

La macroéconomie perverse

La stagnation et les taux d'inflation élevés furent les principales caractéristiques de l'économie brésilienne des années 1980. Durant les cent dernières années le Brésil s'est développé à un taux très élevé, mais cette trajectoire s'est interrompue en 1981. En 1988, le revenu par habitant était inférieur à celui de 1980. Entre 1981 et 1983, la baisse du rythme de croissance fut correctement attribuée à l'effort d'ajustement imposé par la crise de la dette ; entre 1984 et 1986, la crise semblait surmontée et le processus d'ajustement réussi ; cependant à partir de 1987, la crise se manifesta à nouveau. En 1988 et 1990, la croissance du PIB fut négative et au cours des autres années elle fut très faible (tabl. 12).

12. VARIABLES MACROÉCONOMIQUES INTÉRIEURES DU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE)
1979-1990

ANNÉE	PRODUIT INTÉRIEUR BRUT (PIB)	INVESTISSEMENT/PIB		PRODUIT BRUT/PIB (PRIX COURANTS)
		(PRIX COURANTS)	(PRIX CONSTANTS)	
1979	7,2	22,0	22,9	18,9
1980	9,1	22,3	22,9	17,8
1981	-3,1	23,1	21,0	18,6
1982	1,1	21,1	19,5	15,3
1983	-2,8	16,7	16,9	13,3
1984	5,7	15,7	16,2	15,8
1985	8,4	19,2	16,7	19,1
1986	8,0	19,1	19,0	17,1
1987	2,9	22,3	18,3	21,8
1988	-1,0	22,8	17,0	24,1
1989	3,3	24,9	16,7	25,1
1990	-4,0	21,7	16,0	21,2

Sources : IBGE (numéros variés).

La crise peut s'expliquer de plusieurs manières. Outre la dette extérieure contractée au cours des années 1980, la recrudescence du populisme économique en 1985 et 1986 lors du retour à la démocratie y est pour quelque chose. Il est clair que la crise fiscale qui s'est développée à partir de la crise

de la dette est au centre de la stagnation économique. L'accélération de l'inflation durant les années 1980 s'explique en partie par la crise fiscale mais le conflit distributif, caractéristique d'une économie où le revenu est distribué de manière très inégalitaire comme au Brésil, est certainement la cause fondamentale de l'inflation et de son accélération, entre autres parce que ce conflit accentue la tendance au populisme. Dans la mesure où la dette extérieure a aggravé directement ou indirectement le conflit distributif, elle a joué un rôle important dans l'accélération de l'inflation. L'inflation alimenta, à son tour, la crise du secteur réel de l'économie, puisqu'elle aggravait le déficit public, écartait les investissements et diminuait la productivité du capital.

Tous ces facteurs s'imbriquent. Il existe un dicton selon lequel rien n'est plus réussi que le succès ; l'inverse est aussi vrai, à savoir que le cercle vicieux de la crise est, ou semble être, interminable. Il existe une logique perverse dans le processus de stagnation de l'économie brésilienne. Dans ce chapitre, j'essaierai de décrire et de formaliser cette logique macroéconomique perverse qui a débouché, dans le Brésil des années 1980, sur la stagnation. Dans la première section, je discute la dette extérieure qui est à l'origine de la crise actuelle définie par la crise fiscale de l'État, par la réduction du taux d'investissement et par la perte d'efficacité du stock de capital. Dans la deuxième section, je mets cette crise en rapport avec des variables de stocks et de flux. Dans la troisième section, j'analyse le caractère pervers de l'ajustement dans de telles circonstances. Dans la quatrième, je discute la crise fiscale en termes de déficit public et principalement de réduction de l'épargne publique. Dans la cinquième, nous verrons comment la crise de la dette devient une crise fiscale. La sixième section consiste en une analyse des taux d'inflation élevés qui prédominent dans de telles circonstances : l'inflation devient inertielle ou autonome et tend lentement, mais certainement, à s'accélérer. La septième section montre que dans ce processus la monnaie joue un rôle passif. La paralysie de l'État qui découle de la crise fiscale est discutée dans la huitième section. Dans la neuvième, nous serons en mesure de discuter la logique globale de la stagnation dans un pays affligé par l'endettement, le déficit et l'inflation. Mais comme nous espérons que la stagnation n'est pas une situation permanente, je termine par une discussion sur un mode de financement de l'investissement qui soit cohérent avec la croissance de l'économie brésilienne. Nous y présenterons de manière succincte les éléments requis pour surmonter la crise et pour reprendre le chemin de la croissance.

La crise fiscale

La cause fondamentale de la crise de l'économie brésilienne est la crise fiscale – un déséquilibre financier structurel du secteur public – dont l'une des causes fondamentales est la taille excessive de la dette extérieure publique. Dans l'introduction de ce chapitre, j'ai considéré la crise fiscale comme

un présupposé de notre analyse dans la mesure où le thème a déjà été très discuté¹. Néanmoins, c'est une erreur que de supposer que cette crise se limite à un déficit public élevé, comme s'il était possible de séparer le déficit public de la discussion plus générale sur l'économie brésilienne. En réalité, la crise fiscale comporte trois dimensions : 1° une dimension de flux (le déficit public et l'épargne réduite), 2° une dimension de stock (la dette publique intérieure et extérieure) et 3° une dimension psychosociale, à savoir le manque de crédibilité de l'État défini en termes objectifs par son incapacité de financer son déficit, sinon par l'intermédiaire de titres de très court terme.

La dimension de flux de la crise fiscale est la plus communément analysée. Elle peut être mesurée de deux manières, soit par le déficit public opérationnel soit par la capacité d'épargner du secteur public (tabl. 13). La première inclut les entreprises étatiques et correspond à l'augmentation des prêts concédés au secteur public ou à l'augmentation de son besoin de financement dans son ensemble. Outre le déséquilibre financier du secteur public, elle indique un excès de la demande. Étant donné que le déficit public comporte une partie financière substantielle, le secteur privé réduit, généralement, ses

13. COMPTES DU SECTEUR PUBLIC DU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE DU PIB)
1979-1990

ANNÉE	RECETTES DES PRÉLEVEMENTS ^a	DÉPENSES EN PERSONNEL ^a	INTÉRÊTS SUR LA DETTE		ÉPARGNE PUBLIQUE ^a	DÉFICIT PUBLIC ^b
			INTÉRIEURE	EXTÉRIEURE		
1979	24,3	6,9	0,55	0,29	3,8	8,3
1980	24,2	6,2	0,74	0,36	2,2	6,7
1981	24,6	6,5	1,08	0,29	2,3	6,0
1982	26,2	7,3	1,21	1,18	1,8	7,3
1983	24,7	6,5	1,65	1,57	0,6	4,4
1984	21,6	5,6	2,05	1,83	0,8	2,7
1985	22,0	6,8	2,24	1,51	0,3	4,3
1986	24,3	7,0	1,14	1,35	1,9	3,6
1987	22,6	7,7	1,15	1,44	-1,2	5,5
1988	21,9	7,9	1,58	1,72	-2,4	4,8
1989	21,9	9,7	1,44	2,03	-5,3	6,5
1990	27,4	10,5	1,09	2,12	0,8	-1,2

a. Secteur public au sens strict.

b. Secteur public, y compris les entreprises étatiques.

Sources : IPEA, pour les quatre premières colonnes ; Banco Central do Brasil, pour les deux suivantes.

1. Les travaux originaux sur la crise fiscale de l'État au Brésil sont ceux de Werneck (1983, 1985, 1986, 1987) et de Bresser-Pereira (1987). Les travaux de Werneck sur la crise fiscale sont pionniers. Ma contribution personnelle en 1987, sous forme d'abord d'un texte – présenté dans un séminaire à Cambridge un peu moins d'un an avant que j'assume la charge de ministre des Finances (29 avril 1987) – puis du Plan de contrôle macroéconomique (Ministério da Fazenda, 1987), essaie de définir la crise fiscale de l'État comme une cause essentielle de la crise brésilienne de la décennie 1980. Le chapitre 4 correspond approximativement au texte de 1987.

investissements et finance le secteur public à des taux d'intérêt élevés. Le résultat est une demande agrégée insuffisante (Dall'Acqua, Bresser-Pereira, 1987). Le déficit public brésilien était très élevé au début des années 1980. À partir de 1983, il fut réduit par des restrictions sévères dans l'investissement public et dans les dépenses sociales. Toutefois, avec l'adoption de politiques économiques populistes durant le gouvernement Sarney, le déficit augmenta.

Il existe un second déséquilibre de flux relatif à l'incapacité financière de l'État d'épargner. L'épargne publique ne peut pas être directement comparée avec le déficit du secteur public parce que la comptabilité nationale brésilienne n'inclut pas les entreprises étatiques dans le secteur public. Cependant, ces deux mesures sont reliées. L'épargne publique passa d'environ 5 % du PIB au milieu des années 1970, à 3,8 % en 1979 et 1,2 % en 1987. Cela signifie que, durant les années 1970, le secteur public fut capable de capter l'épargne forcée et de l'investir. Au cours des années 1980, cependant, bien que l'État ait été forcé d'investir parce que responsable d'une bonne part des infrastructures productives du pays, il n'épargna plus. La seule façon de financer l'investissement public fut de recourir à des emprunts du secteur public, c'est-à-dire d'augmenter le déficit public.

