

SITUATIONS AU BRÉSIL

HYPER-INFLATION ET STABILISATION AU BRÉSIL LE PREMIER PLAN COLLOR

par Luiz BRESSER PEREIRA*
et Yoshiaki NAKANO**

Au début de l'année 1990, l'économie brésilienne a été touchée pour la première fois par l'hyper-inflation. Le taux d'inflation atteignait 56 % en janvier, 73 % en février, puis 84 % en mars. Le 15 mars, le nouveau président est élu et, dès le lendemain, il présente un programme de stabilisation ambitieux comprenant, entre autres, une profonde réforme monétaire. Trois mois plus tard, à l'évidence, ce projet ne correspondait pas aux prévisions de ses auteurs : en effet, l'inflation reprenait de la même manière qu'avant, alors qu'on assistait à une nouvelle récession qui, elle, était différente des précédentes.

Ce projet étant divisé en huit sections, nous analyserons ci-dessous : 1) les conditions qui ont provoqué l'hyper-inflation au début de 1990, 2) les divers programmes de stabilisation proposés, 3) le plan de stabilisation définitif, 4) sa logique, 5) l'insuffisance du redressement fiscal, 6) le problème de la liquidité, 7) le problème de la demande, et pour finir 8) les causes de la reprise de l'inflation avant la récession.

I — L'HYPER-INFLATION AU BRÉSIL

Les conditions générales qui ont favorisé l'hyper-inflation au Brésil sont identiques à celles que d'autres pays ont rencontrées auparavant. Le Brésil n'a ni subi de défaite militaire, ni dû verser des réparations de guerre ;

* Professeur à la Fondation Getulio Vargas, ancien ministre des Finances.

** Professeur à la Fondation Getulio Vargas.

toutefois, le montant de la dette des années 70 et le second choc pétrolier de 1979, associés à la suspension du nouveau financement externe depuis 1982, ont eu dans leur ensemble des conséquences similaires. Le Brésil, dont 2 % du PNB provenait de l'aide financière extérieure dans les années 70, devait dorénavant transférer 4 à 5 % de ses ressources réelles aux pays créanciers¹. En réalité, la réduction de l'investissement était proportionnelle à ce transfert : dans les années 70, le taux d'investissement était d'environ 22 % du PNB; dans les années 1980, il atteignait environ 17 %.

Par ailleurs, les effets de la dette externe se répercutent également sur la fiscalité. La dette qui, au milieu des années 70, était également répartie entre secteur public et secteur privé (50/50), fut presque totalement nationalisée lors du redressement opéré en 1981-1983 : à la fin des années 80, 90 % de la dette provenait du secteur public.

Le programme de stabilisation de 1981-1983 s'efforçait de réduire le déficit budgétaire; toutefois, cet effort fut vain, puisque d'une part l'Etat payait des taux d'intérêts élevés, et d'autre part la dette publique interne

TABLEAU 1. — *Compte du secteur public*
(% du PNB)

	Prélèvements fiscaux	Dépense publique (frais de fonctionnement)	Déficit public
1979	24,7	7,0	8,3
1980	24,7	6,3	6,7
1981	24,5	6,4	6,0
1982	25,0	7,0	7,3
1983	24,7	6,5	4,4
1984	21,4	5,5	3,0
1985	22,0	6,8	4,3
1986	25,0	7,2	3,6
1987	22,2	7,5	5,5
1988	19,8	7,2	4,3

Note : les deux premières colonnes se réfèrent au secteur public au sens strict du terme ; les entreprises nationalisées sont incluses dans la dernière colonne.

Source : les deux premières colonnes proviennent de l'IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) et la dernière colonne de la Banque centrale.

1. Le transfert des ressources réelles est équivalent soit au compte courant moins la rémunération des facteurs (dividendes et intérêts), soit au surplus réel de transaction : c'est-à-dire à l'excédent commercial augmenté du solde du compte des services.

et externe augmentait (voir Bresser Pereira, 1990). A cause du blocage des prêts étrangers, le financement du déficit dépendait presque uniquement de l'endettement local et du seigneurage. Cette situation a finalement provoqué une crise fiscale : le déficit budgétaire restait élevé (voir tableau 1), la dette publique interne atteignait environ 50 % du PNB, l'échéance de la dette nationale fut réduite de manière considérable (la plus grande part de la dette interne étant progressivement financée par le marché au jour le jour). Cette dernière caractéristique n'est pas des moindres dans la définition de la crise fiscale puisqu'elle montre à quel point l'Etat a perdu toute solvabilité.

Cette crise fiscale a paralysé la politique économique, transformant ainsi le gouvernement en un instrument passif qui, par le biais de déficits fiscaux et du financement inflationniste, consolidait l'inflation.

Dans un premier temps, le programme d'ajustement de 1981-1983, drastique bien qu'incomplet, et la dévaluation réelle de la monnaie locale en 1983 ont abouti à une véritable réduction des salaires réels et à une aggravation du conflit distributif; l'inégalité de la distribution des revenus est devenue une idée largement répandue au Brésil. Dans un second temps, on a assisté à une montée inexorable des salaires et des prix, engendrée par un accord informel mais efficace entre les syndicats et les entreprises de l'industrie moderne et oligopolistique (Nakano, 1989).

Cette hausse des salaires et des prix remonte aux années 1978-1979, date à laquelle ont éclaté les premières grandes grèves jamais rencontrées depuis 1964, elle ne prendra de l'essor qu'en 1985, une fois la démocratie bien ancrée au Brésil. L'hyper-inflation n'a pas immédiatement suivi pour deux raisons : tout d'abord, les plans successifs de stabilisation hétérodoxes de 1986, 1987 et 1989 ont momentanément réduit l'inflation; par ailleurs, étant donné le degré élevé de l'indexation formelle et informelle, l'inflation brésilienne a une composante inertielle forte (Bresser Pereira et Nakano, 1987).

Cette dernière a tendance à être rigide à la baisse, puisque l'inflation prévue est fortement liée à l'inflation passée. Elle tend également à gêner l'accélération de l'inflation, dans la mesure où elle empêche ou retarde la dollarisation de l'économie. Prenons par exemple le cas de l'hyper-inflation allemande de 1923 : la dollarisation de l'économie entraînait la forte montée des taux de change et des prix; les agents économiques étaient payés en monnaie qu'ils essayaient immédiatement de changer en dollars, afin de protéger leurs actifs et, ce faisant, ils faisaient augmenter la demande réelle de dollars; quant à la monnaie locale, elle est sans arrêt dévaluée, rendant ainsi l'hyper-inflation inévitable (Merkin, 1982). En revanche, au Brésil, les agents économiques pouvaient protéger

leurs actifs financiers en achetant des obligations indexées; il s'agissait pour la plupart de Bons du Trésor financés quotidiennement par le marché au jour le jour. Ces bons (les LFTS — Letras Financeiras do Tesouro) représentaient une quasi-monnaie rémunérée par un taux d'intérêt soutenu et, par conséquent, un choix meilleur que l'achat de dollars.

A vrai dire, il était risqué d'acheter des dollars pour deux raisons : la première est que le taux de change parallèle a tendance à être artificiellement élevé; la deuxième est qu'il varie beaucoup. A certains moments, les attaques spéculatives à l'encontre du cruzado placent la surcote du taux du marché parallèle trop au-dessus du taux officiel. Cependant, l'inflation ne suivra pas immédiatement compte tenu de la faiblesse du taux d'importation de l'économie brésilienne (moins de 5% du PNB) et de la dualité du taux de change. Le taux de change officiel était sous la tutelle stricte du gouvernement, protégeant ainsi la balance commerciale des fluctuations extravagantes du taux parallèle. Ce taux officiel était fixé d'après une modalité d'indexation rampante avec une dévaluation quotidienne. Quant au taux parallèle, il était fixé par le marché. Après chaque attaque spéculative, la surcote vient à baisser, ce qui entraîne de lourdes pertes aux derniers acheteurs.

L'indexation de l'économie a retardé l'hyper-inflation, sans pour autant l'éviter. L'inflation semblait constamment prendre de la vitesse; cette accélération était pourtant saccadée, avec des paliers, et parfois même interrompue par des blocages des prix, comme celui du Plan Cruzado en 1986. Cependant, dès la fin du Plan Cruzado et surtout du Plan « Eté » en janvier 1989, l'inflation repartit de plus belle : ces deux plans ont eu un

TABLEAU 2. — *Taux d'inflation annuel*

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

Source : Indice général des Prix (IGP/IGV : Indice Général des Prix — Fondation Getulio Vargas).

effet néfaste sur l'économie (voir tableau 2)². La confiance accordée au système d'indexation a entièrement disparu avec le Plan « Eté », parce que l'indexation conventionnelle était fondée sur l'ancienne inflation, référence contestable pour l'inflation actuelle. L'échec de l'indexation fit perdre au système des prix sa cohérence de base. La spirale inflationniste était en marche (voir tableau 3).

Les Bons du Trésor ayant perdu leur crédibilité auprès du marché financier, le gouvernement a augmenté leur taux d'intérêt. En conséquence, le déficit budgétaire se creusa et un effet pervers rendit les Bons du Trésor d'autant moins crédibles. Par ailleurs, cette succession de plans a changé l'attitude inflationniste des agents économiques, permettant alors à de nouveaux facteurs déstabilisateurs de l'économie de se développer. En prévision d'éventuelles actions gouvernementales telles que des blocages des prix ou un reniement de la dette intérieure, les agents économiques augmentaient les prix et faisaient fuir leurs capitaux. L'accélération mensuelle de l'inflation validait les anticipations et ce faisant se reproduisait. Le cap était mis sur l'hyper-inflation qui se concrétisa au début de 1990.

TABLEAU 3. — *Taux d'inflation mensuel*

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

Pour ce tableau, nous nous référons à l'IGP/FGV pour la fiabilité et la constance de son indice, alors que l'indice officiel des prix de la consommation IPC/IBGE, souvent utilisé dans le texte, a subi des changements dans sa composition lors des blocages de 1986, 1987 et 1989.

