

L'ENGRENAJE
**DE LA DETTE INTÉRIEURE
BRÉSILIENNE**

N° 97 - 3^e trimestre 1990

O.R.S.T.O.M. Fonds Documentaire

N° : 31242 ex 1 Catherine AUBERTIN *
Christine RIFFLART **

Cote : B

M

PÉROU

de la fuite en avant à la marche vers l'abîme ?
heriberto flores

le parcours difficile de la communauté japonaise
isabelle lausent-herrera

BRÉSIL

la dette intérieure
catherine aubertin, christine riffart

le plan collor
alain zantman

VENEZUELA

crise économique et ajustement
carlos quenan

CHILI

défis économiques
ricardo ffrench-davis

Dès sa prise de pouvoir, en mars 1990, le gouvernement Collor annonce le gel sur 18 mois des titres du Trésor national qui constituent l'essentiel de sa dette auprès des agents brésiliens.

Cet article se propose de retracer la mise en place des rouages qui ont conduit à la formation de la dette intérieure, supérieure à la fameuse dette extérieure, et à un système de financement des dépenses publiques qui a fortifié l'inflation tout en évitant la totale désorganisation de l'économie. Cette étude permet d'aborder les principaux thèmes économiques brésiliens et de rendre compte des comportements sociaux liés à l'autonomisation de la dette.

Le plan Collor a provoqué une immense surprise, aussi bien auprès de l'ensemble des citoyens brésiliens qu'auprès des politiciens et des analystes économiques. Contrairement aux six plans d'assainissement de l'économie brésilienne qui se sont succédé depuis 1986, le débat sur l'hétérodoxie ou l'orthodoxie des mesures a perdu de sa pertinence devant l'audace politique de la principale décision : la suspension de la dette intérieure du gouvernement par le gel sur 18 mois de plus de 100 milliards de dollars en possession des agents brésiliens sous forme de bons du Trésor, de livrets d'épargne ou de dépôts à vue.

On attendait bien du nouveau gouvernement, dont la mise en place fait suite à l'élection de Fernando Collor en mars 1990, des mesures énergiques, mais le problème de la dette intérieure était occulté par celui de la dette extérieure. Avec ses négociations internationales, véritables parties de poker et de cache-cache, et avec ses subtils montages financiers destinés à prolonger l'illusion d'une possible solution technique, l'endettement vis-à-vis des banques étrangères monopolisait l'attention des observateurs et nourrissait la vie politique et économique du Brésil.

* Économiste, chercheur à l'ORSTOM.

** Économiste, chercheur associé à l'ORSTOM. Cette recherche a été réalisée à Brasilia dans le cadre des accords ORSTOM/CNPq.

Le gonflement de la dette intérieure, composée à 60 % de titres aux mains du public qui s'échangent chaque jour, s'est effectué dans une relative indifférence. Si les montants de ces deux dettes sont désormais du même ordre de grandeur, leurs problématiques sont différentes. Il ne s'agit plus de dénoncer l'impérialisme qui contraint les pays en voie de développement à la récession et de présenter le Brésil comme une victime, ou encore d'élaborer des modèles destinés à évaluer les conséquences des plans d'ajustement structurel, il s'agit d'étudier le mode de gestion des finances publiques dans ses liaisons avec les principaux éléments de la vie économique et sociale brésilienne.

Les mécanismes de l'endettement public auprès des agents brésiliens constituent des facteurs déterminants pour comprendre la dette extérieure, la récente accélération du taux d'inflation au-delà des explications liées aux tensions sur l'offre et au conflit de répartition des revenus, et la démonétisation de l'économie... Et, comme ces termes macro-économiques ont également une face sociale et politique, les phénomènes dont ils prétendent rendre compte nous conduisent aux comportements quotidiens face à l'inflation — adaptation, protection, lutte — de la part des institutions, mais aussi de la population, et aux conditions du maintien du statu quo social. Ce sont les origines et les conséquences de la dette intérieure que nous étudierons ici.

Dans une première partie, nous ne pourrons éviter le préliminaire d'une interrogation sur la nature des problèmes méthodologiques qui obscurcissent la présentation et l'interprétation des comptes publics. Puis, nous retracerons la mise en place des rouages qui ont conduit à l'autonomisation de la dette intérieure et à un système de financement des dépenses publiques qui a fortifié l'inflation tout en la contrôlant, évitant ainsi la totale désorganisation de l'économie. Dans une troisième partie, nous montrerons les mécanismes, techniques et sociaux, qui ont permis de supporter une inflation annuelle à 4 chiffres. Enfin, en guise de conclusion, nous reprendrons les grands thèmes économiques liés à l'analyse de la dette intérieure.

Problèmes méthodologiques ou artifices soigneusement entretenus ?

L'utilisation des comptes brésiliens est démesurément complexe : la signification des indicateurs reste souvent floue, les données sont contradictoires, leur présentation est changeante et leur divulgation irrégulière. Avant de se hasarder à toute interprétation, il convient de cerner les outils, concepts et hypothèses les plus fréquemment rencontrés. Cette démarche méthodologique renvoie rapidement à trois grands problèmes, plus politiques que techniques : le choix de l'unité de référence (unités de compte et indices), la multiplicité des définitions et l'existence de comptes parallèles.

On connaît le problème de l'unité de compte : comment tenir des comptes en monnaie nationale avec une dévaluation quasi quotidienne et une inflation

mensuelle à 2 chiffres ? L'actualisation selon les indications de l'IBGE (1) ou la transformation en dollars des cruzeiros, cruzados, nouveaux cruzados et nouveaux cruzeiros ne sont que des estimations. Il faudrait se mettre d'accord sur un indice d'inflation satisfaisant parmi la dizaine calculée par divers organismes, car le gouvernement, s'il respecte l'autonomie de l'IBGE, jongle avec l'indice officiel en modifiant son mode de calcul pour les besoins de sa politique. Ainsi depuis 1987, l'IPC, indice officiel des prix à la consommation, est calculé sur la période qui va du 15 du mois précédent au 15 du mois de l'indice, sous-estimant fortement l'inflation du mois légal : il s'agissait de ne pas prendre en compte les 15 jours précédant le gel des prix du plan Bresser. Par exemple, le taux d'indexation retenu pour le mois de juin est annoncé officiellement le 30 juin, il dépend en fait de l'inflation observée entre le 15 mai et le 15 juin. Ce taux sert de base à la réévaluation des salaires payés à la fin du mois de juillet et à l'ajustement du rendement de l'*overnight* (2) de juin. Lors de chaque négociation salariale, se pose le problème de savoir si la réévaluation doit reconstituer le pouvoir d'achat du début ou du milieu de la période. Cette question est loin d'être dérisoire dans un contexte d'accélération de l'inflation. Ces décalages temporels entre l'application des différents mécanismes d'indexation et l'inflation influent largement sur la répartition des revenus. Quant à l'indice des prix actuellement adopté, il porte sur les biens consommés par les familles dont le revenu est inférieur ou égal à 5 salaires minimum. Sortent ainsi du panier de la ménagère la majorité des biens durables et importés.