Ces deux déséquilibres de flux provoquent un déséquilibre croissant des variables de stock, c'est-à-dire de la dette publique. Dans les années 1970 la dette publique était, en grande partie, extérieure. Pourtant, depuis 1979, quand les banques internationales commencèrent à restreindre le renouvellement des crédits en cours² en matière de dette extérieure et, en particulier, depuis 1982, quand elles le suspendirent, la dette intérieure commença à croître de manière explosive. La dette extérieure publique elle-même continua à augmenter, car, en raison de l'inexistence de devises, le secteur privé payait ses engagements en monnaie nationale à la Banque centrale qui vit ainsi sa dette extérieure augmenter. En 1988, avec un PIB approximativement de 320 milliards de dollars, le Brésil possédait une dette extérieure publique d'environ 100 milliards (presque 85 % de toute la dette extérieure). Additionnée à la dette de court terme du Trésor, d'un montant de 41 milliards, et à d'autres dettes intérieures, d'environ 30 milliards, le total de la dette publique s'élevait à 171 milliards de dollars, soit plus de la moitié du PIB.

Les déséquilibres de flux et de stock sont également élevés par rapport au PIB. Néanmoins, ceci n'implique pas nécessairement une crise fiscale. Pour prendre un cas extrême, l'Italie a un déficit public de près de 10 % de son PIB, mais on ne peut pas dire que l'État italien soit en faillite. On peut affirmer, tout au plus, que l'Italie vit une crise fiscale potentiellement sérieuse. Au Japon, où le déficit public passa entre la fin des années 1970 et au cours des années 1980 d'environ 6 à 2 % du PIB, une crise fiscale était hors de propos. Pourquoi

2. L'expression portugaise utilisée par l'auteur pour définir le « renouvellement de crédits en cours » est *rolagem*, de l'anglais *roll over*. Ce dernier terme est, en technique financière, également utilisé en français. (N.d.T.)

alors le secteur public au Brésil durant les années 1980 était-il insolvable, bien que cela ne soit pas le cas dans d'autres pays où les indices quantitatifs de déséquilibre fiscal étaient plus élevés ? La raison est simple : l'État dispose encore de crédit dans ces pays-là. L'État est capable d'obtenir un financement en provenance du secteur privé sur un ou deux ans dans le cas de l'Italie et jusqu'à dix ans pour le Japon, alors que l'État brésilien avait perdu pratiquement tout son crédit. Presque tout le financement intérieur avait lieu, à échéance d'une nuit, sur le marché de l'*overnight*. Dans une telle situation, il n'existe quasiment pas de différence entre le financement à travers l'émission monétaire ou la vente de titres de la Banque centrale sur le marché de l'*overnight*.

La logique perverse d'une dette beaucoup trop élevée

Au Brésil, le déséquilibre financier du secteur public prit son origine dans les politiques de promotion de la croissance adoptées au cours des années 1970. Cette stratégie était justifiée jusqu'en 1978, quand le rapport dette/exportations était proche de la limite de 2. Elle devint totalement injustifiable en 1979 et 1980, non seulement parce que la dette était très élevée, mais aussi parce que quatre chocs externes forçaient alors le Brésil à s'ajuster : 1° le second choc pétrolier qui augmenta la valeur des importations, 2° la récession aux États-Unis qui provoqua une réduction des exportations, 3° l'augmentation des taux d'intérêt nominaux en raison de l'inflation aux États-Unis et 4° l'augmentation des taux d'intérêt réels en raison de la politique d'ajustement monétariste adoptée par les États-Unis. Les deux derniers chocs augmentèrent le montant des intérêts que le Brésil devait payer à ses créanciers.

La crise de l'économie brésilienne commença en 1979, lorsque le Brésil, comme tous les pays hautement endettés, aurait dû se confronter à un vigoureux processus d'ajustement. Le second choc pétrolier, le choc des taux d'intérêt et la récession américaine étaient des indications claires que c'était le chemin à suivre. La Corée du Sud fut l'un des rares pays hautement endettés qui à ce moment-là décida de s'ajuster. Le Brésil, comme tous les autres pays latino-américains, ne le fit pas. Quand en 1981 il commença à s'ajuster après deux années de croissance accélérée, il était déjà trop tard : la dette était devenue beaucoup trop élevée pour être payée³.

La logique perverse de la dette extérieure apparaît quand la dette devient « beaucoup trop élevée ». Mais à quel instant cette transformation apparaît-elle et qu'est-ce qu'une dette « beaucoup trop élevée » ?

3. Une politique économique volontariste-populiste, adoptée par le gouvernement autoritaire de droite en 1979 et 1980, réussit à produire des taux de croissance du PIB au-dessus de 8 %, en dépit de l'augmentation de 38 à 60 milliards de dollars de la dette extérieure. Provenant de la gauche le populisme redistribue le revenu, tandis que provenant de la droite il favorise le développement volontariste. En matière de désajustements interne et externe, leurs résultats ne sont pas très différents.

Une dette devient beaucoup trop élevée du point de vue des créanciers lorsqu'ils décident de suspendre le renouvellement des crédits en cours et de financer les intérêts à payer. Au début du processus d'endettement, le pays reçoit des prêts pour financer ses dépenses réelles de consommation ou, mieux, d'investissement. Après quelque temps, néanmoins, les intérêts dus deviennent si élevés que leur financement est interrompu. En réalité, le processus d'endettement et de perte de crédit passe par des phases consécutives : premièrement, les prêts servent à financer des dépenses additionnelles ; ensuite, des dépenses additionnelles et les intérêts ; puis, le financement des intérêts uniquement et, en quatrième lieu, une partie du financement des intérêts dus sur les emprunts anciens et le financement du principal ; ensuite, les prêts financent le principal seulement ; puis, une partie du principal et, enfin, les prêts pour renouveler des crédits en cours sont définitivement suspendus.

En 1982, la suspension des prêts au Brésil faisait certainement partie d'une décision plus générale des banquiers après la défaillance du Mexique en août de la même année. Néanmoins, elle était fondée sur quelques considérations objectives qui amenèrent les banquiers à considérer que la dette brésilienne était beaucoup trop élevée. Il y a essentiellement deux paramètres. En premier lieu, il existe une règle pratique de « stock » selon laquelle le rapport entre la dette extérieure d'un pays, D_X , et ses exportations, X , ne doit jamais être supérieur à 2 (au Brésil, le rapport dette/exportations atteignit cette limite en 1979). En second lieu, il existe un raisonnement de « flux » selon lequel lorsque ce rapport est atteint, le taux d'intérêt, j , ne doit pas dépasser le taux de croissance des exportations, x' . Ainsi :

$$D_X / X < 2$$

et si

$$D_X / X > 2$$

alors

$$j < x'$$

Après la suspension des prêts de « marché », c'est-à-dire les prêts volontaires à un pays débiteur, il existe trois conditions selon lesquelles une dette devient beaucoup trop élevée du point de vue du débiteur. Fondamentalement, la dette est beaucoup trop élevée si, même après un processus raisonnable d'ajustement interne, il est toujours impossible de s'acquitter intégralement du service de la dette. Dans ce cas, pour être payés intégralement, les intérêts externes, J_X : doivent premièrement être financés par des emprunts additionnels, ce qui entraîne une augmentation de la dette totale, dD_X , et/ou, en second lieu, il faut obtenir un excédent commercial, R , assez élevé. Un excédent commercial « assez élevé » implique un transfert réel de ressources vers les pays créanciers qui, obtenu, dépend de la réduction des importations, M , et non de l'augmentation des exportations, X . La réduction des importations

est suivie par la réduction des investissements, I , et non par la réduction de la consommation. Dans cette situation, l'excédent commercial effectif, R , est supérieur à l'excédent commercial potentiel, R^* , si l'excédent potentiel est défini comme l'excédent commercial qui peut être obtenu en maintenant le niveau « nécessaire » d'investissement, I^* .

Une troisième situation où la dette est considérée comme beaucoup trop élevée correspond à celle où elle relève presque entièrement de la responsabilité de l'État, D_{XG} , alors que les recettes en provenance des exportations sont privées, X_p . Dans ce cas, la dette extérieure devient l'un des principaux motifs de la crise, même si le pays dégage un excédent commercial. Les intérêts payés sur la dette extérieure publique deviennent une cause essentielle du déficit public. Au fur et à mesure que l'augmentation de la dette extérieure n'arrive plus à financer le déficit public, celui-ci est financé par l'augmentation de la dette intérieure ou par l'émission monétaire. Il est évident que la crise fiscale et l'inflation sont les résultats d'une telle situation.