Source : IGP/FGV.

2. Nous excluons ici volontairement le Plan « Bresser » car son rôle de plan d'urgence avait pour le but de contrôler la crise profonde engendrée par l'échec du Plan Cruzado. Il n'avait en aucun cas pour objectif de stopper l'inflation, mais seulement de la freiner momentanément. A l'inverse des autres plans, il ne comprenait pas de réforme monétaire, de désindexation de l'économie ou de blocage du taux de change. Lors de son lancement en juin 1987, il avait l'ambition de ramener l'inflation à 10 % en décembre ; elle fut de 14 % (Bresser Pereira, 1988b).

La politique monétaire de Plan « Eté » avait à l'origine des intentions tout à fait orthodoxes. Les taux d'intérêt ont, par conséquent, augmenté de manière considérable; ils s'élevèrent à 16 % en termes réels durant les deux premiers mois. Consécutivement, les agents économiques constatèrent que, mathématiquement, les intérêts étant principalement payés par l'Etat lui-même, ceci aurait pour effet d'augmenter fortement la part des intérêts dans le déficit. Par conséquent les taux d'intérêt furent réduits, tout en restant très élevés.

A ce moment précis, la crise fiscale de l'Etat devenait enfin évidente aux yeux de tous. Le gouvernement était confronté à d'énormes difficultés pour financer son déficit, la part des intérêts devenant accablante (voir tableau 4). Malgré l'interruption provisoire des remboursements des intérêts de la dette externe en août 1989, la situation n'a pas énormément évolué dans la mesure où les anticipations des agents économiques étaient déjà définies : l'hyper-inflation tout comme l'annulation de la dette interne étaient fortement probables.

Pendant toute l'année, les agents économiques ont agi en connaissance de cause, essayant de prévoir au plus juste les actions gouvernementales. Même s'ils s'efforçaient de protéger leurs actifs financiers en vendant leurs Bons du Trésor (« fuyant le marché au jour le jour »), ils n'avaient guère d'autres solutions, compte tenu de la forte montée du prix des autres actifs, y compris de celui du dollar sur le marché parallèle. La surcote du taux parallèle par rapport au taux officiel dépassa 150 % à plusieurs reprises pendant l'année, alors qu'elle oscillait généralement autour de 15 %³.

L'offre de monnaie, d'habitude endogène, restait alors totalement passive. En effet, elle augmentait dès que la demande de monnaie s'accroissait. Si l'inflation est forte et chronique (« inertielle »), l'offre de monnaie est endogène, et valide l'augmentation des prix. En effet, l'essai de stabiliser une offre de monnaie, alors que les prix montent en flèche, déclenche inévitablement une grave crise de la liquidité. D'autre part, le gouvernement est censé financer son déficit par le biais du marché au jour le jour (*overnight*). La situation était telle que la spéculation sur les Bons du Trésor était très forte. Il est fréquent que les intermédiaires financiers achètent des Bons du Trésor sans pour autant avoir un racheteur à la clé. Dans une telle situation, la procédure normale aurait été de se financer dans le marché monétaire. Mais, comme ils n'auraient pas eu probablement

3. En réalité, cet écart varie énormément pendant l'année, du fait des attaques spéculatives successives à l'encontre du « novo cruzado ». A cela, le gouvernement répond en augmentant les taux d'intérêt, seule attitude contradictoire dont il dispose.

de provisions pour le faire, la Banque centrale aurait racheté elle-même les Bons du Trésor. Cette technique de rachat qui, au début des années 1980, était une pratique, devint rapidement une règle en 1986. Paradoxalement, cette politique était licite dans la mesure où elle permettait de réduire la spéculation et d'alléger la charge des intérêts de l'Etat. Il était donc indispensable de rendre la masse monétaire complètement passive. Chaque fois que les agents économiques abandonnaient des Bons du Trésor en laissant les intermédiaires financiers sans provision, la Banque centrale rachetait automatiquement les bons sans entraîner des coûts supplémentaires à l'intermédiaire.

L'hyper-inflation était la conséquence logique de tous ces événements : le taux d'inflation officiel (IPC — Indice des Prix de la Consommation) était de 53 % en décembre, de 56 % en janvier, de 73 % en février et enfin de 84 % en mars. En réalité, ces chiffres se réfèrent au mois précédent, si l'on considère la méthode utilisée pour le calcul de l'indice des prix. Ainsi le nouveau plan de stabilisation fut approuvé une fois atteints les 84 % du mois de février⁴.

II — LES ALTERNATIVES

La politique du Plan « Eté » échouant, il en fut de même des capacités du gouvernement Sarney à redresser la situation : il était paralysé. Tous étaient d'accord pour ne plus rien attendre de ce gouvernement. Tous les regards se tournaient maintenant vers les élections de décembre et ce qu'elles amèneraient dès la prise du pouvoir du nouveau gouvernement, le 15 mars 1990.

L'année 1989 fut marquée par des débats exaltés. L'opinion générale se préoccupait essentiellement de la gravité de la crise, de son caractère fiscal et de la nécessité d'instaurer un profond redressement fiscal⁵. On parlait également de la nécessité de dévaluer le cruzado, suite à la sures-

4. L'IPC d'un mois donné, m se calcule à partir des prix moyens entre le seizième jour, du mois $m - 1$ et le quinzième jour de m . Ensuite, le chiffre obtenu est comparé aux prix moyens recueillis entre le 16 de $m - 2$ et le 15 de $m - 1$. Ainsi, l'IPC du mois m est en fait une approximation de l'augmentation des prix constatée au cours du mois précédent, $m - 1$.

5. Seuls quelques économistes populistes démentaient ce consensus général. Ils considéraient d'une part un déficit budgétaire comme tolérable, si toutefois le plein emploi n'est pas constaté (en l'occurrence, le Brésil avait presque atteint le plein emploi en 1989). D'autre part, le moyen le plus efficace pour stabiliser l'économie était de réduire la dette publique plutôt que le déficit budgétaire, qui était principalement d'origine structurelle ou financière.

timisation du taux de change d'environ 40 % pendant et après le Plan « Été ». Cependant, deux questions sont restées sans réponse : devait-on, oui ou non, provoquer à nouveau un blocage des prix ainsi qu'un moratoire de la dette interne ?

Le débat autour de la politique des revenus a donné suite à des divisions au sein des économistes ; on pouvait relever trois groupes distincts : les monétaristes purs, qui ne voyaient pas la nécessité d'une politique des revenus, les monétaristes qui, compte tenu du coût économique et social élevé des politiques orthodoxes en situation d'inflation chronique, rejoignent la pensée néo-structuraliste concernant l'inflation chronique (Blejer et Liviatan, 1987 ; Kiguel et Liviatan, 1988), et enfin les néo-structuralistes et post-keynésiens qui, eux, envisagent, outre une politique monétaire et fiscale, une profonde réforme économique rattachée à un programme de stabilisation, comprenant en priorité un nouveau blocage des prix.

Au Brésil, la pensée monétariste pure n'a pas eu de réelle portée. Sans le dire ouvertement, la plupart des monétaristes reconnaissent qu'en cas d'inflation fortement « inertielle », les coûts économiques et sociaux d'un choc monétaire et fiscal prennent des proportions énormes s'ils ne sont pas contrôlés par une politique des revenus. La libéralisation n'interviendrait qu'une fois le choc passé.

La théorie qui consiste à désindexer graduellement l'économie pour réduire l'inflation a remporté un plus large succès. L'expérience montre que lorsque l'inflation est chronique et atteint des niveaux élevés, les programmes sont sans effet et seules les thérapies de choc sont efficaces (Yeager, 1981 ; Dornbusch et Fischer, 1986 ; et tous les économistes partisans de la théorie de l'inflation « inertielle » au Brésil)⁶.

En revanche, l'attitude de rejet systématique d'un blocage des prix tient au préjugé négatif qu'ont les élites brésiliennes contre cette mesure. Cette attitude est due aux échecs successifs des précédents blocages. Cependant, en théorie, l'inflation « inertielle » peut être définitivement réduite en agissant progressivement. Il est alors indispensable de rappeler, ce que les économistes ont omis de faire, qu'une action progressive n'est envisageable que si l'inflation est à ses débuts ; le cas échéant, l'opération est rendue plus difficile et plus coûteuse si l'inflation est supérieure ou égale à 10 % par mois, et totalement inconcevable si elle approche l'hyper-inflation.

6. Se reporter aux auteurs suivants pour trouver les premières déclarations complètes faites au sujet de la théorie de l'inflation « inertielle » au Brésil : Bresser Pereira et Nakano, 1983 ; Arida et Rezende, 1984 ; Lopes, 1984).

L'impossibilité d'agir progressivement en cas d'inflation très forte peut s'expliquer en se référant à la thèse du « cavalier libre » (*free-rider*). Admettons les deux cas de figure suivants : le premier où l'inflation est de 4 % par mois, le second de 80 %. Dans les deux cas, on décide de la réduire progressivement en quatre mois, en la divisant par deux chaque mois suivant des lignes directrices bien précises. La prime du « cavalier libre » permettant de se détourner des lignes directrices est de 2 % seulement dans le premier cas, et de 40 % dans le deuxième ; le risque reste le même. Maintenant, si le gouvernement décide d'imposer une méthode progressive au lieu de lignes directrices, il rencontre les mêmes difficultés provenant d'un blocage progressif des prix. Ces difficultés seraient même d'autant plus importantes qu'il est nettement plus aisé de contrôler un blocage total qu'un blocage « partiel ». Dans le premier cas, la règle reste très simple : les prix doivent rester identiques. Dans le deuxième, tout en restant simple, la règle est plus difficilement contrôlable par les dirigeants et les agents économiques : les prix doivent augmenter proportionnellement au taux décroissant préétabli.