Il faut aussi bien définir ce que la presse présente comme étant le taux de l'*overnight*. La plupart du temps, il ne s'agit pas du taux de rémunération mensuel, mais d'un taux défini chaque jour par la Banque centrale comme s'il s'appliquait à un placement mensuel, alors qu'il varie quotidiennement, ne s'applique que pour les placements au jour le jour et seulement sur la vingtaine de jours ouvrables du mois, ce qui diminue le rendement annoncé. Le taux de l'*overnight* « significatif » est le taux ajusté à la fin de chaque mois selon les résultats officiels de l'inflation.

La conversion en dollars, quant à elle, se heurte au choix du dollar de référence. Dollar officiel, « dollar-tourisme » et dollar parallèle suivent des destinées divergentes au gré des politiques monétaires et des spéculations conjoncturelles très importantes en période d'incertitude politique.

Un deuxième problème réside dans la définition des différents concepts touchant aux comptes publics. Le déficit budgétaire regroupe le solde entre recettes et dépenses définitives du Trésor, dont la charge de la dette publique sur la période. On se doit de distinguer la dette fédérale de la dette totale qui comprend les dettes des États, municipales et entreprises publiques. Dans de nombreuses publications, on trouve des séries qui traitent du concept primaire, du concept opérationnel ou du concept nominal. Par un artifice comptable — les déséquilibres sont assumés hors budget — le déficit est nul selon le concept primaire qui exclut la charge des intérêts. Le concept opérationnel est celui

(1) Institut brésilien de géographie et de statistiques, organisme d'État chargé des statistiques, des analyses sociales et économiques et des recensements.

(2) Marché des titres au jour le jour dont le cours est devenu un des indices économiques de référence.

retenu par le FMI pour la présentation du besoin de financement du secteur public. Il prend en compte l'ensemble des ressources et dépenses définitives du secteur public ainsi que les paiements effectués au titre des charges de la dette aux mains du public (« correction monétaire » et intérêts) sur la période en cours. Ne sont donc pas comptabilisées dans cet indicateur les charges de la dette du Trésor vis-à-vis des autorités monétaires (Banque centrale), ni la « correction monétaire » sur l'encours total de la dette existante. L'hypothèse sous-jacente est que la mesure du besoin de financement serait indépendante de l'inflation, facteur extérieur à la structure d'un déficit résultant du solde des dépenses et des recettes. Le déficit opérationnel ignore ces opérations d'écriture comptable qui ne se traduisent pas par une sortie de fonds, alors que le déficit nominal prend en compte la « correction monétaire » sur l'ensemble de la dette aux mains du public, encours et service. Les chiffres n'ont alors rien à voir entre eux : pour 1989, le concept opérationnel aboutit à un ratio besoin de financement/PIB de 12,4 %, le concept nominal à 73 % (tableau 4). La confusion qu'engendrent ces deux concepts est-elle vraiment déterminante ?

Dercio Munhoz souligne qu'au lieu de gloser sur les avantages et les inconvénients des concepts utilisés, il serait plus opportun de s'interroger sur la représentativité des données sur lesquelles ils portent. Il calcule qu'en 1986, le déficit opérationnel était de 3,5 % du PIB, alors que la même année, la seule augmentation de la dette gérée par la Banque centrale, c'est-à-dire hors budget, ne rentrant pas dans le calcul officiel de la dette, atteignait 7,5 % du PIB ! (Munhoz, 1987). Car le problème le plus lourd de conséquences pour la compréhension du phénomène et qui tourne vite au casse-tête est celui de la multiplication des comptes. La difficulté commence avec la volonté même des pouvoirs publics de permettre la tenue de doubles comptes. On peut évoquer les comptes croisés des multiples entreprises publiques, des municipales, des États et de la Fédération, mais c'est surtout la nébuleuse répartition des responsabilités entre le Trésor, la Banque centrale et la Banque du Brésil qui jette un voile opaque sur la tenue des finances publiques. Par exemple, la Banque du Brésil est une banque commerciale et de développement qui ne devrait jouer aucun rôle monétaire. Pourtant, depuis 1965, un compte spécial entre Banque centrale et Banque du Brésil permet d'accorder des subventions à de larges secteurs économiques pour une part significative du PIB sans apparaître pour autant au budget de l'État. Nous verrons plus loin comment la loi complémentaire n° 12 de 1971 supprime l'obligation d'intégrer les dépenses liées au service de la dette dans le Budget. Plus tard, cette opacité des comptes sera soigneusement entretenue pour les besoins des négociations avec le FMI... Le compte spécial entre Banque centrale et Banque du Brésil n'est supprimé qu'en 1986 et ce n'est que suite à la promulgation de la nouvelle Constitution que le projet de loi de finances pour 1990 intègre enfin l'amortissement et les charges de la dette intérieure dans les dépenses du Trésor. Le service de la dette passe ainsi de 3,8 % à 45,9 % du PIB (Gouvernement brésilien, 1989).

Émergence de la dette publique intérieure

Ce n'est que six mois après la publication des comptes de la Banque centrale du Brésil au 31 mars 1989 que l'opinion publique brésilienne a pris connaissance d'un phénomène auquel la presse et le monde politique accordaient jusqu'ici peu d'écho : la croissance incontrôlée de la dette publique intérieure. Le montant de la colossale dette extérieure qui fait couler tant d'encre et offre tant de prétextes aux discours politiques était devenu inférieur à celui de l'endettement public auprès des agents brésiliens. A la fin de l'année, les chiffres étaient respectivement de 87,7 milliards de dollars contre 100,8.