Ainsi, une dette extérieure est beaucoup trop élevée lorsque, pour payer intégralement les intérêts qui s'y réfèrent, nous avons :

$$\begin{aligned} 1^\circ D_{x_{t+1}} &> D_{xT} \\ &\text{et/ou} \\ 2^\circ R &> R^* - I < I^* \\ &\text{et/ou} \\ 3^\circ D_{XG} &\text{opposé à } X_p. \end{aligned}$$

Au Brésil, au cours des années 1980, les trois conditions étaient présentes. Nous prenons comme base l'année 1980, bien que ce soit à la fin de cette année que le processus d'ajustement, en raison de la crise de la dette, commença au Brésil. Dès lors, 1° la dette extérieure totale doubla pratiquement ; 2° le taux d'investissement chuta en pourcentage de 5 points en dessous du niveau antérieur et 3° la dette extérieure publique, qui représentait 68 % de la dette extérieure totale en 1979, s'éleva pour atteindre 87 % en 1991, tandis que les exportations et l'excédent commercial continuaient presque entièrement à être privés.

Le déséquilibre de stock conduit au déséquilibre de flux

Nous débutons cette section en raisonnant selon la ligne des modèles conventionnels ou des manuels de stabilisation. Nous supposons qu'entre 1970 et 1975 les variables macroéconomiques brésiliennes étaient équilibrées, c'est-à-dire que la demande agrégée était égale à l'offre agrégée, de telle manière que :

$$I + G + X = S + T + M$$

avec G pour les dépenses publiques, y compris les dépenses des entreprises étatiques, S pour l'épargne privée et T pour les recettes publiques (prélèvements obligatoires et recettes des entreprises étatiques). Ce bel équilibre, dans lequel les intérêts ne sont pas pris en compte, était complété par un équilibre dans chacun des secteurs :

$$\begin{array}{l} \text{privé} \\ I = S \\ \text{public} \\ G = T \\ \text{et du commerce extérieur} \\ X = M. \end{array}$$

L'endettement extérieur au cours des années 1970 rompit ces trois équilibres. L'endettement extérieur du secteur public était synonyme de déficit public ($G > T$), avec comme contrepartie un déficit commercial ($X < M$) financé par l'épargne extérieure, S_X . Selon la théorie économique standard ou des manuels sur l'ajustement – partout si mal utilisée par les décideurs politiques –, le présupposé est que le secteur privé reste équilibré. Pendant la période de stabilisation (1981-1983), on donna la priorité à l'ajustement du secteur public.

À l'extérieur, les objectifs principaux de l'ajustement étaient de produire un équilibre au niveau des comptes courants et, à l'intérieur, d'éliminer le déficit public, E . Les deux objectifs devaient être atteints simultanément.

En réduisant et, enfin, en éliminant le déficit public, le pays atteindrait alors l'équilibre des comptes courants :

$$\begin{array}{l} E = G + J_X - T = 0 \\ \text{et alors} \\ M + J_X = X \end{array}$$

avec M qui maintenant exclut explicitement les intérêts et J_X les intérêts nets payés sur la dette extérieure.

Nous avons déjà vu que la réduction perverse du déficit public fut réalisée à travers la réduction des investissements du secteur public. Même pour un gouvernement autoritaire la réduction des dépenses publiques courantes est toujours très difficile. La réduction des salaires des fonctionnaires publics et de ceux des employés des entreprises étatiques a permis d'atteindre quelques résultats. Après la fin du régime autoritaire, le gouvernement démocratique qui assumait le pouvoir en 1985 ne fut pas capable de maintenir cette réduction des salaires et le déficit public augmenta à nouveau⁴. Au début de 1984,

4. Entre 1980 et 1984, les dépenses de personnel du gouvernement baissèrent de 6,18 à 5,59% du PIB. En 1988 elles étaient en hausse et représentaient 7,8% du PIB. Il est intéressant de noter qu'une part considérable de cette réduction provenait d'une diminution au niveau des municipalités et des États, dont la part

l'objectif le plus important pour les créanciers – à savoir l'équilibre des comptes courants – fut presque atteint.

Il est intéressant d'observer que contrairement aux modèles conventionnels d'ajustement, l'équilibre des comptes courants n'a pas entraîné l'équilibre budgétaire. En d'autres termes, la persistance d'un énorme déficit public était compatible avec un excédent commercial substantiel et un équilibre des comptes courants.

L'explication de ce phénomène est simple. Les modèles d'ajustement macroéconomiques conventionnels sont simplement des « modèles de flux ». Ils ne prennent en considération que les principaux flux d'une économie. Ceci est une approche raisonnable quand le stock de la dette est modeste, particulièrement en ce qui concerne la dette publique et la dette extérieure qui peuvent largement se superposer comme au Brésil. Mais quand ce stock est trop grand, les modèles conventionnels ne fonctionnent tout simplement pas. Outre un modèle de flux, un « modèle de stock » est nécessaire, ou bien un modèle de flux qui prenne en considération le stock de la dette. Les déséquilibres de l'économie ne sont pas seulement des déséquilibres de flux, mais aussi de stock. L'économie peut atteindre un équilibre des comptes courants mais, en fonction du volume des intérêts payés par l'État, le déficit public peut rester élevé.

Dans ces circonstances, l'équation macroéconomique fondamentale devra être réécrite pour rendre explicite les intérêts payés par l'État sur sa dette extérieure, J_{GX} (en considérant que la dette soit intégralement étatisée et qu'il n'y ait pas de dette intérieure) à gauche et les intérêts payés sur la dette extérieure à droite :

$$I + G + J_{GX} + X = S + T + M + J_X.$$

Dès lors, il n'est plus possible de dire que le déficit public non financier ($G > T$) est à l'origine d'une demande excessive et cause du déficit public ($X < M$). La balance commerciale ainsi que les comptes publics non financiers peuvent être équilibrés, mais le pays peut encore avoir un déficit des comptes courants ($X < M + J_X$). La relation causale la plus probable est, en outre, opposée à celle des modèles conventionnels. Conséquence du paiement des intérêts y compris les intérêts payés par l'État, le déficit des comptes courants est responsable du déficit public global. Le déficit public ne conduit donc pas à une demande excessive, mais il est une conséquence de l'endettement extérieur (et de l'endettement intérieur, comme nous allons le voir par la suite) de l'État.

dans les dépenses tomba de 2,71 à 2,39% du PIB entre 1980 et 1984. Cependant, avec la nouvelle Constitution de 1988, il y a une augmentation substantielle des recettes municipales et les dépenses des municipalités ont augmenté proportionnellement.

Le caractère pervers de l'ajustement

Au Brésil et dans la majorité des pays latino-américains, le processus d'ajustement ainsi décrit était pervers ou autodestructeur. Premièrement, parce que l'ajustement fut suivi par la réduction des importations, par l'augmentation des transferts de ressources réelles et par la réduction des investissements. Deuxièmement, parce qu'il s'accompagna de l'étatisation de la dette extérieure, ce qui aggrava le déséquilibre des comptes publics. Troisièmement, parce que l'augmentation des intérêts que l'État devait payer impliquait la réduction de l'épargne publique et l'augmentation du déficit public, puisque les dépenses courantes et les investissements publics devaient être maintenus à un niveau minimum. Quatrièmement, parce que les dévaluations réelles du taux de change, à côté d'une inflation en accélération, accroissaient encore plus le déficit public. Cinquièmement, comme les banques étrangères décidèrent de ne pas augmenter leurs engagements dans les pays très endettés, le déficit public causé par le paiement des intérêts sur une dette extérieure importante ne pouvait être financé que par une hausse de l'endettement intérieur ou par l'émission monétaire.

En théorie, le déficit public, E , peut être financé par l'augmentation de l'endettement public, dD_{XG} , par l'augmentation de l'endettement intérieur du secteur public, dD_{IG} , et par l'émission monétaire, dB , c'est-à-dire par l'augmentation de la base monétaire :

$$E = dD_{XG} + dD_{IG} + dB.$$

Au cours des années 1970 et au début des années 1980, ces trois sources financèrent à peu près à égalité le déficit public au Brésil. Mais avec l'apparition de la crise de la dette, le financement extérieur de l'État diminua et, finalement, disparut. L'État dut payer les intérêts sur la dette extérieure publique mais il ne pouvait plus la financer à l'extérieur. Ainsi, la seule solution était d'augmenter la dette intérieure et/ou d'émettre de la monnaie⁵. L'augmentation de la dette intérieure ne pouvait être effectuée que par l'augmentation du taux d'intérêt et/ou la réduction des échéances ; l'élévation du taux d'intérêt aggrava le déficit public. L'alternative constituée par l'émission monétaire valida le taux d'inflation courant⁶. Le caractère pervers de la suppression de l'endettement extérieur comme une source de financement du déficit public devient ainsi évident. Alors qu'un effort important, au moins rhétorique, était

5. Les économistes brésiliens s'en rendirent compte au début de 1985. Voir Arida (1985), Fraga Neto et Lara Resende (1985).