Le débat autour de la nécessité d'un moratoire pour la dette interne portait essentiellement sur les deux points suivants : l'ampleur de la dette et son échéance. Les partisans d'un moratoire affirmaient soit que la dette était la cause principale du déficit budgétaire, compte tenu du montant des intérêts à rembourser, soit que les agents économiques, victimes de l'illusion monétaire, dépenseraient très probablement leurs actifs financiers (investis dans des Bons du Trésor ou dans des comptes d'épargne) aussitôt que la forte augmentation nominale de leurs actifs financiers indexés ne se ferait plus ressentir chaque mois. Alors, le taux d'intérêt nominal réduit inciterait les agents économiques à consommer ou à investir en dehors de leur patrimoine financier, provoquant ainsi une forte hausse de la demande globale immédiatement après le blocage des prix. Le Plan Cruzado apparaissait comme la manifestation empirique de cette hypothèse.

Le premier argument à propos de l'ampleur de la dette publique n'est pas très fiable. Bien que croissante, la dette publique n'était, après tout, pas aussi importante qu'on le laissait entendre. La totalité des Bons du Trésor représentait 6 % du PNB en 1979 et près de 13 % en 1989. Afin d'atteindre 50 % du PNB (c'est-à-dire la dette publique totale), il nous faut ajouter environ 12 % du PNB correspondant à la dette intérieure des entreprises nationalisées, à l'Etat et aux municipalités, et enfin 25 % du PNB à la dette externe publique totale.

La charge des intérêts dans la dette interne était effectivement lourde.

TABLEAU 4. — Paiements de l'intérêt du secteur public
(% du PNB)

	Dettes extérieures	Dettes intérieures	Total	Déficit public
1983	3,70	3,01	6,71	4,4
1984	3,89	3,30	7,19	3,0
1985	4,47	3,44	6,91	4,3
1986	2,89	2,23	5,12	3,6
1987	2,62	2,17	4,79	5,5
1988	2,85	2,88	5,73	4,3
1989 ⁽¹⁾	2,80	9,50	12,30	12,4

(1) L'ensemble des données de 1989 provient de la Banque centrale du Brésil : *Brazilian Economic Program*, vol. 24, mars 1990, p. 66. L'intérêt de la dette externe est estimé ; celui de la dette interne est résiduel.

La différence entre le déficit public (en termes opérationnels, les besoins d'emprunt du secteur public) et la charge d'intérêts du secteur public correspond au déficit primaire. Le Brésil n'a rencontré ce cas de figure qu'en 1987 et en 1989.

Source : Banque centrale.

Elle représentait environ 3 % du PNB avant 1989⁷. Durant cette même année, le taux d'intérêt réel payé par le gouvernement est monté en flèche, effet direct du Plan « Eté » et du contrôle relâché de l'économie hyper-inflationniste.

Le taux d'intérêt de la dette interne a très rapidement atteint 9,5 % du PNB (voir tableau 4)⁸.

Le véritable problème de la dette publique tenait à l'échéance de remboursement à court terme des Bons du Trésor. Ceux-ci étaient presque entièrement financés par le marché au jour le jour. Au-delà du manque

7. Le taux d'intérêt réel sur les Bons du Trésor était élevé entre 1981 et 1984, en 1988 et en 1989, lorsque l'emportaient les politiques monétaristes. Il était faible, voire même négatif en 1985-1986 pour des raisons d'ordre populiste. A la fin de l'année 1986, grâce à la mise en place d'un nouveau système de Bons du Trésor, dont le taux d'intérêt était défini quotidiennement (le LBCs, Letras do Banco Central, et LFTs, Letras Financeiras do Tesouro ont remplacé le OTNs, Obrigações do Tesouro Nacional), il était enfin possible de limiter la spéculation et de réduire le taux d'intérêt sur le marché au jour le jour. En 1987, le gouvernement était en mesure de payer un taux d'intérêt faible, tout en maintenant un taux d'intérêt positif sur le marché financier. De plus, le compromis était de rendre la masse monétaire endogène.

8. Les données du tableau 4 surestiment la charge d'intérêt de la dette interne ainsi que le déficit public. La Banque centrale les a obtenus en faisant de l'IPC un indice de déflation du mois t . Etant donné qu'en 1989 l'inflation était très forte, cette méthode n'est pas valable dans ce cas. En revanche, puisque l'IPC mesure l'inflation avec un mois de décalage, il est possible d'utiliser un autre indice d'ajustement (IPC $t + 1$). Grâce à cette méthode plus juste, les intérêts de la dette interne retombent à 4,3 % du PNB en 1989 ; les intérêts seront négatifs pendant les autres années. Quant au déficit public de 1989, il sera alors de 7,2 % du PNB.

de crédibilité de l'Etat, ceci prouvait à quel point ce dernier avait perdu toute solvabilité. Le problème de l'échéance de la dette fut présenté par les partisans d'un moratoire domestique comme deuxième argument. En effet, les agents économiques pouvaient décider du jour au lendemain de consommer ou d'investir leurs liquidités, à partir du moment où elles se déprécieraient. Ce cas de figure restait une éventualité et non une obligation. Le blocage des prix de 1987 n'a pas entraîné de fuite de capitaux du marché financier vers des actifs réels qui aurait engendré des coûts et un danger trop grands. Si toutefois elle survient, par exemple par crainte de l'hyper-inflation et d'un moratoire domestique comme en 1989, l'achat d'actifs réels surestimés (tels que le dollar, l'or, ou des valeurs immobilières) devient très cher et dangereux.

Dans de telles circonstances, les agents économiques ne jouissent que d'une liberté économique vis-à-vis de leur portefeuille financier.

Compte tenu de tous ces éléments, un groupe d'économistes, dont nous faisons partie, a refusé l'éventualité d'un moratoire interne en tant que première mesure, ceci pour des raisons de sécurité (une politique de non-retour), mais surtout pour sauvegarder la solvabilité de l'Etat et la confiance à l'égard des institutions financières. L'intégration d'un tel moratoire au sein du programme de stabilisation ne deviendrait envisageable que si les agents économiques se défaisaient progressivement de leurs actifs financiers à la suite d'un redressement fiscal ou d'un nouveau blocage des prix. Malgré une politique monétaire rigide mais conventionnelle (taux d'intérêts élevés) ce retournement de situation déclencherait une hausse incontrôlable et peu souhaitable de la demande globale.

III — LA LOGIQUE DE LA RÉFORME MONÉTAIRE

Le plan de stabilisation, appelé aussi Plan Collor, adopté par le gouvernement dès son entrée en fonction (16 mars 1990), comprend une série de quatre projets à court terme : une réforme monétaire, avec le blocage de 70 % des biens financiers du secteur privé, un redressement fiscal, une politique des revenus fondée sur un nouveau blocage des prix et l'introduction d'un taux de change flottant. Les politiques à moyen terme sont les suivantes : une libéralisation du commerce extérieur et une privatisation.

La série des quatre projets à court terme a son importance, même si le programme de stabilisation mettait surtout l'accent sur le moratoire

domestique, qui représentait alors une tentative de contrôle de l'inflation par le biais d'une contrainte monétaire radicale.

La réforme monétaire ressemblait fortement aux réformes mises en place au Japon, en Belgique, en RFA et dans d'autres pays européens après la seconde guerre mondiale. Elle conservait néanmoins ses traits caractéristiques. Au lieu de fixer un taux de conversion important entre l'ancienne monnaie (le novo cruzado) et la nouvelle (le cruzeiro)⁹, environ 70 % de M_4 étaient bloqués en « novos cruzados » et ne pouvaient être utilisés que pour rembourser les anciennes dettes, alors que 30 % étaient immédiatement convertis en cruzeiros¹⁰.

Alors qu'en Allemagne, le Reichsmark cessait de circuler, le « novo cruzado », outre son utilité pour rembourser les dettes antérieures au 16 mars, devait être remboursé en douze tranches au bout de dix-huit mois, avec toutes les rectifications monétaires nécessaires et un taux d'intérêt annuel de 6 %.

Cette conversion de 30 % de novos cruzados en cruzeiros provenait de la conversion de 20 % de tous les actifs financiers (le marché financier, les dépôts à terme et même le solde des comptes courants), sauf les comptes d'épargne pour lesquels la conversion se limitait à 50 000 cruzeiros. Les individus et les entreprises devaient eux aussi respecter ce même règlement, alors qu'en Allemagne, par exemple, les entreprises touchaient 60 Deutsche Mark par employé (montant minimum équivalent à celui perçu par chaque individu), en plus des Deutsche Mark correspondant au taux de change.

Pourquoi avoir adopté un moratoire interne radical ? Nous avons vu précédemment que si le problème se limitait à la vente des actifs financiers des agents économiques, le moratoire ne pouvait être envisagé que dans un second temps, à condition que cette éventualité se concrétise. Cependant, nous sommes convaincus que les raisons fondamentales qui ont amené les autorités économiques à opter pour ce moratoire sont autres. Ils ont, en effet, été très vite confrontés à l'impossibilité d'opérer un redressement fiscal massif à court terme. En outre, ils ont supposé que la crise monétaire combattrait l'inflation.

La logique réelle du moratoire interne est la suivante : le redressement fiscal nécessaire à moyen terme, conduisant à un léger excédent fiscal,

9. Prenons la réforme monétaire allemande de juin 1948 comme exemple : le taux de change entre les anciens Reichsmark et les Deutsche Mark était de 10 pour 1. Ainsi, 90 % des Reichsmark furent confisqués alors qu'au Brésil on vient seulement de bloquer les novos cruzados (ancienne monnaie).