Si la dette extérieure ne perd pas de son actualité — la période électorale et le dernier moratoire l'ont confirmé —, le problème de la dette intérieure apparaît de plus en plus ouvertement. En raison de la forte contention de la demande intérieure, le Brésil parvient à dégager d'importants excédents commerciaux (environ 13 milliards de dollars par an depuis 1984). Grâce à ses ressources, augmentées des réserves de change, il est à même de rembourser sinon le principal, du moins largement les intérêts. Le montant de la dette extérieure est désormais en diminution et son poids sur la plupart des agrégats économiques se fait plus léger. Le ratio dette extérieure/PIB est passé de 35,5 % en 1984 à 30,1 % en 1988, et il est de 28,9 % en 1989.

TABLEAU 1. — DETTE TOTALE NETTE DU SECTEUR PUBLIC BRÉSILIEN

	Dettes intérieure	Dettes extérieure	Dettes intérieure	Dettes extérieure
	(a) (en milliards de dollars)	(b)	(a) (en % du PIB)	(b)
1982	38,5	47,0	20,7	25,3
1983	34,8	60,0	18,8	32,4
1984	42,3	72,0	20,8	35,5
1985	49,1	77,0	21,5	33,8
1986	58,4	84,0	23,4	33,6
1987	60,5	92,0	22,5	34,2
1988	68,6	84,3	24,5	30,1
1989	100,8	87,7	33,2	28,9

(a) Crédits au système financier déduits.

(b) Dette à moyen et long termes, réserves internationales déduites.

Source : Relatório do Banco Central do Brasil, 1989.

Pendant ce temps, le déficit budgétaire explose. Début 1990, son montant représente une fois et demi la totalité des recettes ! La situation est difficilement tenable car le déficit budgétaire est essentiellement financé par l'émission de titres qui constituent la dette intérieure. Cela coûte cher : plus de la moitié des dépenses de l'État est consacrée au paiement des intérêts de cette dette.

Pour comprendre comment on est parvenu à de tels chiffres, il faut retracer l'histoire du déficit public brésilien et de son mode de financement.

1964-1973 : mise en place des outils destinés à financer le déficit et début des problèmes

L'arrivée des militaires au pouvoir en 1964 s'accompagne de profondes réformes économiques et sociales. Sur le plan financier, deux grandes mesures viennent transformer le paysage :

— tout d'abord, l'établissement du principe de « correction monétaire », en vue de lutter contre l'érosion du pouvoir d'achat de la monnaie liée à une inflation de plus en plus vive. L'indexation s'applique au domaine fiscal, loyers et tarifs publics en général, marché des capitaux, taux de change et salaires ;

— ensuite, la création du premier instrument de captation de l'épargne volontaire destiné à financer les dépenses excédentaires du Trésor national : l'Obligation réajustable du Trésor national (ORTN). Il s'agit d'un titre de long terme, portant un intérêt réel fixé à l'avance, et corrigé *a posteriori*, c'est-à-dire sur la base de l'inflation passée, observée. Avant sa création, le déficit public chronique était essentiellement financé par l'émission monétaire.

Cet aménagement du système financier brésilien se poursuit en 1970 avec la création d'un nouveau titre, de court terme, la Lettre du Trésor national (LTN). Innovation importante puisqu'elle marque les prémices de la politique d'*open-market* au Brésil. Titre à « correction monétaire » pré-fixée, la LTN offre un revenu majoré en début de contrat, de l'inflation future, anticipée.

Ces deux titres sont les premiers d'une série qui va tendre, au fil des années, vers une plus grande liquidité, une meilleure protection contre l'inflation et une confusion croissante quant à leur fonction respective.

Dans le contexte du « miracle » économique des années 1968-1973, ORTN et LTN placées auprès du public remportent un véritable succès et drainent dès 1970, presque la moitié de l'épargne nationale.

Si cette évolution facilite l'endettement public intérieur, la mesure déterminante dans l'emballlement de la dette est la promulgation de la loi complémentaire n° 12 de 1971. Avec cette loi, l'obligation d'intégrer les dépenses liées au service de la dette dans le Budget disparaît. Désormais, la Banque centrale a toute liberté d'action pour couvrir le service de la dette et certaines dépenses sans que l'origine des sources de financement (émission monétaire ou vente de titres publics) apparaisse dans les circuits officiels. Les comptes du Trésor sont ainsi toujours équilibrés et le pouvoir législatif perd progressivement le contrôle de la gestion de la dette intérieure.

L'accroissement de la dette publique ne dépend pas seulement des mécanismes nationaux. A la fin des années 60, la déréglementation et la privatisation du système financier international, puis la surliquidité du marché due au recyclage des pétrodollars de l'après-1973 conduisent à une situation où les emprunts internationaux sont amplement facilités.

TABLEAU 2. — CARACTÉRISTIQUES DES TITRES DE LA DETTE PUBLIQUE

Nom	Dates de création et d'extinction	Terme	Rendement	Objectif
ORTN	16 avril 1964 28 février 1986	Long terme	Correction post-fixée + taux d'intérêt de 6 à 8 %/an	Financement déficit public
LTN	29 janvier 1970 1986	De 35 à 182 jours	Correction pré-fixée + décote lors de la vente	Politique monétaire
OTN	26 décembre 1985 16 février 1989	Mêmes caractéristiques que l'ORTN sauf revenu pré-fixé		
LBC	15 mai 1986 Décembre 1987	1 an maximum	au jour le jour	Politique monétaire, utilisée au financement déficit public
LFT	25 novembre 1987	Négociable à tout moment, officiellement de 60 à 365 j	Valeur de rachat + taux quotid. LFT de référence	Politique monétaire + financement déficit public
BTN	Janvier 1989	Ce n'est pas un titre		Indexateur prix conso. Référence au taux de l'overnight

Source : à partir de *Materia titulos de renda fixa*, ABAMEC-DF.