6. Sur le caractère de validation de l'offre de monnaie dans le processus inflationniste brésilien, voir Rangel (1963), Bresser-Pereira et Nakano (1983). Il est intéressant d'observer le caractère pionnier de la contribution de Rangel, réalisée sept années avant le travail très connu de Kaldor (1970).

effectué pour réduire le déficit public, la suspension du financement extérieur stimula le maintien du déficit public dans la mesure où elle facilita l'augmentation de l'endettement de l'État. En outre, l'élévation des taux d'intérêt intérieurs aggrava le déficit public, puisque les intérêts étaient principalement payés par l'État, et entraîna la réduction des échéances pour les débiteurs publics⁷.

L'épargne du secteur public et le déficit public

La diminution de l'épargne du secteur public fut une autre conséquence du fardeau représenté par des taux d'intérêt chaque fois plus élevés. L'épargne publique, S_G , est le résultat de la différence entre les recettes publiques, T , et les dépenses publiques courantes (le total des dépenses publiques, G , y compris les intérêts par souci de simplification, moins les investissements publics, I_G):

$$S_G = T - (G - I_G).$$

Ainsi, le déficit public, E , est égal à la différence entre l'épargne publique et les investissements publics :

$$E = G - T = I_G - S_G.$$

Au cours des années 1970, l'épargne publique était fortement positive au Brésil. En 1987, en raison du niveau des intérêts payés par l'État (tabl. 14), de la réduction des prélèvements obligatoires bruts et de l'augmentation des dépenses de personnel (cf. tabl. 13), l'épargne publique devint pour la première fois négative. Avec l'hyperinflation qui frappa le pays à la fin de 1989, la désépargne publique atteignit cette année là son maximum avec 5,3 % du PIB⁸.

L'épargne publique est censée financer les investissements publics. Quand elle est proche de zéro – comme c'est le cas pour un pays très endetté où une crise fiscale s'est développée –, le déficit public est égal aux investissements strictement nécessaires, ceux qui ne peuvent être abandonnés. Dans ce cas, il est possible de parler de déficit public structurel. Les investissements qui ont déjà été réduits ne sont probablement pas la cause réelle du déficit à l'inverse des intérêts, lesquels ont augmenté en raison de l'augmentation de la dette et

7. Après la récession de 1981-1983, et en conséquence de celle-ci, le déficit public ne fut pas éliminé, bien qu'il atteignit 2,7 % du PIB en 1984, soit son niveau le plus faible de la décennie (voir tabl. 13).

8. Le changement positif qui apparut en 1990 était une conséquence des mesures extraordinaires prises par le plan Collor I (mars 1990) qui comprenait l'annulation partielle de la dette publique et le gel de presque 70 % des actifs financiers existants au Brésil (voir le chapitre 13).

de l'élévation du taux d'intérêt que l'État doit payer à la suite de sa perte de crédit. Aussi longtemps que l'épargne publique sera proche de zéro, la relation déplaisante entre déficit public et investissement public est évidente.

14. INTÉRÊTS PAYÉS PAR LE SECTEUR PUBLIC AU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE DU PIB)
1983-1990

ANNÉE:	DETT:		TOTAL
	EXTÉRIEURE	INTÉRIEURE	
1983	3,70	3,01	6,71
1984	3,89	3,30	7,19
1985	4,47	3,44	7,91
1986	2,89	2,23	5,12
1987	2,62	2,17	4,79
1988	2,85	2,88	5,73
1989	3,20	2,72	5,92
1990	3,28	0,02	3,30

Source : Banco Central do Brasil.

Les investissements publics minimaux au Brésil sont relativement élevés (autour de 5 % du PIB) puisque l'État est directement responsable ou par l'intermédiaire des entreprises étatiques, de la majeure partie des investissements dans l'énergie électrique, le pétrole, les communications, le transport et la production d'acier. Puisque l'épargne est réduite à moins de zéro, principalement (mais pas seulement) en raison des intérêts payés (autour de 6 % du PIB), et puisque l'État doit investir au moins 5 % du PIB, le déficit public a dès lors un caractère « structurel », c'est-à-dire qu'il représente une forte rigidité à la baisse.

Ceci ne signifie pas qu'il soit impossible de réduire et, finalement, d'éliminer le déficit public. Cela montre simplement que, lorsque ce stade est atteint, seules des mesures héroïques comme celles adoptées en 1990 peuvent contrôler le déficit. D'un autre côté, cela met en relief que réduire le déficit public sans augmenter l'épargne publique n'a aucun sens. Comme le montrent les expériences des pays très endettés au cours des années 1980, réduire le déficit public sans récupération d'une épargne publique est possible moyennant la réduction des investissements publics, mais cela est aussi extraordinairement dommageable pour la croissance du pays. En réalité, la réduction des investissements publics n'est possible qu'à long terme, après un programme de privatisation réussi. À court terme, si l'État est responsable de l'investissement dans les secteurs cruciaux de l'économie, cette stratégie devient perverse, autodestructrice. Cette situation montre que l'élimination du déficit public est très difficile lorsque le secteur public est hautement endetté et aussi longtemps qu'il représente une partie importante de l'investissement dans l'économie.

Crise de la dette et crise fiscale

La discussion antérieure nous a donné une base très générale pour comprendre comment la crise fiscale de l'État brésilien s'est développée à partir de la crise de la dette. La croissance de la dette extérieure publique, au cours des années 1970, était une conséquence de la stratégie de croissance (le II^e Plan national de développement) fondée sur le déficit public. L'ajustement intérieur, qui eut lieu entre 1981 et 1983, fut accompagné d'une étatisation de la dette extérieure privée. Au Brésil, comme dans presque tous les pays très endettés, l'ajustement fut aussi une opportunité pour les entreprises privées qui ont pu payer leur dette en monnaie locale, transférant au secteur public la responsabilité de la dette extérieure.

Le processus d'ajustement de 1981-1983 a réduit le déficit public d'une manière peu satisfaisante, mais ne l'a pas éliminé. À l'intérieur, il a surtout accéléré la réduction de l'épargne publique tandis que l'étatisation de la dette extérieure était stimulée. La réduction du déficit public fut obtenue par la réduction des investissements et non pas par celle des dépenses courantes, ce qui aurait entraîné une augmentation de l'épargne publique. La diminution limitée des dépenses courantes, entre 1981 et 1983, fut le résultat d'une baisse des salaires et des rémunérations dans le secteur public plutôt que d'une réduction du personnel. Néanmoins, cette diminution fut compensée par l'augmentation des intérêts à payer en raison d'abord de la croissance de la dette extérieure publique et ensuite de l'existence de la dette publique intérieure qui, toutes les deux, s'accompagnèrent d'une augmentation des taux d'intérêt.

Au fur et à mesure que la dette intérieure augmentait, conséquence de l'impossibilité d'obtenir des fonds extérieurs additionnels, le taux d'intérêt sur la dette intérieure augmentait ou tendait à augmenter, tout comme le déficit public⁹. Le déficit public, réduit de manière peu recommandable durant le processus d'ajustement (restriction sévère dans les investissements publics et réduction des salaires, au lieu d'une réduction de personnel, d'une déréglementation et d'une privatisation), recommença à croître à partir de 1985 au fur et à mesure que les salaires réels du secteur public retrouvaient leur niveau précédent.

Au début la crise fiscale fut une conséquence de la crise de la dette. Chaque jour qui passait, la crise fiscale s'aggravait alors que la dette restait. Il n'y avait pratiquement plus de nouveaux emprunts extérieurs. Il était clair, pourtant, que pour surmonter la crise fiscale il fallait à la fois une réduction de la dette

9. Le taux d'intérêt n'augmenta pas nécessairement en fonction de l'allongement des échéances. En 1986, la création des lettres de change de la Banque du Brésil, d'échéances très courtes (pratiquement une journée), montrait que, avec des taux d'inflation très élevés, il n'était pas possible à l'État brésilien d'obtenir un financement à long terme, mais c'était aussi une manière de contrôler la spéculation et de réduire à presque zéro le taux d'intérêt sur les opérations du marché libre.

extérieure d'environ 50 % de sa valeur du moment et un ajustement fiscal radical. La réduction unilatérale de la dette extérieure légitimerait à l'intérieur l'ajustement fiscal, tandis que, à l'extérieur, l'élimination du déficit public légitimerait les mesures unilatérales visant la réduction de la dette extérieure que le plan Brady en 1989, bien que timidement, avait reconnue comme nécessaire.

Dette et réduction des investissements

La nécessité de payer le service d'une dette très élevée entraîne une réduction de la capacité du pays d'épargner et d'investir, une croissance du déficit public et l'inflation. De fait, le processus d'ajustement imposé par les créanciers au cours des années 1980 pour rendre plus viable le paiement des intérêts s'est révélé autodestructeur. Lorsqu'un pays excessivement endetté tente de s'ajuster, les distorsions auxquelles l'économie est confrontée sont forcément élevées.

