habitués au nouveau rythme d'inflation ⁽⁴⁹⁾. La politique budgétaire sera

(49) Cf. *Plano de controle macro-economico*, publié dans presse brésilienne du 22 juillet 1987.

assouplie immédiatement en cas d'orientation récessive de l'économie par relance des programmes d'investissements publics.

Cependant certaines contradictions internes ne peuvent manquer d'être relevées : le niveau élevé des taux d'intérêt accroît mécaniquement la composante financière du déficit public (intérêts de la dette intérieure) qui s'était stabilisée à 3,6 % du PIB en 1986 ; la très forte pression maintenue sur les salaires réels, notamment le salaire minimum, risque de rendre explosif le conflit distributif dès la sortie du blocage et confère à la politique macroéconomique un caractère procyclique marqué ; le rétablissement de l'indexation à périodicité trimestrielle recrée les conditions de rigidité à la baisse du taux d'inflation qui prévalaient avant le plan Cruzado. En cas de nouvelle accélération des prix, liée à une perturbation exogène par exemple, l'étape suivante ne pourrait être que la mensualisation des ajustements salariaux. Le risque d'un retour de l'hyper-inflation est donc bien réel. Enfin la stratégie de croissance non inflationniste du gouvernement dépend étroitement de la consolidation de la balance des paiements et donc d'une reprise — fort aléatoire — des financements externes.

La nouvelle stratégie de croissance

Les conditions d'une nouvelle croissance sont exposées dans le plan de contrôle macroéconomique, rendu public en juillet 1987. Ce plan définit la stratégie de croissance du gouvernement sur la période 1987-1991. Il doit, dans l'esprit des autorités, servir de base pour les négociations avec les créanciers étrangers, qui seront renouées en principe cet automne. Des objectifs annuels sont fixés à cette fin et les résultats seront publiés chaque trimestre par la Banque centrale.

Les objectifs fondamentaux du plan sont la modernisation de l'appareil productif et la redistribution des revenus. Ses conditions principales de réalisation, au delà de l'indispensable contrôle des variables nominales à court terme, sont la réduction du transfert de ressources vers l'extérieur et l'augmentation de la capacité d'épargne du secteur public. La refonte de la fiscalité directe, la déconnection de la croissance du salaire minimum par rapport à la grille générale des salaires et la réorientation des dépenses publiques vers le secteur social (logement, éducation, santé) sont les instruments de la redistribution des revenus. Aucune mention n'est faite cependant de la réforme agraire, dont l'ambitieux programme présenté en mai 1985 a été rapidement paralysé par l'opposition organisée et souvent violente des grands propriétaires terriens ⁽⁵⁰⁾.

(50) Rappelons que la moitié des terres est entre les mains de 1,6 % des propriétaires terriens au Brésil. A l'inverse, 83 % des exploitations ne représentent que 14 % des surfaces enregistrées. On estime que 41 % de la surface des latifundios sont laissés en friche.

10. Principaux objectifs du plan de contrôle macroéconomique

Taux de variation annuels en % sauf indications contraires

	1987	1988	1989	1990	1991
PIB	+ 5	+ 6	+ 7	+ 7	+ 7
Consommation privée	+ 6,7	+ 2,7	+ 6,7	+ 6,0	+ 7,3
Volume des exportations biens et services ...	- 0,5	+ 5,0	+ 5,0	+ 5,0	+ 5,0
Volume des importations biens et services ...	- 1,6	+ 2,3	+ 10,8	+ 9,9	+ 8,4
FBCF/PIB	19,5	21,7	23,1	24,4	24,8
— dont investissement privé	12,2	14,2	15,6	16,9	17,3
Epargne du secteur public en % du PIB (a) ..	0	2,3	3,6	5,0	5,3
Epargne du secteur privé et des entreprises publiques en % du PIB ...	18,1	18,7	18,6	18,4	18,5
Déficit courant/PIB (%)	1,4	0,7	0,8	1,0	1,0
Solde commercial (b)	+ 8,6	+ 9,7	+ 9,7	+ 9,6	+ 9,7
Solde des services non facteurs (b)	- 1,9	- 2,1	- 2,5	- 3,0	- 3,4
Versements nets d'intérêt (b)	- 9,0	- 8,4	- 8,5	- 8,7	- 9,0
Versements profits et dividendes (b)	- 1,4	- 1,4	- 1,4	- 1,5	- 1,5
Solde courant (b)	- 3,7	- 2,1	- 2,8	- 3,5	- 4,1

Source : Plano de controle marco-económico (reproduit dans la Gazeta Mercantil du 22 juillet 1987).