Jusqu'au premier choc pétrolier, la croissance de l'endettement extérieur brésilien résulte en grande partie des mesures d'incitation du gouvernement à l'internationalisation du financement de l'activité économique, et de la reconstitution des réserves internationales. Ces ressources servent également à financer le déficit public intérieur. Une fois converties en monnaie locale, elles sont orientées vers l'achat des titres du Trésor, émis pour couvrir les dépenses excédentaires. Les pressions sur la base monétaire sont compensées par des mesures de politique monétaire restrictive, notamment par l'instauration des dépôts obligatoires. Si les institutions financières sont libres d'effectuer des transactions en monnaie étrangère, les emprunteurs privés, autorisés à s'endetter directement à l'étranger, sont tenus d'effectuer des dépôts obligatoires allant jusqu'à 40 % (octobre 1973) de la somme empruntée. Cette mesure destinée officiellement à contrôler l'expansion monétaire, permet à la Banque centrale de profiter doublement de cette manne venue de l'étranger et ce, à un coût nettement inférieur.

Le paradoxe auquel est confrontée la Banque centrale apparaît donc très tôt. Responsable de la politique de contrôle monétaire et de la gestion de la dette publique intérieure, elle doit à la fois geler des liquidités excédentaires sur

le marché et, en même temps, faire face aux besoins de liquidités du Trésor national.

1974-1980 : stimulation de l'endettement extérieur et accentuation des problèmes

Les grands travaux brésiliens liés au II^e Plan national de développement (restructuration de l'appareil productif et mise en œuvre de projets monumentaux) sont financés par des emprunts directs auprès des banques étrangères. Mais la conjoncture, encore favorable jusqu'en 1977-1978, se dégrade peu à peu. L'accès aux prêts étrangers devient plus difficile et le coût des emprunts en termes réels très onéreux. Pourtant, pendant toute cette période, le Brésil s'engage à fond dans cette politique de fuite en avant. Entre 1974 et 1980, la dette extérieure brute à moyen et long termes passe de 17,2 à 53,8 milliards de dollars.

Simultanément, les taux d'intérêt internes brésiliens sont relevés. En renchérissant le prix du crédit, les autorités contraignent les entreprises, privées et surtout publiques, à rechercher des ressources à l'extérieur. Par ailleurs, comme il n'est plus possible d'imposer des dépôts obligatoires sans décourager les emprunteurs, dès 1977, l'État déclare assumer le risque de change (la dévaluation de 1979 déprécie le cruzado de 30 % par rapport au dollar) et pousse les entreprises endettées à rembourser leurs dettes auprès de la Banque centrale. Commence ainsi le processus d'étatisation de la dette privée extérieure.

En favorisant l'entrée de ressources externes à un niveau supérieur à celui requis pour équilibrer la balance courante, les autorités monétaires créent en même temps les conditions d'un engrenage financier. L'excès de liquidités oblige les autorités à mener une politique d'*open market* et ce, à un taux d'intérêt d'autant plus élevé que les agents brésiliens ne veulent acheter de titres publics que si ceux-ci sont protégés de l'érosion monétaire, résultant d'une inflation avoisinant 40 % en moyenne annuelle sur la période (tableau 3). La dette publique intérieure gonfle et son coût devient de plus en plus lourd. Le cercle vicieux est établi : par sa politique de stimulation à l'endettement extérieur, le gouvernement favorise l'entrée de liquidités qu'il doit ensuite capter à un coût élevé puisqu'aligné sur celui dissuasif des emprunts nationaux. La spéculation financière est ainsi encouragée et s'amplifie. Les transactions sur la LTN, initialement limitées aux banques pour équilibrer leur position de réserve, sont désormais ouvertes sur le marché secondaire aux entreprises publiques et privées puis à certains particuliers. La liquidité du titre croît, la LTN devient progressivement une quasi-monnaie.

Simultanément, la montée des taux d'intérêt fragilise certains secteurs de l'économie (agriculture, secteur exportateur, petites et moyennes entreprises) qu'il faut soutenir par des subventions de toutes sortes. C'est à ce moment que vont être pleinement utilisées les facilités offertes par le compte spécial entre Banque centrale et Banque du Brésil. Ce compte *movimento* créé en 1965 permet à la Banque du Brésil de financer automatiquement, sans souci d'équili-

bre de caisse et surtout sans inscription au Budget, les politiques de soutien agricole (prix minimum, blé, plan pro-alcool, soutien aux exportations). Alors qu'en 1973, les subventions représentaient 3 % du PIB et 31,9 % des recettes fiscales, ils passent en 1980 respectivement à 7,6 % et 99,2 %. Ces subventions, directement financées par des titres publics émis sans contrôle budgétaire, concourent au gonflement de la dette intérieure (Belluzo, 1987).

La dette publique intérieure saute d'une moyenne de 6 % du PIB à 9,9 %. Prise dans cette conjoncture, la politique monétaire et notamment de l'*open market* parvient de plus en plus difficilement à faire face à l'expansion de la masse monétaire et à s'adapter aux besoins croissants de liquidités dus aux grandes restructurations industrielles en cours.

1981-1988 : Politique d'ajustement, spirale inflationniste et emballement de la dette intérieure

Avec la crise financière internationale qui éclate en 1982 et l'arrêt des nouveaux prêts bancaires, le sens du transfert de ressources financières nettes entre le Brésil et les créanciers externes se renverse. D'importateur de capitaux, le Brésil devient exportateur. Ce même si la Banque centrale, qui mène désormais les négociations de restructuration de la dette en tant que principal débiteur du pays, ne rembourse pas le principal et conserve une grande partie de l'argent frais prêté pour rembourser les intérêts (Aubertin, 1988). Les opérations de *relending* (ou crédits permanents) fonctionnent pour la plupart à son seul profit. Dercio Munhoz (Munhoz, 1987) estime à 30 milliards de dollars la part de la dette effectivement remboursée par les débiteurs privés d'origine et confisquée par la Banque centrale pour financer le Trésor.

Une partie des dépenses publiques est ainsi assurée par captation autoritaire des remboursements des emprunts extérieurs privés. Cela ne suffit pas et la dette intérieure continue de croître. La rupture des crédits accordés lors des négociations internationales pousse la Banque centrale à émettre et à vendre des titres publics pour financer le service de la dette extérieure qui est lui-même alourdi par la montée des taux d'intérêt et les dévaluations du cruzeiro. Il ne faut pas oublier qu'une partie de cette charge existe parce que la Banque centrale a confisqué le capital et l'a utilisé à d'autres fins, dont on trouve rarement trace dans les documents officiels.