La chute des investissements est directement reliée à la dette extérieure ou, plus précisément, à l'augmentation du transfert réel de ressources vers l'extérieur (Batista Jr. P. N., 1987 ; Dornbusch, 1989 ; Bacha, 1988)¹⁰. Dans tous les pays très endettés, et pas seulement au Brésil, au fur et à mesure que les transferts réels augmentaient, le taux d'investissement baissait. Au lieu d'investir (ou de consommer à l'intérieur), le Brésil commença à obtenir des excédents élevés en matière de transactions réelles¹¹ (tabl. 15). Les quinze pays les plus endettés, identifiés par le plan Baker en octobre 1985, ont transféré des ressources réelles vers l'extérieur en même temps qu'ils subissaient une chute des investissements et du taux de croissance du PIB, ce qui démontre une relation claire entre endettement excessif et stagnation économique. Pour ces quinze pays, le tableau 16 indique une tendance identique à celle que nous avons déjà signalée pour le Brésil : la crise fiscale représentée par le déficit public ne fut pas résolue par les efforts d'ajustement. De telle sorte que, dans tous ces pays, les ratios d'endettement continuèrent à augmenter (tabl. 16). Le déficit public ne baissa pas non plus même si, comme le FMI l'a reconnu, ces pays ont effectué un ajustement externe important entre 1981 et 1982, 1984 et 1985 dans la mesure où ils passèrent d'un déficit de 33 % de leurs exportations à un quasi-équilibre (Cline, 1988, p. 40).

10. Bacha (1988) montre que le transfert réel de ressources vers l'extérieur de l'Amérique latine fut le principal facteur responsable sur le continent de la chute du taux de formation brute de capital de 23,4 % du PIB en 1979 à 18,8 % en 1986 dans la mesure où l'épargne intérieure est restée pratiquement constante durant cette période.

11. Les transferts réels de ressources incluent la balance commerciale et les services réels sauf les intérêts.

15. COMPTES EXTÉRIEURS DU BRÉSIL 1979-1990

ANNÉE	TRANSFERTS RÉELS	COMPTE COURANT	DETTE	DETTE EXTÉRIÈRE/ EXPORTATIONS (%)
	(MILLIONS DE \$US)			
1979	-5 199,4	-10 741,6	49 904	327,4
1980	-5 774,9	-12 807,0	53 848	267,5
1981	-2 863,2	-11 734,3	61 411	263,6
1982	-2 816,1	-16 310,5	69 655	374,6
1983	4 170,6	-6 837,4	81 319	371,3
1984	11 515,7	44,8	91 091	337,3
1985	11 017,2	-241,5	95 857	373,9
1986	6 302,4	-4 476,9	101 759	454,4
1987	8 889,0	-812,0	107 514	409,9
1988	17 020,0	4 175,0	102 555	303,5
1989	14 426,0	1 564,0	99 285	288,8
1990	8 820,0	-2 347,0	96 546	307,3

Source : Banco Central do Brasil.

16. VARIABLES MACROÉCONOMIQUES DES QUINZE PAYS LES PLUS ENDETTÉS 1970-1990

ANNÉE	CROISSANCE DU PIB (%)	INVESTISSEMENT/ PIB	INFLATION (%)	DÉFICIT PUBLIC (% PIB)	SOLDE COMPTE COURANT/ EXPORTATIONS
1970-1979	5,9	24,0	31,7	-2,6	-17,0
1980	5,4	24,6	47,2	-0,8	-18,0
1981	10,1	24,0	53,7	-4,3	-30,7
1982	-0,5	21,5	55,9	-5,9	-35,8
1983	-2,7	17,4	91,6	-5,0	-11,2
1984	2,3	16,6	118,4	-3,6	-1,0
1985	3,8	17,1	121,8	-3,4	-0,2
1986	3,8	17,8	77,2	-4,8	-11,9
1987	2,5	17,1	116,2	-6,5	-6,1
1988	1,5	18,1	222,9	-51,0	-6,4
1989	-1,8	-	485,9	-4,7	-3,3
1990	-0,8	-	628,8	-0,7	-2,5

Sources : IMF (octobre 1988 et 1991)

Moins direct, mais non moins important, est le rapport entre la dette extérieure et la chute du taux d'investissement due au déséquilibre financier du secteur public. Ce déséquilibre se mesure à travers la réduction de l'épargne publique ou le déficit public opérationnel (*cf.* tabl. 13). Le taux d'investissement le plus bas est relié à une chute de l'épargne publique dans la mesure où des investissements publics croissants élèvent le déficit public mais ne diminuent pas l'épargne publique. Quand l'épargne publique devient négative, le gouvernement dispose de deux solutions par rapport aux investissements :

soit il réduit ses investissements, soit il emprunte, augmentant le déficit public. La première alternative fut adoptée en 1983 et 1984, lorsque le déficit fut réduit en grande partie par des restrictions sévères dans les investissements publics.

La réduction de l'épargne publique et l'augmentation du déficit public, ainsi que le mouvement inverse de réduction du déficit public par des restrictions dans les investissements, sont directement reliés à la dette extérieure. Le second cas est plus évident. Si un pays possède un problème de balance des paiements, il est forcé de réaliser des ajustements qui se font invariablement au détriment non seulement de la consommation, mais encore des investissements.

La macroéconomie perverse de la lutte contre l'inflation

Quand une dette extérieure élevée empêche la continuité du financement extérieur, la seule manière de financer le déficit consiste à augmenter l'endettement intérieur et/ou à recourir à l'émission monétaire.

Lorsque le secteur public est très endetté à l'intérieur comme à l'extérieur, la macroéconomie perverse de l'ajustement conduit à son tour l'économie à l'inflation. La dette extérieure contractée au cours des années 1970 fut la cause essentielle de la crise fiscale des années 1980, laquelle fut aggravée par le populisme de la seconde moitié des années 1980. La dette extérieure tout comme la crise fiscale étaient à leur tour à l'origine de l'accélération des taux d'inflation durant les années 1980.

Avec l'accélération de l'inflation, celle-ci devient chaque fois plus rigide à la baisse dans la mesure où les agents économiques prennent de plus en plus conscience de l'inflation. Les facteurs qui entretiennent l'inflation, à savoir l'indexation formelle et informelle de l'économie, assument une importance croissante et donnent naissance à une inflation de type autonome, ou inertielle. Des niveaux élevés d'inflation conduisent à leur tour à un déficit public plus important, à la réduction du taux d'investissement et à la réduction de l'efficacité du capital accumulé. Nous allons brièvement examiner ces trois facteurs : l'accélération de l'inflation, son autonomisation ou l'acquisition d'une inertie et ses conséquences perverses. Mais précisons d'abord quelques éléments à propos de la théorie de l'inflation inertielle ou autonome¹².

Selon la théorie de l'inflation inertielle ou autonome, le taux d'inflation, p' , est défini comme l'addition : 1^o d'une inflation passée, $p' \text{ }^{It-1}$ (avec l'exposant I représentant les différents indices utilisés par les agents économiques pour mesurer l'inflation passée), 2^o de l'action des chocs exogènes sur

12. Pour une présentation générale de cette théorie, y compris un bilan de ses principales contributions initiales, voir Bresser-Pereira et Nakano (1987).

l'offre, G^Z (avec l'exposant Z représentant les nombreuses possibilités des chocs sur l'offre) et 3° de l'action des chocs exogènes sur la demande, u (avec u représentant le taux de chômage de la courbe de Phillips) :

$$p' = ap'^{t-1} + bu + cG^Z$$

avec a , b et c des coefficients dont la somme est égale à 1 et, dans la plupart des cas, b et c peuvent être nuls.

Dans ce modèle, l'entretien d'un niveau d'inflation est défini par l'indexation des prix en fonction de l'inflation passée, alors que son accélération peut s'expliquer : 1° par un changement endogène des indices utilisés par les agents économiques au fur et à mesure qu'ils perçoivent que le taux d'inflation courant est beaucoup trop élevé de telle sorte que l'indice utilisé pour corriger leur prix ne les protège plus dans le conflit distributif, 2° par une pression exogène (au modèle) de la demande manifestée par la réduction du taux de chômage et 3° par un choc exogène (à ce modèle spécifique) sur l'offre causé par l'exercice d'un certain type de pouvoir sur les prix (pouvoir de l'État, de la force de travail ou monopole des entreprises).

Cette accélération endogène de l'inflation inertielle ou autonome est importante parce qu'elle montre clairement qu'il est impossible d'obtenir des taux d'inflation élevés qui soient en même temps stables, comme nous le croyions lorsque nous formulions, au début des années 1980, la théorie de l'inflation inertielle. Des taux d'inflation élevés sont toujours des taux d'inflation en accélération¹³. Malgré son nom, l'inflation inertielle est toujours conditionnée par un processus lent d'accélération. Le mécanisme endogène d'accélération de l'inflation autonome se fonde sur la tendance des agents économiques à changer d'indices au fur et à mesure qu'ils sentent que l'inflation est plus élevée et plus menaçante pour leur part du revenu. J'appelle ce mécanisme endogène parce qu'il est fondé sur la définition de l'inflation inertielle ou autonome : l'inflation présente est déterminée par l'inflation passée. Dans la réalité, cependant, ce mécanisme n'entre en action que combiné avec des facteurs « exogènes » (ainsi appelés parce que ces facteurs ne sont pas fondés sur l'inflation passée) d'accélération de l'inflation. Dans un premier temps, alors que l'inflation autonome est encore considérée comme relativement faible, les agents économiques définissent « l'inflation passée » comme un coût supplémentaire. Dans un deuxième temps, comme le taux d'inflation est perçu comme plus élevé – et qu'il l'est de fait en raison de chocs exogènes –, « l'inflation passée » qui est définie comme l'indice adopté par les agents économiques devient le véritable taux d'inflation. Dans un troisième temps,

13. En réalité, le terme « inertielle » n'est pas le meilleur pour définir cette inflation élevée et chronique. Dans nos premiers travaux sur ce thème (ceux de Nakano et les miens), nous utilisons l'expression inflation « autonome ».

quand le taux d'inflation s'accélère à nouveau en raison de chocs exogènes, les agents économiques ont tendance à définir leurs indices sur la base d'augmentations de prix supérieures au taux d'inflation de quelques secteurs importants. Chaque changement d'indice représente une accélération endogène de l'inflation autonome.