(a) Hors entreprises publiques.

(b) En milliards de dollars courants.

Rétablir la capacité d'épargne du secteur public

La reprise de l'investissement privé est au cœur du nouveau dispositif de croissance économique. Compte tenu des pressions qui continueront de s'exercer sur la balance des paiements, l'élévation du taux d'accumulation ne pourra être financée, comme dans les années soixante-dix, par recours à l'épargne étrangère. En l'absence de bouleversements dans les comportements d'épargne privés l'évolution de la capacité d'épargne du secteur public jouera donc un rôle déterminant. Après 1975 l'amortissement par le secteur public de l'impact des chocs extérieurs sur l'économie avait provoqué, on l'a vu, l'érosion rapide de son taux d'épargne qui était devenu négatif en 1985. L'objectif est de ramener ce taux à 5 % du PIB en 1990, soit son niveau moyen des années soixante-dix. La réduction des besoins de financement du secteur public est recherchée non par contraction des dépenses d'investissement, qui sont stabilisées à 7,5 % du PIB, mais par diminution des dépenses de transfert et augmentation des prélèvements obligatoires. En d'autres termes il ne s'agit pas tant de réduire le rôle de l'Etat dans l'économie que de rationaliser son mode d'intervention.

Le déficit opérationnel du secteur public serait ramené à 2 % en 1988, après 3,5 % en 1987. L'espace financier ainsi libéré devrait favoriser la détente des taux d'intérêt et le financement de l'investissement privé. En cas d'inertie de l'initiative privée l'Etat se réserve la

possibilité d'intensifier son propre effort d'accumulation. La très grande complémentarité observée par le passé entre l'investissement public en infrastructures économiques et dans l'industrie lourde et l'investissement privé est en effet susceptible de contrarier la nouvelle stratégie de croissance. L'année 1988 sera à cet égard décisive. L'évolution de l'activité au cours du premier semestre 1987 ne laisse guère espérer un taux de croissance du PIB supérieur à 5 % en 1987, l'effet d'acquis par rapport à 1986 et les bonnes performances de l'agriculture compensant la stagnation du secteur industriel. La consommation privée restant sous contrôle en 1988 (+ 2,7 %, soit une stagnation en volume par habitant) la croissance économique devra être tirée par l'investissement, qui est supposé progresser de 18 % en termes réels. Après la stagnation de 1987 une telle reprise de l'investissement est loin d'être assurée. Outre les perspectives peu encourageantes de la demande intérieure et le niveau élevé des taux d'intérêt réels, les décisions privées seront largement conditionnées par les possibilités d'accès à la technologie étrangère et donc par les contraintes pesant sur la capacité d'importation du pays. On peut craindre que l'atonie du commerce mondial, l'orientation géographique peu favorable des exportations brésiliennes de produits manufacturés et la généralisation des pratiques protectionnistes ne s'opposent aux objectifs d'exportation exposés dans le plan. L'élargissement de la capacité d'importation dépendra donc crucialement de l'issue des négociations sur le remboursement de la dette extérieure.

La renégociation de la dette extérieure

En janvier 1987 le Brésil obtenait du Club de Paris le rééchelonnement sur six ans des arriérés accumulés depuis janvier 1985 (3,3 milliards de dollars). L'accord était qualifié d'historique dans la mesure où il n'était pas précédé d'un accord formel avec le FMI sur la conduite de la politique économique. Il n'a eu toutefois qu'une portée symbolique. Le moratoire déclaré le 20 février 1987 sur les intérêts de la dette à moyen et long termes auprès des banques privées — dont l'encours atteint 78 milliards de dollars — sanctionne un état de quasi-cessation de paiements. Entre septembre 1986 et février 1987 les réserves de changes du Brésil ont diminué de 3,5 milliards de dollars, tombant à 3 milliards de dollars, soit deux mois et demi d'importations.