Dès 1980, la crise de l'endettement extérieur contraint les autorités brésiliennes à adopter des plans d'ajustement qui favorisent les exportations a), préconisent le réajustement du taux de change par des dévaluations b), et s'appuient sur une baisse de l'activité économique c). Pour réduire la demande, on met en place une série de mesures, dont le contrôle des salaires, la diminution des dépenses publiques et le maintien de taux d'intérêt élevé d). Sur tous ces points, la contradiction explose (Riffart, 1989).

a) Dans un contexte de suspension des entrées nettes de capitaux, l'État qui a la charge de rembourser le service de la dette extérieure, est contraint de

recourir à l'épargne interne. La captation de cette épargne, par création de titres publics et donc par l'accroissement de l'endettement public interne, tend à internaliser une partie de la dette externe.

A partir de 1988, l'ajustement de l'économie est tel que l'excédent commercial est supérieur au paiement des intérêts de la dette. Ce surplus, déposé à la Banque centrale et converti en monnaie nationale, est à l'origine d'une création monétaire, d'origine externe, qui risque d'amplifier des tensions inflationnistes déjà aiguës. Il convient de les stériliser par la vente de titres publics, par l'endettement interne. Le dégageant de l'excédent commercial pour rembourser les charges de la dette extérieure a donc comme revers un gonflement de la dette publique, nécessaire pour éviter les pressions inflationnistes trop fortes qu'une expansion incontrôlée de la masse monétaire risquerait de susciter.

b) Les maxi-dévaluations de 1979 et 1983, si elles favorisent le développement des exportations, renchérissement le coût de la dette extérieure exprimée en monnaie locale. Il faut alors recourir à l'endettement public intérieur pour honorer les engagements. C'est le cercle infernal : la dette nourrit la dette.

c) La baisse des recettes fiscales résultant de la contraction de l'activité économique exige que l'État trouve d'autres sources de financement des dépenses publiques : la source la plus souple est l'émission, hors budget, de titres publics. Alors que pendant la décennie 70, l'accroissement annuel de la dette publique fédérale correspondait à 30 % environ des recettes fiscales, le chiffre passe à 100 % dès 1981, il atteint les 200 % en 1984. En 1989, il est onze fois supérieur (tableau 3) !

TABLEAU 3. — QUELQUES INDICATIONS SUR LA DETTE PUBLIQUE FÉDÉRALE ET INFLATION

	DPF milliers NCz\$	Titres de la DPF du public	DPF aux mains de la Banque centrale	Accr. ann. de la DPF/ recettes fiscales	Glissement annuel de l'IGP
1977	241	84,8 %	15,2 %	35,7 %	38,8 %
1978	358	87,8 %	12,2 %	33,6 %	40,8 %
1979	522	76,3 %	23,7 %	32,1 %	77,2 %
1980	848	73,2 %	26,8 %	26,8 %	110,2 %
1981	3 088	70,3 %	29,7 %	99,0 %	95,2 %
1982	7 863	61,9 %	38,1 %	103,4 %	99,7 %
1983	25 437	37,4 %	62,6 %	155,0 %	211,0 %
1984	90 277	58,8 %	41,2 %	191,9 %	233,8 %
1985	402 733	64,2 %	35,8 %	232,4 %	235,1 %
1986	1 107 497	32,4 %	67,6 %	178,9 %	65,0 %
1987	5 511 608	41,6 %	58,4 %	366,3 %	415,8 %
1988	56 295 586	56,0 %	44,0 %	613,2 %	1 037,6 %
1989	1 366 877 000	51,7 %	48,3 %	1 164,0 %	1 782,9 %

Source : R. Shoji, Carta de conjuntura do CORECON/DF, janvier-février 1989 ; Programa Economico, Banco Central do Brasil, mars 1990 ; *Conjuntura Economica*, mai 1990.

d) La politique de hausse des taux d'intérêt destinée à réduire la demande a au moins l'avantage pour les investisseurs financiers de rendre les titres de la dette publique plus attractifs. Ce faisant, elle alourdit davantage la charge de la dette.

Pour illustrer l'engrenage financier de la dette du secteur public, il n'est qu'à observer l'évolution des besoins de financement du secteur public selon les concepts opérationnel et nominal. Entre 1981 et 1984, le besoin de financement opérationnel du secteur public passe de 6 % à 2,7 % du PIB, témoignant de la « réussite » des politiques orthodoxes à cet égard. Sur la même période, le besoin de financement nominal passe de 12,7 % à 23,3 % du PIB. Si la première rupture entre l'évolution des deux grandeurs se situait en 1983, date d'accélération de l'inflation, dès 1988, on assiste à une déconnexion totale : 48,5 % du PIB pour le nominal contre 4,3 % pour l'opérationnel. La différence entre les deux étant égale à la « correction monétaire » de l'encours de la dette, une fois déduits les intérêts et la correction déjà payés.

TABLEAU 4. — BESOINS DE FINANCEMENT DU SECTEUR PUBLIC (BFSP) (en % du PIB)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
BFSP opérationnel	6,0	7,0	4,4	2,7	4,3	3,6	5,5	4,3	12,4
BFSP nominal	12,7	16,7	21,2	23,3	28,0	11,0	31,4	48,5	73,0

Source : Programa Economico, Banco Central do Brasil, différentes années.

L'envolée de ce « déficit monétaire » s'explique par l'autonomisation croissante de la dette publique intérieure. Indexée sur une inflation de plus en plus forte, la dette exige de plus en plus d'argent pour s'autofinancer, et ce quotidiennement. Ce processus, à la limite du supportable fin 1989, provient de plusieurs phénomènes : ceux décrits précédemment et ceux liés aux techniques de gestion de la dette elle-même.