Dans ce chapitre, outre le mécanisme strictement endogène (par rapport au modèle) d'accélération de l'inflation, tous les facteurs analysés reliant l'accélération de l'inflation à l'augmentation de la dette publique, extérieure et intérieure, et à l'augmentation du déficit public sont aussi, au sens large, des facteurs endogènes d'accélération de l'inflation¹⁴.

Au cours des années 1970, le taux d'inflation annuel moyen au Brésil était de 40 %. Son accélération porta l'inflation à 100 % en 1979, niveau qu'elle conserva jusqu'à la fin de 1982, ce qui coïncida avec l'émergence de la crise de la dette (tabl. 17). Cette crise commença en fait en 1979 avec le second choc pétrolier, l'augmentation des taux d'intérêt nominaux et réels et la récession aux États-Unis. Durant cette période, les principaux chocs sur

17. MONNAIE ET INFLATION AU BRÉSIL
(EN POURCENTAGE)
1979-1990

ANNÉE:	INFLATION		BASE MONÉTAIRE	M1	M4	DETTE INTÉRIEURE ^c
	(INPC ^a)	(IGP-DI ^b)				
1979	70,7	77,2	84,4	73,6	65,1	26,4
1980	99,7	110,2	56,9	70,2	69,1	55,2
1981	93,5	95,2	67,2	87,6	140,5	137,8
1982	100,3	99,7	100,4	66,6	110,7	126,7
1983	178,0	211,0	79,8	97,4	150,5	95,7
1984	209,1	223,8	264,1	201,8	292,7	457,3
1985	239,0	235,1	257,3	304,3	303,9	387,0
1986	58,6	65,0	293,5	306,8	94,8	39,0
1987	396,0	415,8	181,5	127,4		
1988	994,3	1 037,6	622,3	570,3	928,1	1 118,9
1989	1 863,6	1 782,9	1 754,1	1 384,2	1 743,1	2 068,6
1990	1 585,2	1 476,6	2 304,2	2 335,7	683,2	934,6
Total cumulé ^d	10 963	14 089	8 087	4 986	7 355	13 477

a. Indice national des prix à la consommation.

b. Indice général des prix – disponibilité intérieure.

c. La dette intérieure représente les obligations et les titres fédéraux en dehors de la Banque centrale.

d. Facteur multiplicatif, plutôt qu'en pourcentage.

Sources : Banco Central do Brasil (mars 1989, décembre 1991) ; *Boletim do Banco Central* (vol. 20, avril 1984).

14. Pour une analyse de l'accélération endogène de l'inflation fondée sur une approche d'anticipation rationnelle (bien que non monétariste), voir Kandir (1988, p. 170) : « L'anticipation des prix exerce un rôle fondamental qui, en situation de fragilité financière du secteur public, devient dominant dans le processus d'accélération inflationniste. »

l'offre sont la maxi-dévaluation du cruzeiro en 1979, l'augmentation des taux d'intérêt intérieurs, une nouvelle politique salariale et l'augmentation de certains prix publics pour corriger les prix relatifs (« inflation correctrice »).

En 1983, l'inflation atteint 200 % et restera à ce niveau jusqu'à la fin de 1985. Le principal facteur d'accélération fut à nouveau une maxi-dévaluation du cruzeiro directement reliée à la crise de la dette. Les prix agricoles jouèrent aussi un rôle dans l'augmentation générale des prix.

Les profondes récessions de 1981 et 1983 n'ont pas été capables de contrôler l'inflation. En 1981 l'inflation resta à son niveau antérieur de 100 %, en 1983 elle passa à 200 % (tabl. 17). La première récession entraîna un groupe d'économistes de la Fondation Getúlio Vargas à São Paulo et de l'université catholique à Rio de Janeiro, à formuler la théorie de l'inflation inertielle ; la seconde récession les poussa à proposer un gel des prix appelé « solution héroïque pour contrôler l'inflation » (Bresser-Pereira, Nakano, 1984) et connu plus tard sous le nom de « choc hétérodoxe » (Lopes F., 1984a). Le plan Cruzado de février 1986 fut le résultat de cette proposition théorique. Son échec ultérieur est plutôt le résultat de son administration populiste que de sa conception originelle ¹⁵.

Comme le plan Bresser (juin 1987) et le plan Verão (janvier 1989), ce plan fut incapable de neutraliser l'inflation inertielle. En tant que plan d'urgence, adopté pour faire face à la crise aiguë du plan Cruzado, le plan Bresser n'avait pas pour objectif d'éliminer l'inflation, alors que les deux autres plans visaient clairement la réduction de l'inflation à un taux similaire à celui des pays de l'OCDE. Les travaux sur l'échec du plan Cruzado augmentent continuellement. À une époque, il était habituel de dire que le plan Cruzado avait échoué parce qu'il avait été incapable de combiner des mesures hétérodoxes et orthodoxes. Partant de ce présupposé, le plan Verão tenta d'adopter une politique monétaire orthodoxe, fixant le taux d'intérêt réel à un niveau très élevé, mais il échoua également. En réalité, les plans Cruzado et Verão se terminèrent par une crise économique et financière aiguë qui s'explique pour le premier par sa mise en œuvre populiste et pour le second par sa conception exclusivement monétariste, fondée sur l'élévation brutale du taux d'intérêt.

Non contrôlée, l'inflation est non seulement la conséquence mais encore la cause de la crise fiscale et, de manière plus générale, de la crise économique. L'effet Olivera-Tanzi, caractérisé par la réduction des recettes de l'État à mesure que l'inflation s'accélère, est une cause fondamentale du déficit public. Des taux d'inflation élevés, conjointement avec le déficit public

15. En même temps que Nakano, Lopes et moi-même propositions le gel des prix avec des tables de conversion, Arida et Lara Resende, qui participaient à l'élaboration du plan Cruzado, proposaient une alternative novatrice : la neutralisation de l'inflation inertielle par le moyen d'un indice unique. Toutefois cette alternative était difficile à comprendre, à tel point qu'elle ne fut utilisée qu'en 1994 avec le plan Real et après l'échec de plusieurs tentatives de gel.

et l'importance de la dette publique intérieure, font que les agents économiques n'ont plus confiance dans l'indexation de la dette intérieure. Pour continuer à financer l'État, ils exigent des taux d'intérêt plus élevés qui impliquent un déficit public plus important. Avec le Plan Verão, quand la perte de confiance parmi les agents économiques devint évidente aboutissant à la perte de crédit de l'État, ce cercle vicieux fut aggravé par la décision du gouvernement de promouvoir la désindexation de la dette intérieure en même temps que de fixer le taux d'intérêt à un niveau artificiellement élevé.

Le financement du déficit public : endettement intérieur et seignuriage

Dans une économie avec des taux d'inflation élevés et des sources extérieures de financement asséchées, le financement du déficit public nominal (les besoins nominaux de financement du secteur public), E_p (avec p qui représente l'indice des prix), ajouté à l'augmentation des réserves extérieures, dV , est atteint par l'augmentation de la base monétaire, dB , et l'augmentation de la dette intérieure, dD_{IG} :

$$E_p + dV = dB + dD_{IG}.$$

La question est maintenant de savoir comment ce processus de financement se répartit entre l'augmentation de la base monétaire et l'augmentation de l'endettement intérieur. Selon la vision monétariste, l'augmentation de l'endettement intérieur serait une variable indépendante. La limite à l'endettement intérieur serait le processus d'éviction causé par l'augmentation des taux d'intérêt sur les titres du Trésor. Le résidu non couvert par le placement des titres serait financé par le seignuriage, c'est-à-dire par l'augmentation de la base monétaire. Comme ce résidu tend à être élevé, en raison du caractère intrinsèquement populiste des gouvernements des pays latino-américains, l'inflation tend à être élevée et à s'accélérer.

La théorie néostructuraliste de l'inflation inertielle revendique la position inverse. Il n'existe pas nécessairement une limite à l'endettement intérieur si l'économie est marquée par le chômage et une surcapacité et si les entreprises privées, bien qu'elles disposent de liquidités, ne souhaitent pas investir au-delà du strict nécessaire pour maintenir leur part de marché. C'est le cas au Brésil sauf à l'époque du plan Cruzado. En fait, l'endettement intérieur est la variable résiduelle alors que la croissance nominale de la base monétaire est déterminée de manière endogène par la demande de monnaie.