Pour l'ensemble de l'année 1987 le service total de la dette extérieure du Brésil, y compris les sommes qui seront refinancées de fait, s'élève à 23,3 milliards de dollars, soit à peu de choses près la valeur des exportations du pays (tableau 11). L'amortissement du principal (14,3 milliards) devrait faire l'objet, de même que les années précédentes, de refinancements à hauteur de 11 milliards. La suspension des versements d'intérêts aux banques privées porte sur 4,3 milliards. Compte tenu d'un objectif de reconstitution des réserves de change de 0,7 milliard et de l'interruption depuis 1986 des flux nets d'investissements directs dans le pays, le besoin de financement en devises de l'économie s'élève à 2 milliards. Le 3 juillet 1987 le gouvernement annonçait qu'il ne serait pas en mesure de rembourser cette année un milliard de dollars d'amortissements dû au Club de Paris, contrairement

aux termes de l'accord du 23 janvier 1987. Reste donc à trouver, pour boucler l'année même sans suspension du moratoire, un milliard environ. Hors moratoire ce sont plus de 6 milliards dont aurait besoin le Brésil pour faire face à ses engagements sans réduire davantage ses importations cette année. Avec une facture pétrolière en hausse d'un milliard de dollars en 1987 et des prix à l'importation de produits manufacturés qui continuent d'augmenter il est difficilement concevable d'accroître la pression sur les volumes importés.

11. Balance des paiements

En milliards de dollars

	1985	1986 (a)	1987 (b)
Export FOB	25,6	22,4	23,1
Import FOB	- 13,1	- 14,1	- 14,5
Solde commercial	12,5	8,3	8,6
Intérêts nets	- 9,7	- 9,1	- 9,0
Autres services	- 2,7	- 3,4	- 3,4
Total services	- 12,3	- 12,5	- 12,4
Solde courant	0,3	- 4,0	- 3,7
Mouvements de capitaux	0,1	0,9	- 1,7
Investissements directs nets	0,7	- 0,1	0
Financements officiels	5,2	5,1	3,9
— dont refinancements	2,2	1,6	1,6
Financements privés	4,9	9,2	9,0
— dont refinancements	6,4	8,6	9,8
Amortissements	- 10,2	- 13,2	- 14,3
— payés	- 2,2	- 3,2	- 3,3
— refinancements	- 8,0	- 10,0	- 11,0
Autres capitaux	- 0,5	- 0,2	- 0,3
Erreurs et omissions	- 0,4	- 0,5	—
Variation de réserves (c)	0	3,6	- 0,7
Besoins de financement additionnel ...	—	—	6,1

Source : BACEN-DEPEC, Programa economico, juin 1987.

(a) Chiffres préliminaires.

(b) Prévision officielle.

(c) Un signe négatif signifie une augmentation des réserves de change.

Les données du problème ont toutefois été sensiblement modifiées par le rétablissement, plus rapide que prévu, de l'excédent commercial. L'objectif de 8,6 milliards d'excédent en 1987 a de fortes chances d'être dépassé d'au moins un milliard de dollars, de sorte que la marge de manœuvre du gouvernement dans ses négociations avec les créanciers étrangers se trouve accrue. La position de l'actuelle équipe économique tient en trois points :

— la suspension du moratoire est liée à la conclusion d'un accord sur le règlement financier de la dette extérieure ;

— cet accord doit autoriser une réduction substantielle du transfert négatif de ressources par le refinancement d'une partie (60 %) des intérêts dus pour 1987 et 1988 ;

— des négociations ne seront entamées en vue d'un accord formel avec le FMI qu'une fois conclu l'accord financier avec les banques ; en aucun cas le gouvernement n'acceptera de mener une politique conduisant à la récession.

Ce dernier point est extrêmement important. Dans l'esprit du ministre des Finances, il s'agit de rien moins que de paralyser le mécanisme traditionnel de la conditionnalité. Rappelons que, dans le schéma actuellement en vigueur, c'est le respect des engagements de politique économique qui conditionne le déboursement par tranches trimestrielles des crédits du FMI et donc des banques. Ce mécanisme, qui soumet le fonctionnement normal de l'économie au jugement prononcé par une poignée d'experts étrangers est formellement rejeté par les autorités. Le maintien du moratoire, non viable à terme, n'est pas considéré comme une fin en soi, mais comme un instrument puissant de pression sur les banques. Bien que tabou pour l'opinion publique et la plus grande partie de la classe politique, un accord avec le FMI n'est pas exclu, à condition toutefois qu'il reste dans le cadre de consultations normales sans interférence avec la conduite de la politique économique. Un tel accord faciliterait en effet la réouverture des lignes de crédit officiel du Club de Paris et le déblocage d'importants crédits japonais⁽⁵¹⁾. L'effort de réduction du déficit public engagé en juin 1987 et la publication trimestrielle des résultats du plan de contrôle macroéconomique sont, selon le gouvernement, de nature à favoriser un rapprochement avec le Fonds. La réduction du transfert négatif suppose, par ailleurs, un accord financier sur le règlement de la dette. En l'absence de rééchelonnement à long terme 80 % de l'encours total de la dette brésilienne arrive à échéance d'ici 1993, soit un montant de 87 milliards de dollars en sept ans.