Indexation et liquidification des titres de la dette publique intérieure

Au cours des années 70, les rachats de plus en plus fréquents de LTN par la Banque centrale, rendus nécessaires par l'accélération de l'inflation et le calcul d'indexation (il s'agit d'un titre à correction pré-fixée) augmentent la liquidité de la LTN, et s'étendent rapidement à l'ORTN, titre de long terme, donc mal adapté à une hausse accélérée des prix. A la fin de la décennie, la LTN est devenue une quasi-monnaie, et l'ORTN offre tous les avantages qu'une institution financière peut espérer : intérêt réel élevé, bonne protection contre l'infla-

tion, relative liquidité en cas de brutale accélération des prix. Toujours est-il que la durée de vie des titres se réduit avec la croissance du taux d'inflation.

Le choc hétérodoxe du plan Cruzado de 1986, destiné à créer les conditions d'une croissance non inflationniste, s'appuie sur un blocage général des prix. L'ORTN, dont la valeur est gelée de mars 1986 à février 1987, devient un titre à revenu pré-fixé, l'OTN, au coût relativement cher pour le gouvernement. La difficulté d'écouler les LTN et OTN, titres pré-fixés, de long terme, auprès du public (tableau 5) contraint la Banque centrale à acheter en masse les titres de la dette publique. Dès 1984, la LTN a quasiment disparu et, avec elle, les derniers indices de politique d'*open market*. En 1986, 67,6 % des titres publics fédéraux sont dans le portefeuille de la Banque centrale (tableau 3).

Avec la création du nouveau titre de court terme, la LBC, en mai 1986, la Banque centrale prend officiellement en charge le financement du déficit du Trésor. Créée initialement pour geler l'excès de liquidités, la LBC est rapidement utilisée pour financer le déficit public à un coût inférieur. La reprise de l'inflation a rendu caduque toute tentative du gouvernement pour financer le déficit par des titres de long terme. Les risques sont trop grands pour les acheteurs (3) et la prime de risque trop élevée pour le gouvernement. Résultat, en décembre 1987, 71,3 % des titres publics fédéraux aux mains du public sont concentrés sur la LBC.

TABLEAU 5. — COMPOSITION DES AVOIRS FINANCIERS AUX MAINS DU PUBLIC
(en millions de NCz\$)

Année	Avoirs monétaires M1	Avoirs non monétaires						M1/ Total avoires financiers
		Dépôts d'épargne	Titres publics fédéraux				Autres	
				OTN	LTN/BTN	LBC		
Déc. 1977	0,3	0,2	0,0	47,9 %	52,1 %		0,2	0,43
Déc. 1978	0,5	0,3	0,0	47,9 %	52,1 %		0,3	0,44
Déc. 1979	0,9	0,5	0,4	59,1 %	40,9 %		0,7	0,36
Déc. 1980	1,4	1,0	0,6	72,2 %	27,8 %		1,0	0,35
Déc. 1981	2,8	2,5	2,2	63,6 %	36,4 %		2,5	0,28
Déc. 1982	4,6	5,6	4,8	86,5 %	14,6 %		6,2	0,22
Déc. 1983	9,2	18,0	9,5	96,3 %	3,9 %		16,9	0,17
Déc. 1984	28	62	53	95,8 %	4,1 %		57	0,14
Déc. 1985	112	218	259	96,6 %	3,4 %		215	0,14
Déc. 1986	455	330	359	41,4 %	2,2 %	56,4 %	400	0,29
Déc. 1987	1 036	2 210	2 293	26,9 %	1,8 %	71,3 %	1 434	0,15
Déc. 1988	6 958	25 960	31 527	31,5 %			68,5 % 15 174	0,09
Déc. 1989	105 956	311 130	706 623	0,1 %	2,0 %		97,9 % 289 258	0,07

Source : L. Goldenstein, Mercado Financeiro, FUNDAP, novembre 1988 ; R. Shoji, Carta de Conjuntura do CORECON/DF, janvier-février 1989 ; Programa Economico, Banco Central do Brasil, mars 1990.

(3) D'autant que les banques peuvent acheter jusqu'à 15 fois, 30 fois en 1989, la valeur de leur patrimoine en titres. Elles sont donc très vulnérables.

Le fort dérapage de la politique financière a lieu en 1987, 1988. La dette intérieure nette du secteur public atteint 68,6 milliards de dollars, soit 25 % du PIB cette dernière année. Cette progression est liée à l'évolution de la dette publique fédérale, dont l'accroissement annuel est 3,5 fois supérieur aux recettes fiscales en 1987, 6 fois en 1988 et plus de 11 fois en 1989.

Depuis 1988, face à l'engrenage financier auquel sont confrontées les autorités, l'inflation demeure un moyen efficace de faire face à la dette du secteur public. La politique de « surenchère » sur les taux d'intérêt nominaux (« correction monétaire » et rendement réel) illustrée par l'évolution du marché de l'*overnight* et la très forte liquidité des titres proposés permettent de financer quotidiennement la dette. Le coût réel de cette politique, nécessairement positif pour éviter les placements sur d'autres marchés, est immédiatement annulé par la hausse des prix. Par le seul jeu d'un léger décalage temporel, l'inflation permet de brûler le coût réel de la dette à la charge des autorités. Ce jeu est d'autant plus intéressant que les avoirs monétaires sont très sensibles à l'évolution des prix. En 1984, alors que l'inflation mesurée par l'IGP (indice général des prix) atteint 430 %, le ratio M1/total des actifs financiers est égal à 14 %. L'année du plan Cruzado, l'IGP chute à 65 %, les avoirs monétaires représentent 30 % des actifs totaux. Enfin, en 1988 et 1989, avec une inflation atteignant 1 037 % et 1 783 %, la monnaie ne représente plus que 9 % et 7 % respectivement (tableau 5). Simultanément, les titres de la dette publique, dont 98 % sont placés sur la LFT, titre de très court terme créé en 1988, captent directement 50 % de ces actifs ! En période d'inflation élevée, la démonétisation de l'économie est extrême. La vitesse de circulation de la monnaie est donc à la mesure de la liquidité des titres et des intérêts qu'ils proposent.

Mesuré à prix constant, le coût de la dette publique interne (paiements des intérêts) est multiplié par 7 entre janvier 1989 et janvier 1990 et devient responsable de plus de la moitié des dépenses budgétaires. Le financement du déficit se fait quotidiennement sur le marché de l'*overnight*, le marché monétaire doit refinancer tous les jours 60 milliards de dollars pour une dette intérieure de 100 milliards.