10. M_4 correspondait à 4,2 billions de Ncs (100 milliards de dollars us, le taux de change officiel au 16 mars étant de 42,3 cruzeiros par dollar). Environ 33 milliards de dollars us furent convertis en cruzeiros, laissant initialement 77 milliards de dollars us bloqués en novos cruzados.

serait d'environ 7 % du PNB par an. Ce chiffre peut se justifier de deux manières : en termes fiscaux ou en termes de comptabilité nationale. En termes fiscaux, ou en termes de besoin d'emprunt du secteur public, le déficit public opérationnel de 1987 et 1988 avoisinait 5 % au Brésil. En 1989, il atteignait 12,4 %¹¹. Ces chiffres surestiment le déficit brésilien permanent, étant donné le caractère exceptionnel de la charge des intérêts payés cette année par le gouvernement. En termes de comptabilité, le chiffre est le même, si l'on considère l'épargne du secteur public comme étant négative d'environ 3 % et positive d'environ 4 % du PNB pour financer les importants programmes d'investissements gouvernementaux. Il est évident qu'en raisonnant de cette manière, nous supposons que le redressement fiscal ne peut imposer davantage de réduction des investissements publics. Le redressement fiscal devra être établi en augmentant les impôts et en réduisant les dépenses actuelles.

Si, toutefois, le gouvernement s'engageait à ne pas recourir à un financement interne ou externe pendant cette période de transition, la stabilité, objectif escompté, serait un léger excédent budgétaire. Une fois l'économie stabilisée, l'excédent budgétaire fournirait au gouvernement une certaine liberté pour stimuler la demande globale et reprendre une croissance stable.

Nous avons la certitude aujourd'hui que, compte tenu des restrictions politiques et constitutionnelles, le nouveau gouvernement n'était pas en mesure alors d'imposer un tel redressement fiscal dans les délais prescrits. La Constitution établit le principe d'annuité pour l'impôt sur le revenu. Sur le plan politique, ni le Congrès, ni les leaders d'entreprise, n'apportent au Brésil le soutien nécessaire pour augmenter les impôts de manière considérable.

IV — UN REDRESSEMENT FISCAL INSUFFISANT

Il est difficile de calculer la proportion exacte du redressement fiscal inscrite dans le plan. Le gouvernement l'a évaluée à 10 %, mais ce chiffre n'en reste pas moins une surestimation. D'autre part, la distinction entre un redressement permanent et un redressement définitif est impérative.

11. Nous ne disposons d'aucun chiffre officiel sur le déficit opérationnel de 1989, mais il est estimé à environ 7 %. Une partie de cette augmentation provient de la croissance extraordinaire de l'inflation et de la politique active concernant les intérêts adoptée par le gouvernement précédent.

Le tableau 5 présente une estimation du redressement fiscal faite par le ministère de l'Economie (*Gazeta Mercantil*, 18 avril 1990).

Il est important de noter qu'environ deux tiers des gains (6 % du PNB) proviennent d'un redressement ponctuel et définitif, et non d'un redressement permanent (en particulier le IOF — Imposto sobre Operações Financeiras, et la vente des actifs du secteur public).

TABLEAU 5. — *Redressement fiscal estimé par le plan*
(% du PNB)

Redressement permanent		3,9
Recettes :		
Impôt à la consommation	0,6	
Prix des services des entreprises nationales	0,5	
Fraude fiscale	0,5	
Dépenses :		
Réduction des intérêts	1,5	
Réduction des dépenses	0,5	
Effet Olivera-Tanzi	0,1	
Autres	0,3	
Redressement définitif		6,0
Impôt sur le capital	2,5	
Titres de privatisation	2,0	
Privatisation	1,5	
Total		9,9

On ne peut cependant être certain de l'existence réelle de ces 6 % de gains. Et, en ce qui concerne le redressement permanent, la réforme fiscale prévue dans le Plan Collor augmentera les revenus du gouvernement fédéral de seulement 1,3 % du PNB en 1991. Bien qu'infime, la réduction des dépenses n'est pas encore assurée.

Un tel redressement fiscal est nettement insuffisant. En admettant ceci, le nouveau ministère de l'Economie annonçait déjà qu'un nouveau projet fiscal serait proposé au Congrès. Quoi qu'il en soit, il est possible d'affirmer aujourd'hui que le moratoire interne tenait lieu d'alternative provisoire pour le redressement fiscal. En adoptant le moratoire interne, le gouvernement s'accordait un délai supplémentaire pour approfondir son futur redressement fiscal. Il faut de même souligner ici que cette mesure ne se substitue pas exactement à un redressement fiscal, ni ne se confond avec une politique monétaire contrôlant l'offre de monnaie. La réduction radicale de la masse monétaire aurait des conséquences (fiscales et monétaires)

sur la réduction des intérêts; cependant, ce cas de figure ne s'est pas présenté. La dette domestique fut bloquée, puis légèrement réduite, sans être éliminée.

Le montant de la dette a été partiellement réduit. En effet, après trois jours fériés, période pendant laquelle les Bons du Trésor ne subissent aucun mouvement monétaire, une réduction d'environ 8 % a été enregistrée. L'impôt sur le capital (IOF) représentait une réduction d'environ 9 % du montant de la dette publique. D'autres réductions ont été observées en mars 1990, conséquence du non-respect de la correction intégrale des actifs financiers (le BTN se limite à une augmentation de 41 %) ¹².

Si l'on cumule cette réduction succincte de la dette et la réduction forcée du taux d'intérêt sur la dette publique suspendue, on constate alors une réduction des intérêts pour le secteur public. Le moratoire interne ne remplace pas pour autant le redressement fiscal.

Il reste que la tâche essentielle des autorités économiques est de compléter et d'approfondir le redressement fiscal dans la mesure où le plan réussira si l'on ne recourt pas au financement inflationniste. Le déficit public n'est pas la cause directe de l'hyper-inflation au Brésil. Du fait de l'inflation chronique ou « inertielle », le déficit public justifiait parfaitement l'augmentation de l'offre de monnaie nécessaire pour faire face à la demande de monnaie pour les transactions (Bresser Pereira et Nakano, 1987, 73-79). Cependant il devient impératif d'éliminer le déficit public une fois la stabilisation atteinte.

V — LE PROBLÈME DES LIQUIDITÉS

Un programme de stabilisation nécessite généralement un certain degré de récession de l'économie, même si on ne peut pas directement rattacher l'inflation précédente à une demande excessive. Le redressement fiscal et le contrôle monétaire ont un caractère récessif. Le contrôle des salaires est l'indice d'un certain ralentissement de l'activité économique. Le besoin de maintenir un ancrage solide (souvent le taux de change) nécessite au préalable une forte dévaluation, dont l'effet est récessif. Si l'on ajoute un

12. Les porteurs d'actifs financiers ayant investi à la fin du mois de février n'ont pas subi de perte, dans la mesure où le taux d'inflation « point par point » fut d'environ 40 % du 28 février au 31 mars. En revanche, ceux qui avaient acheté leurs actifs financiers avant cette date ont probablement subi une perte (la dette d'Etat en fut par conséquent réduite), puisque la sous-estimation de l'inflation fut compensée par le taux d'inflation officiel de 84 % en mars.

blocage des prix au plan de stabilisation, la libéralisation des prix qui suivra sera facilitée par une demande globale faible.

Un des objectifs du programme de stabilisation (Plan Collor) ou du moins sa conséquence *sine qua non*, était une récession modérée. La logique même veut qu'il est impossible de stabiliser une économie totalement déséquilibrée sans prétendre à un certain sacrifice; ce qui se concrétisa par une réduction de la masse monétaire, plutôt que par un redressement fiscal. Cette réduction fut si radicale que la production des entreprises en fut profondément déstabilisée, ce qui conduisit à la récession économique en réalité beaucoup plus forte que prévu, sans qu'on ait pour autant réussi à contrôler l'inflation.

Pendant les deux premiers mois qui suivirent la mise en place du plan, l'opinion publique et les économistes se préoccupèrent essentiellement du « problème de liquidité ». D'une part, on prétendait que la forte réduction de la liquidité avait à la fois provoqué la stabilisation économique et motivé la récession, d'autre part, lorsque la masse monétaire commença à croître, elle fut rendue responsable de l'excès de la demande et/ou de la réapparition de l'inflation. A notre avis, la récession était bien plus le résultat de la désorganisation du système productif due au blocage des actifs financiers (dont celui des fonds de roulement), que la conséquence de la réduction de la liquidité qui, elle, a fait chuter la demande. Ensuite, l'augmentation de la masse monétaire qui a immédiatement suivi était la preuve irréfutable du caractère endogène de l'offre de monnaie. Enfin, et ceci est notre troisième point, le retour de l'inflation ne peut en aucun cas avoir un rapport avec cette augmentation. Cette cinquième section abordera les deux premiers points; quant au troisième, il sera traité dans la septième section.

D'après les néo-structuralistes et post-keynésiens, l'offre de monnaie est endogène¹³. En principe, elle est déterminée par la demande de monnaie, elle accompagne l'augmentation du PNB et justifie le taux d'inflation. Dans une économie fermée ou fortement endettée, la contrainte budgétaire implique que le déficit fiscal (D) soit financé par la création nette d'un passif public : soit dM , l'augmentation de l'offre de monnaie et dB , l'émission de Bons du Trésor :

$$D = dB + dM.$$

Dans cette équation, l'économie politique conventionnelle suppose que dM ou D sont des variables exogènes. Si D est le facteur déterminant,

13. Voir Rangel, 1963 ; Kaldor, 1970 ; Merkin, 1982 ; Bresser Pereira et Nakano, 1983 ; Davidson, 1988. L'œuvre de Merkin propose un *survey* sur ce sujet.

l'augmentation de l'offre de monnaie a un aspect résiduel, puisque le gouvernement est incapable de financer la totalité du déficit par les Bons du Trésor. Même si cette affirmation s'avère fausse lorsque l'inflation est modérée, elle est justifiée lorsque l'inflation est très forte et chronique ou « inertielle ». Dans ce dernier cas, l'offre de monnaie, ou dM , est déterminée par la demande de monnaie et l'augmentation de l'endettement public est le résidu. Avant que le plan de stabilisation soit décidé au Brésil, la Banque centrale avait déjà prévu le taux d'inflation et établi passivement l'augmentation de l'offre de monnaie nécessaire pour maintenir l'équilibre avec la demande de monnaie, ce qui, en d'autres termes, aurait évité une crise de liquidité. Cette pratique fut adoptée sans consulter les ministres des Finances et les gouverneurs de la Banque centrale.