12. Schéma d'amortissement de la dette extérieure du Brésil 1986-1995

Position au 30 septembre 1986

En milliards de dollars

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Crédits du FMI	0,2	1,1	0,8	0,8	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2	—
Crédits de financement des importations	0,9	3,2	2,7	3,0	3,7	3,5	3,2	1,4	1,1	0,8
Crédits financiers privés	3,2	10,8	10,1	8,5	7,4	8,0	8,4	6,5	3,0	0,5
Total	4,3	15,6	14,3	12,7	12,0	12,1	12,1	8,3	4,3	1,3

Sources : BACEN-DEPEC, Programa economico, juin 1987.

(51) Le Premier ministre japonais a déclaré au début de mai 1987 que son pays avait l'intention de débloquer des crédits de 20 milliards de dollars au profit des pays les plus endettés au cours des deux prochaines années. Le principal conseiller économique du ministre brésilien des Finances, Yoshiaki Nakano, s'est rendu officiellement au Japon à la fin juillet pour discuter des offres japonaises.

Jusqu'à maintenant la « solution » a consisté à reporter automatiquement d'une année sur l'autre le remboursement des créances. La charge des intérêts est donc entièrement assumée par le Brésil et définit le volume des ressources annuellement transférées vers l'extérieur. Une restructuration de la dette, indispensable par ailleurs, ne permettrait pas de réduire ce transfert. La proposition brésilienne, précisée au début du mois de septembre, consiste donc à transformer la moitié des créances détenues par les banques sur le Brésil — soit 35 milliards de dollars environ — en obligations à très long terme, garanties par le gouvernement et portant un intérêt fixe inférieur au taux actuel du marché. L'évolution des marchés financiers internationaux dans les années quatre-vingt, caractérisée par le déclin rapide des crédits bancaires consortiaux en direction des PED au profit des émissions obligataires dans les pays industrialisés, trouverait ainsi un prolongement inattendu et certainement souhaitable en faveur des débiteurs du Tiers Monde. Les nouveaux titres obligataires seraient émis avec une décote de 25 % par rapport à la valeur faciale des créances, sensiblement inférieure à la décote enregistrée par les créances sur le Brésil sur le marché secondaire des créances bancaires (45 %). L'économie ainsi réalisée sur le principal de la dette serait de l'ordre de 10 milliards de dollars, auxquels s'ajouteraient les gains résultant du plafonnement des taux d'intérêt. Le reste de la dette vis-à-vis des banques privées et du Club de Paris ferait l'objet d'une rééchelonnement à long terme comprenant la capitalisation d'une partie des intérêts. Par ailleurs des clauses de sauvegarde seraient établies instaurant des facilités de financement compensatoire en cas de choc extérieur.

Jusqu'à présent les banques se sont montrées peu réceptives aux propositions brésiennes. Elles exigent toujours qu'un accord préalable soit passé avec le FMI et qu'un paiement symbolique de 400 millions de dollars au titre des intérêts dus depuis février 1987 soit effectué pour reprendre les négociations. Les provisions constituées par les grandes banques américaines à partir du deuxième trimestre 1987 à hauteur de 12 milliards de dollars leur offrent certes une marge de manœuvre supplémentaire mais ces provisions ne sont pas spécifiées par pays. Au cas où aucun versement d'intérêts ne serait effectué d'ici le 20 octobre 1987, les créances sur le Brésil — déjà classées non performantes — pourraient être classées « *impaired* » par les autorités monétaires américaines, ce qui — en vertu de la réglementation américaine — obligerait les banques à provisionner pour pertes entre 10 et 15 % de la valeur de leurs actifs sur le Brésil, soit 3 milliards de dollars environ.