Jusqu'à l'annonce du programme de Fernando Collor le 16 mars dernier, les titres de la dette publique étaient les seuls à être protégés efficacement de l'inflation. Ils constituaient une monnaie alternative, garantie par l'État, presque aussi liquide que les billets et rapportant un intérêt réel positif. Seul, un compromis tacite entre l'État et la population soutenait cette fuite en avant financière. Leur garantie était totalement dégagee des mouvements de l'économie, de la production ou des marchés financiers.

Comment s'adapter à l'inflation ? Techniques et quotidien

L'observateur est surpris de constater que, malgré des indicateurs macro-économiques catastrophiques, l'économie brésilienne — le quotidien des échanges, de la production et de la consommation — fonctionne apparemment

normalement. On peut s'étonner de la bonne tenue des indices d'activité économique comme les énormes excédents commerciaux et la forte demande sur la plupart des produits.

Si les investissements productifs sont au point mort depuis de nombreuses années, les dépenses publiques, financées sans grande retenue par l'émission monétaire et l'émission de titres, continuent à entretenir de solides réseaux de clientèle qui garantissent un statu quo social. Malgré les injonctions du FMI, peu de mesures d'assainissement des finances publiques ont été entreprises. Aucune réforme fiscale d'envergure n'a été envisagée et les tentatives de réduire les postes et les salaires de la fonction publique ne se sont pas traduites dans les faits jusqu'au programme Collor.

Il faut rappeler que la grande majorité de la population — selon les sources officielles, 50 % des Brésiliens vivent en dessous du seuil de pauvreté — a toujours été exclue des marchés de consommation. La malnutrition, l'analphabétisme et la violence ne sont pas des phénomènes nouveaux et le salaire minimum n'a jamais permis de subvenir aux besoins alimentaires d'une famille. L'adaptation à la crise fait partie du quotidien, elle reste pratiquement étrangère aux phénomènes monétaires.

La couche de la population la plus touchée, et dont on s'attache à décrire les comportements pour juger de la réussite des plans d'austérité, est celle qui se reconnaît sous le terme de « classe moyenne », bien que ne représentant que 15 % de la population.

Quels sont les mécanismes médiateurs qui permettent à la vie de continuer, à l'engrenage de se poursuivre sans explosion, contrairement au diagnostic des économistes ?

Nous exposons ici deux éléments de réponses : 1) la mise en place de mécanismes régulateurs de la part du gouvernement, en particulier son agilité à vendre toujours plus de titres publics grâce à leur liquidité croissante et à la fixation de taux d'intérêt rémunérateurs, 2) les stratégies financières des banques, des commerçants et des particuliers pour s'adapter et se prémunir de l'inflation.

Liquidification et boîte noire

Le BTN fiscal, bon du Trésor national, n'a pas cours sur les marchés financiers. C'est un indexateur officiel fixé par le secrétariat de la Recette fédérale du ministère des Finances en début de chaque après-midi, pour le lendemain. Il correspond à une estimation quotidienne de l'inflation, mesurée par l'IPC, l'indice des prix à la consommation calculé par l'IBGE. A la fin du mois, le BTN fiscal accumulé est ajusté de façon à suivre exactement l'inflation.

Le BTN fiscal est utilisé par le grand public et les autorités pour tous les calculs d'indexation. Avec l'accélération de l'inflation, il sert de référence et d'unité de compte.

Le taux d'intérêt de référence, le taux de l'*overnight*, dépend :

- des prévisions de la « correction monétaire » (d'après le BTN) ;
- des impôts attachés aux transactions financières, dont l'application et le calcul varient au gré des politiques fiscales ;
- d'un rendement réel qui doit être attrayant (à la veille du plan Collor, il atteint 4 % brut par mois) ;
- du besoin plus ou moins pressant pour le gouvernement de disposer de liquidités en vendant des titres, selon des échéances ou des choix de politique monétaire ;
- d'une volonté de ne pas détourner les investisseurs du marché des titres publics quand il y a surchauffe sur les marchés à risque (dollar, or, bourse...), attitude qui consiste à mieux rémunérer les titres quand les incertitudes politiques font flamber le marché parallèle du dollar, par exemple ;
- du marché de la LFT entre les principales institutions financières.

Tous ces ingrédients se mêlent dans une boîte noire, où le subjectif d'une navigation à vue semble être l'élément déterminant. De cette boîte noire, de quelques coups de téléphone entre le responsable de la Dette publique et le responsable de l'*overnight* à la Banque centrale, sortira le taux de l'*overnight*, marché sur lequel le Brésil refinance tous les soirs la presque totalité de sa dette intérieure...

Ainsi, le taux d'*overnight* dépasse pour la première fois les 100 % le 7 février 1990, alors que l'indice de l'IPC de février est de 67 %.

L'*overnight* et la ménagère

Au fur et à mesure du développement de l'inflation, les mécanismes d'indexation sont sans cesse affinés et touchent tous les domaines de l'économie : prix, salaires, titres, rentes, recettes fiscales...

Le système bancaire brésilien compte parmi les plus perfectionnés, les plus informatisés et le plus interconnectés du monde. Dans la liste des premières banques mondiales, par ordre de bénéfices réalisés, le Brésil est très bien placé. Les relations des Brésiliens avec leur banque sont très fortes et quotidiennes. On paye tout à la banque, les innombrables traites qui concernent aussi bien les achats immobiliers que les biens de consommation courante, comme les meubles ou les vêtements, les abonnements à l'eau et à l'électricité, mais aussi à des revues ou à des prestataires de services comme les écoles privées, les assurances ou les charges sociales des employés... Tous ces paiements s'effectuent physiquement au guichet.

Aussi les Brésiliens, du moins ceux qui ont accès à un compte bancaire, sont-ils des familiers des services bancaires. Les clients passent des heures entières chaque jour à placer ou retirer leur argent selon leurs besoins d'achats les plus élémentaires. Avec une inflation journalière de 3 % — on prévoyait pour

le mois de mars une inflation de 76,7 % —, il est important de déposer ses revenus le jour même de leur réception et de ne retirer le montant des achats prévus, même modestes, qu'au dernier moment, tout en prévoyant la valse des étiquettes.