En réalité, dans le cas du Brésil, où, en plus d'une inflation chronique, l'économie est totalement indexée, l'offre de monnaie endogène aurait dû englober une certaine proportion de Bons du Trésor qui se négociaient sur le marché au jour le jour (l'échéance de remboursement des Bons du Trésor était de vingt-quatre heures) car, afin de réduire le montant de ses intérêts et de convaincre les intermédiaires financiers d'acheter ces Bons, le gouvernement garantissait le rachat automatique et quotidien de ceux qui n'étaient pas souscrits par des agents privés. Dans ce cas, le taux d'intérêt est alors entièrement déterminé par la Banque centrale et l'offre de monnaie est totalement endogène.

En conséquence, les dépôts au jour le jour, au-delà de leur fonction rémunératrice, représentaient une quasi-monnaie. L'offre de monnaie potentielle avoisinait M_4 , dans la mesure où tous les actifs financiers étaient extrêmement liquides, alors que la masse monétaire réelle est en réalité composée de M_1 et d'une partie des dépôts au jour le jour.

La définition traditionnelle de la masse monétaire correspond à M_1 . L'équilibre est le suivant : $M_d = Y_p/V = M_1$ où M_d est la demande de monnaie Y_p , le revenu nominal, V la vitesse de circulation de la monnaie, et M_1 la masse monétaire.

En cas de forte inflation, V augmente de manière considérable alors que la masse monétaire traditionnelle diminue nettement. En fait, la vitesse de circulation réelle de la monnaie n'augmente pas autant qu'on pourrait le penser parce que la masse monétaire réelle ne peut pas être mise en équation avec M_1 . La masse monétaire réelle, M_1 , peut être considérée comme étant constituée de M_1 et d'une proportion, z , des dépôts au jour le jour, B . Le coefficient z , inférieur à 1, est obtenu par le taux d'inflation et par la demande de monnaie nominale correspondante. Plus l'inflation est forte, plus z est élevé. La part de dépôts au jour le jour, zB , représente la quantité monétaire réelle égale à la demande

de monnaie. Alors, la vitesse de circulation réelle des revenus, V' , est inférieure à celle de la définition conventionnelle, limitée à M_1 ;

$$M' d = Y_p/V' = M_1 + zB = M'.$$

Cette équation démontre que, tout comme M_1 , zB est une monnaie; c'est un moyen de transaction équivalent à la monnaie conventionnelle, car les agents économiques utilisent généralement leurs dépôts au jour le jour, zB , pour faire des transactions. Pour ce faire, ils transforment quotidiennement zB en M_1 , augmentant ainsi M_1 . Cependant, cet effet sur M_1 est automatiquement neutralisé puisque la valeur supplémentaire de M_1 est immédiatement investie en Bons du Trésor au jour le jour par les

TABLEAU 6. — *Masse monétaire*
(en % du PNB)

	28 février	31 mars	14 mai
1. M_4 (offre de monnaie potentielle)	29,0	9,0	14,0
2. B (dépôts au jour le jour)	16,0	2,0	8,0
3. Comptes d'épargne	9,0	3,0	1,0
4. Autres	2,0	1,0	1,0
5. M_1	2,0	3,0	4,0
6. zB	12,0	2,0	6,0
7. Masse monétaire effective	14,0	5,0	10,0

TABLEAU 7. — *Actifs financiers*
(en % du PNB)

	Base monétaire	M_1	Bons du Trésor	Comptes d'épargne	Dépôts à terme	M_4
1970-1974 ⁽¹⁾	4,65	15,04	5,08	1,68	3,28	25,08
1975-1979 ⁽¹⁾	3,75	11,70	6,85	5,62	4,44	28,60
1980-1984 ⁽¹⁾	2,50	6,30	5,80	8,01	4,57	24,69
1985	1,56	3,73	10,39	9,20	6,17	29,50
1986	3,22	8,20	9,33	8,09	6,05	31,67
1987	2,19	4,62	10,07	9,69	4,86	29,24
1988	1,39	2,76	12,22	10,75	4,11	29,85
1989	1,26	2,05	13,94	8,13	2,78	26,89

Moyenne annuelle en fin de période considérée.

⁽¹⁾ Moyenne de ces années.

Source : Banque centrale.

bénéficiaires. Elle n'est alors plus enregistrée, mais le processus économique reste. Une estimation de la masse monétaire réelle en pourcentage du PNB brésilien est représentée en trois temps dans le tableau 6 : quinze jours avant le plan de stabilisation, quinze jours après, et quarante-cinq jours après. Nous admettons que l'estimation de la masse monétaire réelle reste plutôt imprécise, mais elle n'est pas arbitraire.

Pendant la période qui a précédé le plan, il était très difficile de faire une estimation car le stock de quasi-monnaie, B , duquel il est possible de soustraire l'offre de monnaie effective, était considérable. La masse monétaire effective peut être estimée à environ 14 % du PNB. Les paramètres dont nous avons tenu compte sont les suivants : M_1 avoisinant 17 % du PNB au début des années 1970, époque à laquelle l'inflation était modérée mais non négligeable (20 % par an), tombe à 2 % du PNB au début de 1990 (voir tableau 7)¹⁴. Selon notre concept de demande de monnaie effective la démonétarisation créée par une inflation galopante, est neutralisée par l'augmentation de zB , qui est considérée comme étant partie constituante de la masse monétaire effective. Nous tenons compte du fait que l'inflation et les innovations financières ont permis une certaine réduction de la demande de monnaie, passant ainsi de 17 % au début des années 70 à 14 % du PNB dans les années 80. De ces 14 %, 2 % sont représentés par M_1 et 12 % par zB . B étant 16 % du PNB, nous admettons que z a une valeur de 0,75.

Grâce au moratoire de la dette interne, la masse monétaire fut sévèrement réduite. M_1 , ou masse monétaire potentielle, chuta de 29 à 9 % du PNB, les dépôts au jour le jour, de 13 à 3 % du PNB; quant à la masse monétaire effective, nous estimons une diminution de sa valeur de 14 à 5 % du PNB. Pour la première période (31 mars), nous supposons z comme étant égal à 1, la totalité des dépôts au jour le jour étant ainsi comprise dans la masse monétaire effective¹⁵.

Une telle réduction n'était pas dans l'intention des auteurs du plan. Ils ont confondu la quantité de cruzeiros restants (9 % du PNB) avec la masse monétaire. Ils ont dit à plusieurs reprises, lors d'interviews dans les journaux, qu'après plusieurs mois de stabilité suite au Plan Cruzado,

14. Le PNB que nous considérons est de 365 milliards de dollars.

15. Le plan de stabilisation n'a pas modifié les règles du marché financier en ce qui concerne les dépôts au jour le jour. Il était alors toujours possible de changer tous les après-midi (jusqu'à 13 h) une partie des dépôts comptants en dépôts au jour le jour et qu'ils soient à nouveau automatiquement transformés en dépôts comptants le jour suivant. Ainsi, l'augmentation de M_1 et la réduction des dépôts au jour le jour étaient moins importantes que si le gouvernement avait fixé une échéance minimum d'une semaine pour les Bons du Trésor. En agissant de la sorte, cela aurait pu amoindrir la confusion (même sans la supprimer) qui règne à propos de la distinction entre ce qui est véritablement une monnaie et ce qui n'en est pas.

M_1 était de 9 % pendant le second semestre de 1986. Ainsi, selon ces auteurs, une « soi-disant masse monétaire » de 9 % était suffisante. En réalité, la masse monétaire ne dépassait pas 5 %, même en y incluant les dépôts au jour le jour (cf. tableau 6). En revanche, la demande de monnaie atteignait au moins 14 %. A l'époque du Plan Cruzado, il était encore possible de se satisfaire d'un M_1 plus petit, dans la mesure où les agents économiques avaient à leur disposition une quantité énorme de dépôts au jour le jour.

Les conséquences de la réduction de la masse monétaire sur les entreprises furent dramatiques. La production était totalement désorganisée, le fond de roulement des entreprises était bloqué, interrompant alors immédiatement toute activité économique. Les critères d'un tel blocage n'étaient pas d'ordre économique. Ses répercussions directes sur les entreprises furent inégales. Le projet était que les banques mettraient en circulation des cruzeiros, mais les taux d'intérêt étant très élevés, cette solution fut strictement limitée aux banques.

D'après une étude réalisée par la FIESP (Federação das Industrias do Estado de São Paulo), les ventes des industries de São Paulo furent réduites d'environ 70 % pendant les quinze derniers jours de mars. Cette forte baisse provenait en partie du manque de liquidités (sur le plan global et sectoriel) et de la désorganisation de l'économie, mais surtout de motifs d'ordre psychologique. L'impact de cette réduction eut sur les anticipations un effet totalement négatif. De ce fait, le taux de chômage a immédiatement augmenté et beaucoup d'entreprises envoyèrent leurs employés en congé collectif en attendant que la situation se stabilise. Les salariés ont accepté de travailler à salaire et temps de travail réduits.

Le mois suivant, la quantité de cruzeiros augmenta selon divers moyens : elle atteignit 14 % du PNB vers le 15 mai (et 16 % vers le 15 juin). Une partie seulement de cette augmentation était contrôlée par le gouvernement. Il prétendait être capable de contrôler l'augmentation des liquidités; pourtant, le marché profitant de l'existence de deux monnaies, était parfaitement en mesure d'augmenter la quantité de cruzeiros et par conséquent de réduire de manière proportionnelle celle de cruzados.