Evidemment hostiles à toute annulation de créances, les banques sont favorables en revanche au principe de la conversion des dettes en actifs à risque (investissements directs). Un schéma de ce type est actuellement étudié par le gouvernement brésilien, qui souhaite toutefois en limiter la portée à la capitalisation des intérêts de la dette. Face aux réticences du PMDB et de la majorité du congrès, qui redoutent à juste titre que ces opérations n'aboutissent qu'à brader aux firmes multinationales une partie du capital productif national, il est fort probable que le champ d'application du programme de conversion sera sévèrement réglementé. Selon les estimations les plus optimistes ces

opérations pourraient rapporter au Brésil un à deux milliards de dollars par an, soit un montant équivalent au flux net d'investissements directs enregistrés jusqu'au début des années quatre-vingt. On peut difficilement y voir l'esquisse d'une solution au problème de la dette.

Réflexions finales

L'échec du plan Cruzado a sérieusement affaibli la crédibilité des politiques hétérodoxes de lutte contre l'inflation dans les économies sur-endettées. Le risque est grand désormais d'un retour en force des thérapies orthodoxes qui ont pourtant fait la preuve de leur inefficacité dans la première partie des années quatre-vingt. Le diagnostic des causes de l'échec du choc hétérodoxe brésilien revêt de ce point de vue la plus grande importance. Il est nécessaire pour cela de distinguer les conditions d'exécution du plan par rapport aux objectifs que s'étaient fixés ses auteurs d'une part, sa cohérence interne compte tenu des contraintes pesant sur l'économie d'autre part.

La réussite du plan de désinflation par la désindexation de l'économie supposait, selon les théoriciens de l'inflation inertielle, l'équilibre des prix relatifs, la neutralité distributive (à court terme) et l'absence d'excès de demande dans l'économie. Il est clair qu'aucune de ces conditions n'a été respectée. Le déséquilibre des prix relatifs était inhérent à la situation d'accélération inflationniste qui prévalait au début de 1986. A cet égard les autorités de l'époque n'avaient pas le choix. Reporter le lancement du plan signifiait courir le risque de l'hyperinflation. Quel gouvernement peut assumer un tel risque ? Le traitement de choc s'imposait donc. Mais ces modalités d'exécution auraient dû en être modifiées. En n'ajustant pas, avant le blocage, les prix des entreprises nationalisées, le gouvernement laissait se reformer le déficit opérationnel du secteur public que les mesures fiscales de novembre 1985 s'efforçaient de supprimer. Le maintien, dans ces conditions, du blocage des prix au-delà de trois mois ne pouvait qu'attiser les anticipations et comportements spéculatifs. L'utilisation du blocage comme outil de légitimation par le président Sarney a été fatale au plan Cruzado. L'excès de demande était en outre accentué par le caractère fortement redistributif des mesures de mars. Le problème était d'autant plus sérieux qu'une part importante des capacités de production inemployées avait été absorbée par la reprise de la consommation en 1985. A la mauvaise perception de la phase conjoncturelle que traversait l'économie s'ajoutait une très grande incertitude sur les effets macroéconomiques à court terme de la réforme. L'ampleur du bouleversement intervenu dans l'ensemble des relations contractuelles ne favorisait guère, il est vrai, la prévision.

On peut toutefois reprocher à la politique monétaire de n'avoir pas tiré plus tôt et plus nettement les conséquences de l'explosion de la consommation qui a suivi le lancement du plan. En maintenant à un niveau artificiellement bas les taux d'intérêt nominaux pendant toute la

durée du blocage des prix, les autorités monétaires se sont privées de la seule arme véritablement efficace contre les mouvements spéculatifs à court terme. De même la fixation à un niveau plus faible de la parité cruzado/dollar aurait pu fournir une marge de manœuvre supplémentaire à la politique économique. En l'absence de menaces réelles sur la compétitivité des exportations brésiliennes (grâce à la baisse du dollar) mais aussi d'entrées de capitaux susceptibles de consolider la position des réserves de change, une sous-évaluation artificielle de la monnaie était de nature à contrer les anticipations de dévaluation dans un contexte de blocage des prix⁽⁵²⁾. Finalement ce ne sont pas tant les composantes hétérodoxes du plan — blocage des prix et des salaires, stabilité du taux de change nominal, remonétisation de l'économie — que la mauvaise gestion de l'hétérodoxie qui s'est opposée au bon déroulement de la réforme. Cette mauvaise gestion résulte pour une part des conditions spécifiques de l'économie au moment du lancement du plan — réduction rapide des capacités de production inutilisées, accélération inflationniste — et d'autre part du contexte politique particulièrement délicat dans lequel cette politique ambitieuse et difficile a été menée.