Dans ce modèle, la demande réelle de monnaie, dB/p , est une fonction décroissante du taux d'inflation : plus le taux d'inflation est élevé, plus la demande réelle de monnaie est faible (et plus la vitesse de circulation de

la monnaie sera élevée). Par conséquent, la demande nominale de monnaie croît moins en proportion que le produit intérieur brut nominal, Y_p . La demande réelle de monnaie est une fonction décroissante du taux d'inflation et la demande nominale de monnaie est une fonction décroissante du revenu nominal parce que, avec l'accélération de l'inflation, les agents économiques réduisent leur préférence pour la monnaie, la démonétisation apparaît. Ces relations peuvent s'exprimer par les équations de demande de monnaie de Cagan (1956) :

$$\begin{aligned} dB / p &= (aY_p / p)e^{-bp'} \\ dB / Y_p &= ae^{-bp'} \end{aligned}$$

avec a le coefficient représentant la part de monnaie dans le PIB quand le taux d'inflation est nul, b le coefficient d'élasticité négative de la demande de monnaie par rapport au taux d'inflation et, e la base du logarithme népérien ¹⁶.

L'augmentation de la demande nominale de monnaie définit l'augmentation nécessaire de la base monétaire. Étant donné le taux d'inflation autonome, la base monétaire nominale augmente nécessairement alors que la base monétaire réelle diminue (tabl. 18). Si l'offre nominale de monnaie n'augmente pas comme le requiert l'augmentation de l'inflation, ce qui est reflété par l'augmentation nominale du PIB, une crise de liquidités se

18. MONNAIE ET DETTE INTÉRIEURE AU BRÉSIL 1979-1990

ANNÉE	BASE MONÉTAIRE		DETTE INTÉRIEURE ^b	
	SOLDE ^a	(% DU PIB)	SOLDE ^a	(% DU PIB)
1979	0,3	4,7	0,4	6,4
1980	0,5	4,1	0,5	3,9
1981	0,8	3,2	1,3	7,3
1982	1,9	3,1	3,4	7,8
1983	3,5	1,9	6,6	5,2
1984	12,7	2,0	19,1	8,4
1985	45,5	2,0	128,9	11,3
1986	179,0	4,4	354,9	8,9
1987	504,0	2,3	2 293,0	10,6
1988	3 637,0	1,5	25 575,0	10,4
1989	67 436,0	1,4	615 004,0	12,9
1990	1 621 271,0	2,2	1 886 793,0	2,6

a. Solde au 30 juin (en millions de cruzeiros).

b. La dette intérieure représente les obligations et les titres fédéraux en dehors de la Banque centrale.

Sources : Banco Central do Brasil (mars 1991, décembre 1991 : *Relatório anual*, 1983, 1985, 1987).

16. Ces équations furent à l'origine développées dans le travail classique de Cagan (1956) sur l'hyperinflation. Toutefois, il n'en conclut pas que l'offre de monnaie avait un caractère essentiellement endogène.

développera. Ainsi, lorsque l'augmentation nécessaire de la base monétaire est donnée, la différence entre cette augmentation et le déficit public nominal plus la variation des réserves extérieures déterminera l'augmentation résiduelle de l'endettement intérieur.

Selon ce point de vue, la tentative de contrôler l'inflation inertielle par la politique monétaire semble autodestructrice. Non seulement parce que l'offre de monnaie est endogène et diminue déjà en termes réels à mesure que l'inflation s'accélère (tabl. 18), mais encore parce qu'une politique monétaire active aurait l'effet pervers d'aggraver le déséquilibre fiscal. Nous savons qu'une politique monétaire active signifie essentiellement d'augmenter le taux d'intérêt. Au Brésil, comme dans tous les pays où l'inflation autonome existe, c'est l'État qui est le principal débiteur et non pas le secteur privé. C'est l'État qui paie les intérêts. Lorsque ceux-ci augmentent, le déficit public et la dette intérieure augmentent.

Si le taux d'intérêt réel est plus élevé que le taux de croissance du PIB (ce qui arrive très facilement puisque l'économie stagne) et si le paiement de ces intérêts doit être financé par l'augmentation de l'endettement intérieur, la dette intérieure augmentera de telle sorte que les agents économiques développeront des anticipations négatives en ce qui concerne son paiement futur. Durant les deux premiers mois du plan Verão, lorsque le gouvernement brésilien décida d'augmenter les taux d'intérêt réels à des niveaux très élevés, la perte de confiance dans le gouvernement et la perte du crédit de l'État qui suivirent ont atteint leur point culminant. La fuite de capitaux et le déficit public augmentèrent et l'imminence d'une hyperinflation était évidente.

Le seigneurage, ou l'émission de monnaie, est la variable indépendante pour financer le déficit public. C'est pourquoi il constitue une source décroissante de revenu pour l'État tant que la base monétaire réelle et l'impôt inflationniste (la dévaluation des soldes liquides) diminuent avec l'accélération de l'inflation. Les ressources réelles obtenues par le secteur public par l'émission monétaire (l'impôt inflationniste, $p'M/p$) correspondent à la différence entre le seigneurage réel (l'augmentation de la base monétaire en termes réels, dM/p) et la variation de la base monétaire réelle, $d(M/p)$ ¹⁷ :

$$p'M/p = dM/p - d(M/p).$$

La base monétaire, qui était d'environ 5 % du PIB à la fin des années 1970 n'était pas supérieur à 1 % du PIB en 1988 (tabl. 18). Ainsi, la réduction de la base monétaire, $d(M/p)$, était de plus en plus accentuée. Inversement, la

17. Le taux d'inflation, p' , peut aussi s'exprimer par dp/p . Si le seigneurage réel est défini par dM/p , nous avons alors :

$$\begin{aligned} dM/p &= (dM/M)(M/p) = d(M/p) + p'M/p \\ \Leftrightarrow p'M/p &= dM/p - d(M/p). \end{aligned}$$

Voir l'application de ces concepts à l'économie brésilienne dans Cardoso, E. (1988) et Dall'Acqua (1989).

dette intérieure tend à croître par rapport au PIB (tabl. 18). La réduction de la base monétaire réelle est certainement un facteur de l'inefficacité de la politique monétaire, mais c'est aussi une source possible d'hyperinflation. Avec l'accélération de l'inflation, l'émission monétaire (ou seigneurage) doit continuellement augmenter par rapport à la base monétaire existante de manière à financer un même déficit public, c'est-à-dire de manière à collecter un même impôt inflationniste. La part du déficit financée par l'endettement intérieur doit devenir de plus en plus grande. Si, un moment donné, les agents économiques perdent confiance et arrêtent de financer l'État, l'hyperinflation apparaît nécessairement¹⁸.

La paralysie de l'État

L'inflation joua un rôle décisif dans la crise économique globale de l'économie brésilienne des années 1980 qui était marquée par la stagnation économique. Mais, avant d'examiner la logique perverse de la stagnation, il nous faut comprendre la paralysie de l'État en matière de réformes structurelles. La crise fiscale et son effet le plus pervers, à savoir l'accélération de l'inflation, eurent pour conséquence la paralysie de l'État en ce qui concerne la mise en place d'une politique économique de long terme. Or, pour les pays les moins développés, il n'y a rien de plus important qu'une stratégie globale de développement.

La crise économique profonde des années 1980 au Brésil était un signe clair que la vieille stratégie de développement économique était épuisée. La crise fiscale est une indication de l'épuisement du modèle de l'État au Brésil.

Cette crise montrait également que, outre le modèle de l'État, le modèle de la société brésilienne était épuisé. Celle-ci se caractérise par un degré très élevé de concentration du revenu. Quand le pays était en développement rapide, la concentration du revenu n'était pas un problème majeur. Mais, dès que le développement s'est arrêté, la concentration du revenu est devenue l'une des sources principales d'un conflit social continu et chaque fois plus grave. Conflit qui est à la base du déficit public et de l'accélération de l'inflation.

Les trois stratégies de base de l'État brésilien dans la promotion de l'industrialisation furent : 1° la protection commerciale de l'industrie, 2° les subventions aux entreprises privées et 3° les investissements directs de l'État dans les services publics et dans l'industrie d'intrants de base (énergie électrique, pétrole, acier, communications, chemins de fer). Les changements imposés par la crise sont nécessairement tournés vers : 1° l'élimination des

18. Cependant, nous n'en concluons pas la thèse extravagante qu'il y aurait un « taux d'inflation optimum » qui maximiserait pour le gouvernement le seigneurage. Pour nous, c'est un pur non-sens.

subventions de manière à combattre le déficit public, 2° la libéralisation du commerce de manière à stimuler la compétitivité internationale et 3° la privatisation qui aidera à résoudre la crise financière de l'État¹⁹.

Étant donné sa taille continentale, l'ouverture commerciale du Brésil sera nécessairement limitée en comparaison avec des pays plus petits, mais elle sera néanmoins un point essentiel de toute politique industrielle future. Les entreprises étatiques ont joué un rôle décisif durant la première phase de l'industrialisation mais actuellement alors que l'efficacité est devenue cruciale et que l'État a un besoin urgent de ressources financières pour équilibrer ses comptes, la privatisation est une solution naturelle.