C'est alors que les banques ont signalé qu'il leur était de plus en plus difficile d'accorder des crédits, puisque la demande avait chuté. Les autorités économiques, en accord avec plusieurs analystes, en ont conclu que le « problème de la liquidité » était résolu, et, qui plus est, que l'on assistait maintenant à un « excès de liquidités », qui aurait pour effet un excès de la demande et/ou le retour de l'inflation.

Le tableau 6 montre clairement qu'à la mi-mai, la masse monétaire potentielle (M_1 plus les dépôts au jour le jour) était toujours aussi peu

élevée (12 % du PNB); quant à la masse monétaire effective, bien que croissante, elle restait inférieure au pourcentage relevé à l'époque qui a précédé le plan (environ 10 % en mai contre 12 % du PNB en février).

Les deux questions suivantes s'imposent : Pourquoi la demande de crédits est-elle faible, et pourquoi la liquidité était-elle devenue plutôt large que restreinte? L'augmentation de l'offre de monnaie y est en partie pour quelque chose, mais ceci s'explique surtout par la réduction de la demande de crédits. Suite au caractère pessimiste des ventes et au taux d'intérêt élevé (environ 100 % par an en termes réels), les entreprises n'avaient aucun intérêt à emprunter¹⁶. Elles préféraient réduire leur production. A vrai dire, la récession est déjà très probablement présente dans l'économie. La réduction de la demande de monnaie était en accord avec les anticipations pessimistes des agents économiques.

VI — LE PROBLÈME DE LA DEMANDE

Dans ce cas bien précis, la récession n'était pas produite par la demande mais engendrée par l'offre. En effet, elle était le fruit de la désorganisation de l'économie et non de la réduction de la demande globale. Initialement, le seul indice conjoncturel qui n'annonçait pas de récession économique était les ventes au détail. Elles ont augmenté immédiatement après le blocage des prix, de la même manière que lors des trois derniers blocages. Ce phénomène s'explique de façon générale ainsi : d'une part, même si dans la plupart des cas le problème est exagéré, il est vrai qu'après une période d'illusion monétaire, les agents ont tendance à consommer davantage. D'autre part, que ce soit par optimisme ou par méfiance à l'égard du succès de la stabilisation, ils ont également tendance à anticiper sur la consommation. Et enfin, Helpmann (1988) affirmait qu'en situation d'oligopole économique, le blocage des prix revient à une réduction des prix réels et la demande augmentera.

Avec le Plan Collor, il y a trois raisons supplémentaires pour expliquer l'augmentation de la consommation : la perte de crédibilité des actifs financiers a entraîné la population à consommer davantage; la reprise des crédits à la consommation, qui avaient pratiquement disparu à cause de l'hyper-inflation, a stimulé la vente des biens de consommation

16. Dans la période qui a suivi le plan, le taux d'intérêt réel était très élevé. Il a chuté lorsque les autorités (ou la politique monétaire) ont baissé le taux d'intérêt nominal. Début mai, il était toujours très élevé. En juin, comme l'inflation progressait rapidement et que la Banque centrale refusait de l'admettre, le taux d'intérêt a considérablement baissé et pour finir, est devenu négatif.

durables et le plan laissait supposer que les salaires réels augmenteraient de 23 % en mars.

Cette augmentation de 23 % des salaires réels eut lieu en mars parce que le gouvernement avait décidé que l'inflation de 73 % de février serait corrigée le mois suivant proportionnellement à la loi sur l'indexation des salaires. Par ailleurs, l'inflation du mois de mars, calculée de la fin du mois à la fin du mois précédent (au lieu de la moyenne du mois par rapport à la moyenne du mois précédent), n'était que de 41 %¹⁷.

Cette augmentation de 23 % pourrait être interprétée comme étant une contradiction fondamentale du plan de stabilisation (Sylvio Bresser Pereira, 1990). En règle générale, combattre l'inflation revient à réduire la demande et, si cela est possible, augmenter l'offre. Lors du Plan Collor, c'est l'inverse qui a été fait : l'offre a été réduite par le resserrement de l'offre de monnaie et les salaires ont été augmentés. Toutefois, le problème est moins grave qu'il n'y paraît car, à la différence de ce qui arriva avec le Plan Cruzado, mais de la même manière que pour le Plan « Bresser », les salaires réels avaient déjà diminué avant le plan, suite à l'accélération de l'inflation. Ainsi, l'augmentation des salaires de 23 % a seulement permis de compenser la réduction précédente¹⁸. Il n'y eut donc pas une modification dans la distribution des revenus telle que les entreprises se seraient senties obligées d'augmenter les prix pour cette raison.

Cette hausse de la consommation était forcément de courte durée puisque, parallèlement, le chômage augmentait. Dès le mois de mai, les ventes au détail étaient plus faibles au Brésil, que celles de l'année précédente à la même période. On assiste maintenant à une baisse généralisée de la demande, qui fait suite à la réduction de la production et des investissements.

VII — LA RÉCESSION ET LA REPRISE DE L'INFLATION

Environ trois mois après le lancement du Plan Collor, alors que l'inflation refaisait son apparition, il était évident que la récession était de retour.

17. Si l'on utilise la méthode traditionnelle, qui consiste à comparer la moyenne des prix du mois donné par rapport à celle du mois précédent, l'indice des prix à la consommation de mars était de 84 %.

18. Les salaires réels moyens ont baissé de 22,6 % de février 1989 à février 1990, d'après l'indice des salaires réels FIESP (indexé sur l'inflation du mois suivant $(t + 1)$ parce que l'indice des prix à la consommation (IPC/INGE) a un mois de décalage). En mars, la réduction des salaires réels atteignait 10 %. En juin, suite à la pression des syndicats, la préoccupation principale du public en ce qui concerne le plan était l'« indemnisation des pertes » subies par les salariés.

Le ralentissement de l'activité économique remontait en fait à plus longtemps. La croissance du PNB était déjà légèrement négative pendant le dernier trimestre de 1989 (-0,3 %), puis nettement négative au premier trimestre de 1990 (-2,4 %). En avril, à la suite de la désorganisation engendrée par le Plan Collor, l'indice de l'activité économique de la FIESP (Federação das Industrias do Estado de São Paulo) baissait de 22,3 % par rapport à avril 1989; pour les mois de février et de mars, les données respectives étaient une hausse de 8 % et une baisse de 6,8 % (voir tableau 8). D'après l'étude réalisée par la Fondation Getulio Vargas, le degré d'utilisation de la capacité de production de l'industrie brésilienne était en avril le plus bas (61 %) jamais enregistré depuis le milieu des années 1960, période où cet indice a commencé à être utilisé. Trois mois auparavant, en janvier, l'indice était de 79 %. En mai, alors que l'économie commençait à récupérer, le niveau de production se rétablissait progressivement, comme le laissaient supposer les premières données de la consommation en électricité. Toutefois, le taux record de chômage enregistré en mai (2,4 % par rapport à 2,2 % en avril) montrait les limites du redressement économique. D'après l'ABDIB (Associação Brasileira da Industria de Base), le taux de capacité de production dans l'industrie des biens de production atteignait le record de 48,6 % en mai, par rapport à la moyenne de 38 % pour les années 1980. La tendance à la récession paraissait plus forte que le redressement économique.

Il est évident que l'inflation refait surface. Les indices des prix habituels sont inadéquats pour mesurer l'inflation après un blocage des prix. En effet, en comparant les prix moyens d'un mois donné à ceux du mois précédent, ces indices conservent un lourd résidu inflationniste. Il faut

TABLEAU 8. — *Indices de l'activité économique en 1990*
(% de la différence avec l'année précédente) ⁽¹⁾

	Taux d'activité	Niveau d'emploi	Salaire réel moyen ⁽²⁾	Capacité d'utilisation
Janvier	6,2	3,8	- 18,8	79,5
Février	8,0	3,4	- 22,7	79,0
Mars	- 6,8	2,5	- 10,5	72,5
Avril	- 22,3	0,6	- 22,4	62,5

⁽¹⁾ Sauf pour la capacité d'utilisation.

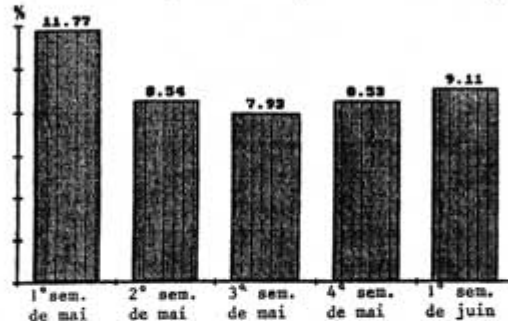
⁽²⁾ Revenu nominal moyen diminué par l'IPC/IBGE $t + 1$.

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

par conséquent beaucoup de temps pour que la fin de l'inflation apparaisse dans l'indice.

Jusqu'en mai, ces moyennes par rapport à l'indice des prix moyens révélaient une baisse (voir tableau 3), alors que l'indice des prix mensuel de la FIPE (glissement semaine par semaine) indiquait déjà une hausse (voir tableau 9). L'indice des prix de fin de mois à fin de mois de la FIPE

TABLEAU 9. — *Inflation sur quatre semaines (%)*



Source : FIPE/USP, Indice du coût de la vie.

écartait le moindre doute sur la reprise de l'inflation. Cet indice n'étant calculé que pour deux mois, on pouvait constater une nette augmentation de 3,3 % en avril à 6,4 % en mai (voir tableau 10).