Ces considérations ne doivent pas masquer l'existence de contradictions plus fondamentales entre les objectifs mêmes de la politique économique. Entre 1981 et 1984 la politique économique brésilienne n'a eu qu'un seul objectif : accroître l'excédent commercial. En 1985 le Brésil a réussi la prouesse de reproduire l'excédent phénoménal de 1984 tout en doublant son taux de croissance et ce malgré le ralentissement de la demande mondiale. En 1986 à ces deux objectifs conflictuels s'en sont ajoutés deux autres : la désinflation et, de fait, la redistribution des revenus. Chacun de ces quatre objectifs est aussi une contrainte : le retour à la croissance et l'accès à la pleine citoyenneté de dizaines de millions de personnes exclues jusque-là de la vie économique et sociale sont des impératifs pour la nouvelle démocratie. La menace hyper-inflationniste mettait en péril, on l'a vu, l'ordre et la souveraineté monétaire. Quant au maintien d'un fort excédent commercial il est, en l'absence d'allègement de la charge de la dette, l'unique alternative au moratoire et donc à l'autarcie.

Contrairement à ce que l'on imagine trop souvent la contradiction principale n'oppose pas la croissance économique à la désinflation, mais chacun de ces termes au transfert de ressources vers l'extérieur. En imposant une limite stricte à la capacité d'importation du pays le transfert négatif dérègle l'ensemble des circuits de financement de l'économie et empêche la canalisation des ressources domestiques vers l'investissement productif. L'augmentation de la capacité d'offre est ainsi bloquée. Face aux pressions de la demande intérieure les tensions sur les capacités de production provoquent la résurgence d'une inflation structurelle et la réorientation de la production exportée vers le marché intérieur. Par ailleurs la redistribution des revenus se heurte à l'inadaptation de la structure de l'offre par rapport à une nouvelle configuration de la demande. Le refus de la réforme agraire et la préférence systéma-

(52) Nous rejoignons ici l'une des conclusions de R. Dornbusch et S. Fischer, 1986, sur les conditions d'efficacité des politiques de lutte contre l'hyper-inflation.

tique donnée depuis vingt ans à l'agriculture d'exportation (ou plus récemment à la culture de la canne à sucre dans le but de fabriquer du carburant-alcool) par rapport à l'agriculture vivrière portent une responsabilité considérable dans la cassure de la société brésilienne. En l'absence de politique claire dans ce domaine depuis bientôt trois ans, tout effort redistributif entraîne inévitablement un déséquilibre entre l'offre et la demande de produits alimentaires, qui se répercute inéluctablement sur le niveau général des prix.

La marge de manœuvre de la politique économique est donc singulièrement étroite : la reprise de l'investissement, clé du retour à une croissance équilibrée et non inflationniste, suppose à la fois une refonte des circuits de financement à long terme de l'économie et le desserrement de la contrainte extérieure. La faiblesse des ressources collectées par le Fonds national de développement et les mauvaises conditions de son fonctionnement depuis sa création incitent plutôt au pessimisme en ce qui concerne le premier point. Compte tenu de la complémentarité entre investissements publics et privés, l'accroissement de la pression fiscale de l'État est indispensable, mais elle est politiquement difficile. L'intensité de la relation entre investissement et importations rend par ailleurs incompatibles le maintien d'un excédent commercial de l'ordre de 5 % du PIB avec le redressement du taux d'accumulation. Dans ces conditions le succès du plan Bresser dépendra crucialement de l'évolution de la situation politique intérieure et des concessions que le Brésil parviendra à obtenir de ses créanciers. La polarisation du débat politique sur la durée du mandat présidentiel (de 4 ou 5 ans) n'est pas de nature à favoriser la mise en œuvre rapide des réformes structurelles dont le pays a le plus grand besoin : réforme agraire, réforme fiscale, réforme financière. L'intransigeance présente des banques étrangères laisse craindre que, faute d'initiative internationale majeure, la confrontation avec les créanciers soit l'issue la plus probable.

Cet article a été rédigé à la suite d'un voyage d'étude au Brésil effectué en juillet 1987. La rédaction a été achevée le 11 septembre 1987.