Il existe un consensus croissant par rapport aux réformes qui ont débuté à la fin des années 1980, mais la difficulté de leur application a mis en évidence la paralysie de l'État en temps de crise fiscale grave. Une crise fiscale signifie que l'État ne dispose plus de ressources pour financer de nouvelles politiques économiques ; les décideurs politiques n'ont pas non plus le temps ou la tranquillité pour formuler et mettre en œuvre de nouvelles stratégies. Si l'on ajoute à la crise fiscale la crise sociale qui découle de la concentration excessive du revenu, la conséquence est une crise de légitimité qui menace de manière permanente le système politique et aggrave la paralysie de l'État.

La logique perverse de la stagnation

Nous disposons à présent de tous les éléments pour définir la logique macroéconomique perverse de la stagnation dans un pays très endetté dans lequel une crise fiscale s'est développée et où l'inflation a atteint des niveaux inimaginables, au seuil de l'hyperinflation. Ce fut le cas du Brésil au cours des années 1980.

Une dette extérieure trop élevée pour être payée – c'est-à-dire incompatible avec la croissance et la stabilisation des prix – entraîne à la fois un transfert de ressources réelles (excédent de la balance commerciale, y compris les services) et la disparition de l'épargne extérieure (déficit du compte courant) qui réduit directement le taux d'investissement global (public et privé) et, par conséquent, l'investissement public.

L'augmentation de la dette extérieure publique, au fur et à mesure que la dette extérieure privée est transférée à l'État, et l'augmentation des intérêts payés par l'État provoquent une crise fiscale. Cette crise s'aggrave quand le déficit public ne peut plus être financé par l'emprunt extérieur et doit être

19. Il est important de noter qu'Ignácio Rangel, éminent économiste brésilien qui aida à formuler la stratégie d'industrialisation par l'intermédiaire de la protection et de l'investissement direct de l'État, défend dans la postface de la troisième édition de *A inflação brasileira* (1978) la privatisation des services publics de manière à promouvoir les investissements nécessaires dans ce domaine.

financé par l'augmentation de la dette intérieure et par l'émission monétaire. L'augmentation de la dette intérieure entraîne une augmentation des taux d'intérêt intérieurs et, par conséquent, une croissance encore plus forte du déficit public. L'émission monétaire valide le taux d'inflation courant.

Les taux d'inflation élevés tendent à devenir inertiels ou autonomes, ce qui signifie qu'ils sont rigides à la baisse. Ils ont un mécanisme d'accélération endogène et sont sujets à des chocs exogènes de la demande et de l'offre. Par conséquent, l'inflation tend à être chaque fois plus importante.

Des taux d'inflation élevés et une dette intérieure croissante avec des échéances chaque fois plus rapprochées conduisent les agents économiques à craindre l'effondrement financier de l'État et provoquent la fuite de capitaux²⁰. Tous ces facteurs ont évidemment un effet dépressif sur le taux d'investissement, lequel a déjà baissé avec le transfert de ressources réelles, la disparition de l'épargne extérieure et la réduction de l'épargne publique.

Finalement, les nouveaux investissements et le stock de capital existant perdent de l'efficacité, ce qui peut se voir par la croissance du rapport capital/produit qui au Brésil fut important même lorsqu'il est calculé à prix constants²¹. À prix courants, la croissance du rapport capital/produit est plus grande parce que les prix des biens de production, importés et produits à l'intérieur, augmentent en termes relatifs. À prix constants, alors que la variation des prix relatifs est neutralisée, le rapport capital/produit augmente également. Cela ne devrait pas être le cas puisque les investissements au cours des années 1980 avaient tendance à être moins intensifs en capital que durant les années 1970, lorsque fut lancé le II^e Plan national de développement. Le taux d'inflation est probablement la meilleure explication de cette baisse de l'efficacité du capital au cours des années 1980.

Il était courant de dire que l'économie brésilienne était habituée à l'inflation et que l'indexation neutralisait la majeure partie de ses maux. Ce n'était plus vrai lorsque l'inflation était autour de 40 à 50 % par an, et complètement faux quand l'inflation n'était plus calculée sur une base annuelle mais mensuelle avec des taux de 10, 20 ou 30 % par mois. Ce type d'inflation désorganise l'économie, rend le calcul économique chaque fois plus difficile,

20. Les données sur la fuite de capitaux sont imprécises. Cependant selon les estimations réalisées sur le marché financier brésilien, la fuite de capitaux qui était d'environ 1 milliard de dollars des États-Unis dans les années 1970, augmenta à près de 3 milliards en 1983 lorsque la crise de la dette devint évidente, doubla en 1988 et en 1989 était supérieure à 10 milliards. Selon le *World Financial Markets* (décembre 1988), la fuite cumulée d'actifs du Brésil était respectivement de 6, 8 et 31 milliards de dollars en 1980, 1982 et 1987. À partir d'un niveau relativement faible, la fuite de capitaux au Brésil augmenta plus rapidement qu'au Mexique, par exemple, où elle était respectivement de 19, 44 et 84 milliards de dollars. En 1980, la fuite de capitaux était plus de 3 fois supérieure au Mexique qu'au Brésil, alors qu'en 1987 elle l'était de 2,7 fois. Dans les deux pays, la relation entre la fuite de capitaux et la crise intérieure qui suivit la crise de la dette est assez claire.

21. Le rapport capital/produit, qui était d'environ 3 au cours des années 1970, était en moyenne de 5,5 durant les années 1980 en prenant le taux d'investissement à prix constants.

stimule la spéculation et conduit les agents économiques à passer la majeure partie de leur temps à essayer de gagner, ou tout au moins de ne pas perdre en raison de l'inflation. Les nouveaux investissements ne sont pas nécessairement moins efficaces, mais le rapport marginal capital/produit augmente parce que le stock de capital existant devient inutilisé. Il perd de l'efficacité au fur et à mesure que l'économie est désorganisée par l'inflation et que dans les entreprises un nombre croissant de personnes sont beaucoup plus préoccupées par l'inflation que par la production. En fait, ce qui augmente c'est le rapport total capital/produit, mais celui-ci ne peut pas être mesuré.

Un nouveau mode de financement des investissements

Outre la réduction du poids de la dette extérieure et du dépassement de la crise fiscale, il était déjà clair à la fin des années 1980 que pour surmonter cette crise économique, il fallait trouver un nouveau mode d'accumulation du capital ou, en d'autres termes, un nouveau schéma de financement des investissements au Brésil. J'ai discuté cette question dans le chapitre précédent, mais il convient de la résumer ici.

Nous pouvons définir le mode de financement en termes de sources d'épargne :

$$I = S_p + S_G + S_X$$

avec I l'investissement total et S_p , S_G et S_X l'épargne respectivement privée, publique et extérieure.

Le mode de financement de l'investissement a subi de profondes transformations au Brésil. Avant les années 1970, l'épargne extérieure était négligeable. L'épargne se partageait grosso modo entre les secteurs public et privé :

$$I_{\text{années 1950 et 1960}} = 0,5 S_p + 0,4 S_G + 0,1 S_X.$$

Au cours des années 1970, avec la croissance de l'épargne privée et les énormes déficits du compte courant financés par l'endettement extérieur, apparaît « le modèle à trois pieds ». L'État continue à être un acteur important dans le processus d'accumulation, mais l'épargne publique commence à diminuer. Nous avons alors, de manière très approximative :

$$I_{\text{années 1970}} = 0,5 S_p + 0,3 S_G + 0,2 S_X.$$

Devenant résiduelles, l'épargne publique tout comme l'épargne extérieure disparaissent pratiquement pendant les années 1980. L'épargne publique est encore positive parce que l'épargne des entreprises étatiques est encore

positive. Néanmoins, la source d'épargne pour le financement des investissements est presque exclusivement d'origine privée :

$$I_{\text{années 1980}} = 0,8 S_p + 0,1 S_G + 0,1 S_X.$$

Le mode de financement des investissements des années 1980 était très nettement insatisfaisant. Il n'est pas possible qu'une si faible responsabilité en la matière soit laissée aux secteurs public et extérieur. En ce qui concerne le secteur public, nous avons déjà vu qu'il continuait à être responsable de près du tiers de l'ensemble des investissements (5 à 6 % du PIB).

L'un des objectifs de la réduction de la dette extérieure, de l'ajustement fiscal intérieur et des réformes structurelles doit être la modification de ce mode de financement des investissements. Ce sera le défi des années 1990. Les années 1980 ont représenté une décennie perdue pour le Brésil. Mais dans la mesure où d'une part nous comprenons maintenant la logique de la relation entre dette, déficit, inflation et stagnation beaucoup mieux qu'il y a cinq ou dix ans et que, de l'autre, nous avons été capable d'identifier les effets maléfiques produits aussi bien par le populisme que par l'orthodoxie néolibérale, nous pouvons raisonnablement espérer sortir de ce cercle vicieux.