Pourquoi l'inflation a-t-elle ressurgi? Trois thèses sont en présence : monétariste, keynésienne, et néo-structuraliste ou inflation « inertielle ». Le raisonnement monétariste et keynésien est fondé sur l'augmentation de la masse monétaire qui a eu lieu pendant les trois mois qui ont suivi le

TABLEAU 10. — *Taux d'inflation mensuel (1990)*
(pris à la fin de chaque mois)

Mois	Variation en pourcentage
Février	84,3
Mars	41,0
Avril	3,29
Mai	6,36

Source : les deux premiers mois sont des estimations des auteurs fondées sur l'IPC/IBGE ; les deux derniers sont de la FIPE/USP.

plan. L'analyse néo-structuraliste repose sur les déséquilibres des prix relatifs et sur le conflit distributif qui en a résulté. Le gouvernement a opté pour une politique monétaire peu appropriée lorsqu'il a supposé qu'une réduction massive de la masse monétaire serait radicale pour en finir avec l'inflation. En agissant de la sorte, il a omis de prendre en compte le fait que l'inflation n'est pas un problème de stock mais un problème en terme de flux. Pour maîtriser l'inflation, il est nécessaire d'éliminer au préalable le déficit budgétaire et de contrôler l'offre de monnaie et non pas le stock de monnaie. De plus, dans le cas où l'inflation est « inertielle », comme elle l'a été au Brésil, il faut également procéder à un blocage des prix, ou, de manière plus générale, développer une politique des revenus qui a pour rôle de soutenir, sans pour autant la remplacer, une politique monétaire et fiscale. D'après les auteurs du Plan Collor, le blocage des prix était considéré comme accessoire. La solution idéale serait de réduire l'offre de monnaie dans un premier temps et, dans un second temps, d'éliminer le déficit fiscal. Cependant, l'inflation pointait déjà son nez bien avant que l'on ait pu faire quoi que ce soit pour contrôler le déficit.

Les véritables arguments des monétaristes pour expliquer la reprise de l'inflation sont simples : les prix ont à nouveau augmenté parce que deux mois après le plan, la base monétaire a augmenté à quatre reprises. L'augmentation de la liquidité a laissé croire que l'inflation reviendrait, et les « anticipations rationnelles » sont une prophétie auto-réalisatrice. Les monétaristes ne veulent pas admettre que l'offre de monnaie a un caractère essentiellement endogène et passif. Ils oublient également qu'après une hyper-inflation, une stabilisation soudaine provoque une forte hausse de la base monétaire. Selon les monétaristes, version nouveaux classiques, la certitude que l'augmentation de l'offre de monnaie engendre l'inflation prend un caractère quasi religieux. La rhétorique des monétaristes — vraie parce que faisant partie du courant dominant de l'économie — dit que l'augmentation de la masse monétaire crée l'inflation. De plus, la théorie des anticipations rationnelles prétend que les agents économiques formulent leurs anticipations en fonction de la « vraie » théorie et qu'ils agissent de manière rationnelle selon leurs anticipations, faisant ainsi monter les prix. C'est pour cette raison que cette prophétie est auto-réalisatrice.

Dans la plupart des analyses, l'explication monétariste s'avère être implicite. Pastore (1990) en est un fervent partisan. L'excès de la demande n'est pas indispensable pour relancer l'inflation; l'augmentation de la base monétaire est suffisante. Pour que cette explication se vérifie, il aurait fallu que la forte croissance de l'inflation observée après le Plan

Collor provienne de la décision des entreprises d'augmenter leurs prix, au moment où la base monétaire augmentait elle aussi. L'industrie textile, les prestataires de services, l'agriculture et l'industrie de l'électroménager sont les secteurs ayant augmenté leurs prix les premiers après le plan et cette décision aurait été prise à la suite d'une évaluation de l'augmentation de la base monétaire.

La théorie keynésienne reste plus raisonnable, même si, dans ce cas présent, elle n'explique que partiellement la forte croissance de l'inflation. Cette théorie, qui fut entre autres suivie par Toledo (1990), stipule que la reprise de l'inflation provient du fait que l'augmentation de la masse monétaire relance l'excès de la demande. De plus, le « choc des liquidités » ne peut stopper l'inflation que momentanément. Dès que la liquidité fut de nouveau stabilisée, la demande a repris ainsi que l'inflation. En réalité, nous avons vu précédemment que la tendance est plutôt à la récession qu'à la croissance. Dans les premiers mois qui suivirent le plan, les ventes au détail ont augmenté presque aussitôt. Il est fort probable que certaines entreprises aient profité de la hausse de la demande pour augmenter leurs prix; ce cas se limite à quelques entreprises seulement, étant donné que, durant cette période, la courbe de la demande globale était plutôt à la baisse qu'à la hausse.

La théorie de l'inflation « inertielle » ou néo-structuraliste considère que le retour de l'inflation est fondé sur la nature de l'inflation brésilienne plutôt que sur les erreurs commises concernant l'offre de monnaie. Au Brésil, l'inflation est, en règle générale « inertielle »; et elle était déjà très forte lors du lancement du plan de stabilisation (l'hyper-inflation était en fait déjà bien avancée). La théorie néo-structuraliste insiste fortement sur le déséquilibre des prix relatifs lors du blocage et sur le conflit distributif qui en a découlé. Au Brésil, les agents économiques sont habitués à l'inflation. Ils sont convaincus qu'en augmentant les prix, ils se protégeront de la meilleure manière face au conflit distributif généralisé. Le 16 mars, date à laquelle les prix furent bloqués, il était normal que les prix relatifs soient déséquilibrés puisque l'ajustement des prix n'était pas synchronisé. On constatait alors un déséquilibre intertemporel des prix relatifs. Ce déséquilibre, dont on peut mesurer l'ampleur en évaluant la dispersion des prix relatifs, a tendance à augmenter parallèlement à la forte croissance de l'inflation jusqu'au moment où l'économie est entièrement dollarisée.

Le jour où les prix ont été bloqués, les entreprises qui venaient d'augmenter leurs prix ont pu bénéficier d'une forte majoration, car leurs marges augmentaient, alors que celles qui ne l'ont pas fait à temps ont subi des pertes. En cas d'inflation chronique, les entreprises ayant subi des pertes ou considérant qu'elles en ont eu, saisiront la première opportunité

pour augmenter leurs prix. De plus, lors du Plan Collor, la rétention des actifs financiers représentait un préjudice supplémentaire pour les entreprises. Elles avaient alors deux fois plus de raisons d'augmenter leurs prix à la première occasion.

Certains facteurs ont favorisé l'augmentation des prix : la hausse des dépenses à la consommation immédiatement après le blocage, l'augmentation de l'offre de monnaie qui a eu pour effet de ralentir la récession, et la libéralisation hâtive des prix des industries oligopolistiques. Ces trois facteurs correspondaient exactement aux anticipations des entreprises. Quoi qu'il en soit, les prix auraient de toute façon augmenté, compte tenu du caractère « inertielle » de l'inflation brésilienne. Le blocage des prix et des actifs financiers a entraîné un mois de trêve, qui fut rapidement rompue par la politique de hausse des prix des entreprises. Que ce soit pendant l'inflation, ou pendant un plan de stabilisation, il est impossible pour quiconque de subir des pertes. Ni les profits, ni les salaires ne peuvent être réduits durablement. Il n'est pas sans importance qu'il soit impossible de stabiliser l'économie sans provoquer une certaine récession, qui elle-même réduira profits et salaires. D'après le *Gazeta Mercantil*, journal des affaires le plus vendu au Brésil, les entreprises « étaient à la recherche d'un indicateur d'indexation de leurs prix » quelques jours après le blocage. Pendant un certain temps la demande a chuté, suite à la crainte des salariés d'être au chômage; deux mois après le plan, la demande augmentait à nouveau, et on constatait une hausse des salaires de 20 à 30 %¹⁹. Les entreprises d'accord avec ces exigences salariales reporteront presque certainement la croissance des coûts sur les prix.

Toutefois, il est important de souligner qu'au Brésil, depuis 1987, indexer ne signifie plus augmenter les prix proportionnellement à l'inflation précédente. Les agents économiques craignent tellement de subir des pertes à cause de l'inflation qu'ils pensent surtout à adopter un meilleur indice d'indexation, ou à « indexer » leurs prix d'après leurs propres évaluations sur la croissance de l'inflation. En d'autres termes, ils ont tendance à s'accorder une marge de sécurité par rapport aux effets inflationnistes du mois précédent au moment de la définition de leurs prix. Etant donné que toutes les entreprises se comportent de la même manière, elles n'ont,

19. D'après l'ancien décret salarial, les salaires étaient indexés sur l'inflation (IPC/IBGE) du mois précédent. En se référant à cette loi, les salariés réclamaient une hausse des salaires de 84 % pour avril, et de 44 % pour le mois de mai (166 % au total), alors que l'inflation réelle, qui est calculée à partir de la méthode de fin de mois à fin de mois au lieu de celle de la moyenne du mois, était de 3,3 % en avril et de 6,2 % en mai.

individuellement, jamais à craindre que leurs concurrents n'augmentent pas leurs prix eux aussi. Par conséquent, l'inflation « inertielle » est également, et paradoxalement, une inflation galopante.

VIII — DE QUELQUES PROBLÈMES SUPPLÉMENTAIRES

L'échec du Plan Collor pour maîtriser l'inflation peut être rattaché à d'autres problèmes. Au-delà d'une politique des revenus (Kiguel et Liviatan, 1988) la stabilisation d'une inflation chronique ou « inertielle » requiert l'existence d'un point d'ancrage : le taux de change. En règle générale, l'hyper-inflation prend fin lorsque le taux de change se stabilise. Etant donné que l'économie brésilienne est relativement fermée, le taux de change n'a pas autant d'importance que dans d'autres pays. Cependant, il est évident qu'un taux de change fixe serait une référence importante au moment de la définition des objectifs économiques. Quoi qu'il en soit, le Plan Collor a opté pour un taux de change flottant. Il est certain qu'un taux de change flottant limite les compensations du marché. La demande en devises étrangères est toujours sous le contrôle des autorités : les contrôles administratifs des importations sont maintenus tout comme celui qu'exerce la Banque centrale sur le paiement des intérêts, des dividendes et sur les autres mouvements de capital. Il est donc impossible de bénéficier des avantages d'un taux de change flottant, alors que ses inconvénients, tels que le manque de point d'ancrage, sont omnipotents. Dans ce cas précis, un tel taux de change ne présente aucun avantage, parce que l'économie brésilienne ne peut pas se satisfaire d'un taux de change flottant « indésirable ». Elle pourrait envisager un taux de change très « indésirable », comme lors du Plan Collor, mais cette option est très risquée. Le gouvernement ayant renoncé à cet ancrage, le taux de change a été exposé à des fluctuations inattendues et indésirables. Si, par exemple, les réserves internationales augmentaient à la suite d'un moratoire de la dette externe, comme ce fut le cas au Brésil dans les premiers mois du Plan, le taux de change aurait alors tendance à être surévalué de manière abusive. L'alternative la plus sûre serait d'avoir un taux de change compétitif mais contrôlé, qui serait fixé après un plan de stabilisation radical, tel que l'était le Plan Collor.