Références bibliographiques

- ADDA Jacques (1984), *Modèles de développement et insertion dans l'économie mondiale : une analyse comparative Brésil-Corée du sud*, thèse Paris I, juin 1984.
- ADDA Jacques (1985), Conditions et limites de la croissance extravertie, *Problèmes d'Amérique Latine*, n° 76, deuxième trimestre 1985.
- ADDA Jacques (1986), La baisse du prix du pétrole : quelles perspectives pour l'OPEP et quelles retombées pour le Tiers Monde, *Revue de l'OFCE*, n° 16, juillet 1986.
- ARIDA Persio, LARA-RESENDE André, ROZENWURCEL Guillermo et BRUNO Michael (1986), *Brazil, Argentina, Israël : inflação zero*, Paz and Terra, Rio de Janeiro, 1986.
- ARIDA Persio (sous la direction de) (1983), *Divida externa, recessao e ajuste estrutural : o Brazil diante da crise*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1983.
- BACHA Edmar (1979), Notes on the Brazilian Experience with Mini-Devaluations 1968-1976, *Journal of Development Economics*, décembre 1979.
- BACHA Edmar (1983), Prologo a la tercera carta del Brasil, texte ré-édité dans *El milagro y la crisis : economia brasilena y latino-americana*, Fondo de cultura economica, Mexico, 1986.
- BACHA Edmar (1986a), Observações preliminares sobre a estrategia economica do novo governo brasileiro, *Revista de Economia Política*, Vol. 6, n° 2, janvier-mars 1986.
- BACHA Edmar (1986b), *A inercia e o conflito : o plano cruzado e seus desafios*, Departamento de economia da PUC, Rio de Janeiro, Texto para discussao n° 131, juillet 1986.
- BAER Monica (1986), *A internacionalizacao financeira no Brazil*, Vozes, Petropolis, 1986.
- BAER Werner (1985), *A industrializacao e o desenvolvimento economico do Brazil*, Ed. da FGV, Rio de Janeiro, 1985.
- BAER Werner (1987), A retomada da inflação no Brasil : 1974-1986, *Revista de Economia Política*, Vol. 7, n° 1, janvier-mars 1987.
- BARROS DE CASTRO Antonio (1984), Ajustement et adaptation structurelle : l'expérience brésilienne, *Problèmes d'Amérique Latine*, n° 74, quatrième trimestre 1984.
- BARROS DE CASTRO Antonio et PIRES DE SOUZA Francisco E. (1985), *A economia brasileira em marcha forçada*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1985.
- BIER Amaury G., PAULANI Leda et MESSENBURG Roberto (1987), *O heterodoxo e o pos-moderno : o Cruzado em conflito*, Paz and Terra, Rio de Janeiro, 1987.
- BRESSER PEREIRA Luiz et NAKANO Yoshiaki (1986), *Inflação e recessao*, Ed. brasileira, Sao Paulo, 1986.
- CARDOSO Eliana et REIS Eustaquio (1986), Deficits, dividas e inflacao no Brasil, *Pesquisa e Planejamento Economico, Revista do IPEA*, décembre 1986.

- CARNEIRO Dionisio, MODIANO Eduardo, GONZAGA Gustavo (1987), *Projecoes macroeconomicas para a economia brasileira*, Relatorio Trimestral n° 2/87, PUC, Rio de Janeiro, juin 1987.
- CAVANESE Alfredo (1982), The Structuralist Explanation in the Theory of Inflation, *World Development*, Vol. 10, n° 7, juillet 1982.
- CEBRAP, *Analise de conjuntura economica*, divers numéros.
- DE BARROS Octavio et SABOIA Joao (1986), Le traitement de choc du plan Cruzado, *Problèmes d'Amérique Latine*, n° 81, troisième trimestre 1986.
- DE OLIVEIRA Fabricio et BIASOTO Jr. Geraldo (1986), *As finanças publicas da Nova Republica*, dans M. C. TAVARES et R. CARNEIRO (1986), chapitre 5.
- Département des diagnostics de l'OFCE (1987), La croissance confisquée, chronique de conjoncture internationale, *Revue de l'OFCE*, n° 19, avril 1987.
- DORNBUSCH Rudiger et FISCHER Stanley (1986), Stopping Hyperinflations Past and Present, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 122, 1986, 1.
- DROBNY Andres et WELLS John (1983), Wages, Minimum Wages and Income Distribution in Brazil, *Journal of Development Economics*, n° 13, 1983.
- FERNANDES André (1974), Le passage à un nouveau mode d'accumulation au Brésil : les racines de la crise de 1964, *Critique de l'Economie Politique*, n° 16-17, avril-septembre 1974.
- FISHLOW Albert (1986), A economia politica do ajustamento aos choques do petroleo : uma nota sobre o period 1974-1984, *Pesquisa e Planejamento Economico, Revista do IPEA*, décembre 1986.
- FURQUIM WERNECK Rogerio (1986), Poupança estatal, divida externa e crise financeira do sector publico, *Pesquisa e Planejamento Economico, Revista do IPEA*, décembre 1986.
- Instituto de economia — Centro de estudos de conjuntura (1987), Boletim mensal, Universidade estadual de Campinas, juillet 1987.
- Instituto de Economia — Centro de estudos de conjuntura (1987), *Retrospectiva de 1986*, (2 vol.) Universidade estadual de Campinas, mars 1987.
- JAGUARIBE Helio et alli (1986), *Brazil 2000 : para um novo pacto social*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1986.
- VALLS PEREIRA Lia (1987), *Algumas notas sobre o enfoque teorico dos programas de ajustamento do FMI*, FUNCEX, Texto para discussao interna n° 2, janvier 1987.
- LOPES Francisco (1986a), *Choque heterodoxo : combate a inflacao e reforma monetaria*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1986.
- LOPES Francisco (1986b), A medida da inflação no Brasil, *Revista de Economia Politica*, Vol. 6, n° 2, avril-juin 1986.
- MALAN Pedro et BONELLI Regis (1977), The brazilian Economy in the Seventies : Old and New Developments, *World Development*, Vol. 1-2, 1977.
- MODIANO Eduardo (1986), O choque argentino e o dilema brasileiro, *Revista de Economia Politica*, Vol. 6, n° 2, avril-juin 1986.
- MODIANO Eduardo (1987a), *The Cruzado Plan : Theoretical Foundations and Practical Limitations*, Departamento de Economia da PUC, Rio de Janeiro, Texto para discussion n° 154, janvier 1987.

- MODIANO Eduardo (1987b), *The Cruzado First Attempt : the Brazilian Stabilisation Program of February 1986*, Departamento de economia da PUC, Rio de Janeiro, Texto para discussao n° 172, août 1987.
- NOGUEIRA BATISTA Jr. Paulo (1987), Formação de capital e transferência de recursos ao exterior, *Revista de Economia Política*, Vol. 7, n° 1, janvier-mars 1987.
- PFEFFERMAN Guy et WEBB Richard (1983), Poverty and Income Distribution in Brazil, *The Review of Income and Wealth*, n° 2, juin 1983.
- RANGEL Ignacio (1963), *A inflação brasileira*, tempo brasileiro, Rio de Janeiro, 1963.
- REGO José Marcio (sous la direction de) (1986), *Inflação inercial : teorias sobre inflação et o plano Cruzado*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1986.
- SALAMA Pierre (1974), Vers un nouveau modèle d'accumulation au Brésil, *Critique de l'économie politique*, avril-septembre 1974.
- SUNKEL Oswaldo (1958), La inflacion chilena : um enfoque heterodoxo, *El Trimestre Economico*, Vol. 25, n° 4, octobre-décembre 1958.
- TAVARES Maria da Conceição (1964), The Growth and Decline of Import-Substitution in Brazil, *Economic Bulletin for Latin America*, n° 9, mars 1964.
- TAVARES Maria da Conceição (1975), *Acumulação de capital e industrialização no Brasil*, thèse, Université fédérale de Rio de Janeiro, rééditée par Ed. da UNICAMP, Campinas, 1986.
- TAVARES Maria da Conceição et DIAS David Mauricio (sous la direction de) (1984), *A economia política da crise : problemas e impasses da politica economica brasileira*, Vozes-Achiamé, Rio de Janeiro, 1984.
- TAVARES Maria da Conceição et CARNEIRO Ricardo (sous la direction de) (1986), *Politica economica da Nova Republica*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1986.
- ZURRON Ocio Domingo (1986), Salarios e politica salarial, *Revista de Economia Política*, Vol. 6, n° 2, avril-juin 1986.