Le Plan Collor est actuellement confronté à des difficultés non résolues, que l'on n'a jamais voulu affronter directement. Trois problèmes entrent dans cette catégorie : la dette extérieure, la libéralisation des échanges commerciaux et un pacte politique et social.

Les informations préliminaires relatives à la politique du Plan Collor concernant la dette extérieure sont rassurantes. Tout d'abord, il serait question de signer un accord avec le FMI, puis, dans un deuxième temps seulement, avec les banques. Lors des négociations, l'idée principale était de faire dépendre le paiement des intérêts du problème fiscal et d'utiliser comme paramètre les prix du marché secondaire de la dette brésilienne pour la réduire. En réalité, il y a très peu de choses à négocier avec les banques. Une réduction de 50 à 60 % de la dette extérieure entraînera un gain équivalent à un gain fiscal de l'ordre de 1,5 % du PNB. En exerçant une politique de partage des charges, une telle réduction est la contribution minimale des banques étrangères au programme de stabilisation du Brésil. Le tout reste de savoir si le gouvernement brésilien agira rapidement et fermement une fois qu'il aura approuvé à la quasi-unanimité la réduction de la dette et le retrait de la nouvelle charge ainsi obtenue du budget et de la balance des paiements. Le fait que ces alternatives soient retardées a un effet néfaste sur les anticipations des agents économiques.

On peut tenir le même raisonnement en ce qui concerne le problème de la libéralisation des échanges commerciaux. Le gouvernement avait déjà annoncé clairement son intention de libéraliser les importations, mais la conjoncture actuelle laisse présager une libéralisation progressive. Dans ce cas bien précis, la méthode progressive n'est pas la meilleure. Elle ne parviendra pas à contrôler l'omniprésence des oligopoles organisés en cartels au Brésil. De plus, une telle méthode s'est très rarement avérée efficace; en effet, elle laisserait aux groupements d'intérêt suffisamment de temps pour réagir et arrêter son déroulement. D'après une étude menée par la Banque mondiale, il apparaît clairement que le succès des 37 expériences réussies de libéralisation des échanges commerciaux est fondée sur l'utilisation d'une méthode radicale dès le début du processus (Papa-georgiou, Choksi et Michaely, 1990).

Pour finir, nous aborderons le problème politique. Le Plan Collor était un plan autoritaire à un moment où consultations et accords étaient souhaités. Personne ne fut consulté. Le plan fut imposé sans qu'aucune négociation préliminaire n'ait lieu. Jusqu'à maintenant, le gouvernement négocia très peu avec les salariés ou avec le Congrès, qui accepta le plan. Il est totalement irréaliste d'imaginer que les salariés accepteraient facilement le plan, pour la simple raison que les salaires ont été partiellement préservés. La forte croissance de l'inflation au Brésil ces dernières années est engendrée par deux conflits directement liés : le conflit entre le travail et le capital et le conflit distributif intertemporel au sein des entreprises, dû à l'augmentation non synchronisée des prix. Actuellement, les salariés expriment haut et fort leur doute en ce qui concerne la sauvegarde de

leurs salaires. Comme lors des plans précédents, ils prétendent que l'inflation du mois de mars (mois du blocage des prix où le taux officiel de l'inflation était de 84 %) fut « volée » par le gouvernement. Économiquement, cette affirmation n'est pas fondée, mais, étant donné qu'aucun accord politique ou social n'a été conclu, il est fort probable que d'ici peu on assiste à d'importants conflits politiques et sociaux.

Nous pouvons conclure en ces termes : le Plan Collor n'a pas pu contrôler l'inflation. Le gouvernement Collor a échoué au premier essai, mais ce n'est pas le dernier. Au Brésil, on assiste à la fin de l'inflation chronique. Après avoir fait l'expérience de l'hyper-inflation, il est évident que le gouvernement orientera en priorité sa politique vers le contrôle de l'inflation. Le 1^{er} Plan Collor misait trop sur la réduction drastique de l'offre de monnaie. Par ailleurs, certaines erreurs commises vis-à-vis de l'offre de monnaie et des salaires, un redressement fiscal incomplet, une mauvaise évaluation du taux de change, les difficultés naturelles engendrées par une sortie du blocage effectuée dans des conditions de déséquilibre des prix relatifs, l'échéance de la dette externe et de la libéralisation des échanges commerciaux, et enfin l'absence de véritable accord politique et social, ont gêné le contrôle de l'inflation. Une fois de plus, le pire ennemi des plans de stabilisation, c'est-à-dire l'inflation « inertielle », n'a pas été éliminé.

À la mi-mai, date à laquelle il était évident que l'inflation gagnait à nouveau du terrain, le gouvernement décida de la contrôler en adoptant une politique monétaire ferme, en fixant un taux d'accroissement maximum pour M_1 (9 %) sur l'année alors que l'indexation des salaires était proscrite. Durant les premiers mois qui suivirent ce rapport, la Banque centrale fut en mesure de contrôler la masse monétaire, mais les salaires étaient indexés de manière officieuse et l'inflation continua de grimper. Une fois encore, les autorités monétaires ont sous-estimé le caractère « inertielle » et croissant de l'inflation brésilienne. Actuellement, elle avoisine 10 % par mois et elle semble être bien partie pour croître encore. Les politiques de stabilisation orthodoxes sont coûteuses et inefficaces lorsque l'inflation est forte et « inertielle », comme c'est le cas en juin 1990 au Brésil.

Un nouveau plan de stabilisation devra être mis en place les prochains mois. Le combat contre l'inflation sera long et difficile. Afin d'y parvenir, le nouveau plan devra être élaboré avec soin : être précédé d'un pacte social et comprendre obligatoirement une politique des revenus et des politiques fiscales et monétaires conventionnelles.

RÉFÉRENCES

- Bresser Pereira, Luiz Carlos (1988a), A Brazilian approach to external debt negotiation, *LASA Forum*, vol. XIX, n° 4, hiver 1989. Article présenté au XIV^e Congrès LASA, New Orleans, mars 1988.
- Bresser Pereira, Luiz Carlos (1988b), Two Brazilian price freezes, article présenté au séminaire *Run-away Inflation : Austerity at What Cost? : Argentina, Brazil and Israel*, School of International and Public Affairs, Columbia University, 25 mars 1988, *Revista de Economia Política*, vol. 8, n° 4, octobre 1988.
- Bresser Pereira, Luiz Carlos (1990), The perverse logic of stagnation : debt, deficit and inflation in Brazil, *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 12, n° 4, été 1990.
- Bresser Pereira, Nakano L. Y. (1983), Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação, Procès-verbal de la X^e Encontro Nacional de Economia da ANPEC, Belém, décembre 1983, réédité in Bresser Pereira and Nakano (1987, chap. 2).
- Bresser Pereira, Nakano L. Y. (1987), *The Theory of Interrial Inflation*, Boulder, Lynne Rienner Publisher.
- Bresser Pereira, Sylvio (1990), O erro básico do Plano Collor, *Folha de S. Paulo*, 4 avril 1990.
- Davidson Paul (1984), Endogenous money supply, the production process and inflation analysis, *Economie appliquée*, vol. 16, n° 1, 1988, article présenté à Ottawa, octobre 1984.
- Dornbusch R. and Fitscher S. (1986), Stopping hyperinflation : past and present, *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 22, janvier 1986.
- Feldman Gerald *et al.* (1982), *The German Inflation*, Berlin, Walter de Gruyter.
- Helpman E. (1988), Macroeconomic effects of price controls : the role of market structure, *Economic Journal*, vol. 98, n° 391, juin 1988.
- Kaldor Nicholas (1970), The new monetarism, *Lloyds Bank Review*, juillet 1970.
- Lara Resende A. and Arida P. (1984), Inertial inflation and monetary reform, in Williamson J., ed. 1985), Originally a presented in a seminar, Institute of International Economics, Washington, novembre 1984.
- Lopes Francisco L. (1984), Inflação inertial, hiperinflação e desinflação, *Revista da ANPEC*, n° 7, décembre 1984.
- Merkin Gerald (1982), Towards a Theory of the German Inflation, in Gerald Feldman *et al.* (1982).
- Nakano Yoshiaki (1989), Da Inertia Inflacionária à Hiperinflação, in Rego J. M., ed. (1989).
- Papageorgiou D., Choksi A. and Michaely M. (1990), Liberalizing foreign trade in developing countries : the lessons of forty years of experience, Washington, World Bank, working paper, mai 1990.
- Pastore Afonso Celso (1990), A reforma monetária do Plano Collor, in Clóvis de Faro, ed., *Plano Collor : Avaliação e Perspectivas*, Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos.
- Rangel Ignácio (1963), *A Inflação Brasileira*, Rio de Janeiro, Tempo Brasileiro.

- Rego José Márcio, ed. (1989), *A Aceleração Recente da Inflação*, São Paulo, Editora Biental.
- Toledo Joaquim Elói (1990), Plano Collor em zona de perigo, *Jornal do Economista*, n° 25, mai 1990.
- Williamson John, ed. (1985), *Inflation and Indexation : Argentina, Brazil and Israel*, Cambridge, MIT Press, 1985.
- Yeager Leland B. and associates (1981), *Experiences with stopping inflation*, Washington, American Enterprise Institute for Public Policy Research.