Pour protéger de l'inflation et conserver leurs clients, certaines banques ont systématiquement offert des comptes rémunérés sur la base de l'*overnight*, pour peu que les dépôts dépassent une somme d'environ 2 salaires minimum (soit 500 francs français). Chaque nuit, le solde du compte est automatiquement placé à l'*overnight*, chaque matin, on reverse sur le compte le solde de la veille augmenté du taux de rémunération et, selon les époques, amputé d'un impôt et d'une commission variable selon la banque. Les relevés de compte deviennent proprement illisibles... Il y a d'autres placements par l'intermédiaire des banques pour les simples particuliers : l'*overnight* lui-même — le montant exigé est alors supérieur et l'ordre doit être donné par le client —, les investissements de court terme ou de revenu fixe des fonds communs de placement, les découverts, etc. Tous sont fondés sur des titres du gouvernement et canalisés par les institutions en rapport quotidien avec la Banque centrale, donc en rapport avec l'*overnight*. On assiste à un véritable phénomène de démonétisation, où les titres du Trésor, normalement considérés comme des moyens de paiements peu liquides (M4 — M1, dans la terminologie financière), sont aussi liquides que des billets de banque.

Dès que des liquidités sont disponibles, elles sont placées en bons du Trésor. On comprend mieux ainsi la panique qui a suivi l'annonce du plan Collor et la multiplication des cas particuliers : désarroi de ceux qui viennent de réaliser une vente avant de procéder à un achat, impossibilité des organisateurs de colloques ou de concerts d'assurer leurs engagements, incapacité de nombreuses mairies ou organismes privés et publics d'utiliser leurs fonds de roulement pour payer employés et fournisseurs. Comme bien souvent les fonds publics sont placés sur des comptes privés, on imagine aisément la confusion et le blocage d'une partie importante de l'économie. Mais ces spéculations à court terme ne concernent pas que les personnes jouant avec des sommes importantes. Il n'est pas exagéré de supposer qu'un grand nombre de ménagères passent chaque jour à leur banque retirer l'argent des commissions. Pour la plupart, en fin de mois, elles sont bien incapables de dire si le résultat de toutes leurs peines et transactions est positif ou négatif, tant l'inflation est forte et anarchiquement ressentie selon des hausses au coup par coup, différentes selon les magasins et les produits. Mais au moins, l'argent déposé ne se dévalue pas par rapport à la monnaie de référence, au BTN fiscal.

Ainsi, il est très rare d'avoir de la monnaie sur soi, on préfère faire des chèques ou payer avec des cartes de crédit. Ces dernières ne sont pas acceptées partout. Ce sont généralement les grandes entreprises, hôtels ou restaurants qui les acceptent sans difficulté, leurs tarifs anticipant la hausse des prix. Il est intéressant de noter que la publicité des cartes de crédit insiste sur le jour du mois où elles sont débitées. Un consommateur averti possède donc plusieurs cartes qu'il choisit d'utiliser selon le jour du mois afin de bénéficier d'un crédit le plus long possible.

Le même phénomène s'observe pour contourner la réglementation sur les livrets d'épargne. Ainsi la caisse d'épargne, qui offre une rémunération de

l'inflation du mois augmentée de 0,5 %, impose une date pour retirer les dépôts et calculer les intérêts selon la date d'ouverture du livret. Les consommateurs avisés ouvrent alors plusieurs livrets, à des dates réparties sur le mois, chaque semaine par exemple, pour pouvoir effectuer dépôts et retraits en combinant au maximum rendement et souplesse.

Les commerçants se sont aussi adaptés. Certains magasins n'ont plus d'étiquettes, mais des tables de conversion en BTN fiscal, plus rarement en dollars dont l'évolution ne suit qu'aléatoirement l'inflation. D'autres ont systématiquement relevé leurs prix dans des proportions importantes craignant un nouveau gel des prix, comme ceux imposés lors des plans Cruzado et Verao. Pour pouvoir cependant résister à la concurrence, ils offrent systématiquement à la caisse une remise allant de 30 % à 10 % sur tous les articles, de la brosse à dent, à la viande congelée, au téléviseur. Il existe bien un indice des prix, mais dans des secteurs comme ceux de l'habillement, il est pratiquement impossible de trouver un seul prix par article. Chaque article possède plusieurs prix, marqués en fonction du mode de règlement. Il existe généralement quatre prix : le prix comptant (*a vista*, généralement 20 % de moins que le prix indiqué), le prix pour un paiement par carte de crédit (remise de 10 %), le prix pour un paiement sur trois mois, le prix pour un paiement en deux fois avec un premier mois de délai. Bien sûr, le prix le plus avantageux dépend des anticipations sur la hausse des prix et des possibilités de placer ses liquidités. Le consommateur brésilien sait jongler avec les différentes solutions et l'annonce d'un prix se fait armé d'une calculette. Si l'on tient compte des promotions, des soldes, de la politique de gestion des stocks et de remarquage des produits, distincts selon les magasins, la confusion est grande et le prix d'un même article peut varier de 1 à 10. Rien d'étonnant alors d'observer une certaine démission chez le consommateur dont la stratégie se réduira, dès versement de son salaire, à payer ses dettes, puis à dépenser au plus vite ses liquidités, à retarder ses engagements et à placer le solde à l'*overnight*, plutôt qu'à faire jouer la concurrence.

Les quotidiens offrent systématiquement une page « Votre argent » qui retrace la conjoncture au jour le jour, indique le meilleur placement et évoque les mystérieuses liaisons entre *overnight*, BTN fiscal, faits politiques et économiques, dollar, et consommation. Ainsi, le meilleur placement du début du mois de février 1990 était, non pas un placement en Bourse ou une spéculation sur le dollar mais... un placement en biens alimentaires.

Conclusion

L'analyse de la formation de la dette intérieure permet de s'interroger sur certains concepts économiques.

Inadéquation des concepts économiques classiques

La contraction de la base monétaire par hausse des taux d'intérêt, tactique classique de lutte contre l'inflation dans le cas d'un excès de demande sur l'offre, est inopérante au Brésil car a) l'inflation viendrait essentiellement des structures de la répartition des revenus, des tensions qui découlent des décalages d'ajustement entre les revenus des différents agents et secteurs économiques, et également du mode de financement du déficit public ; b) la hausse des taux s'accompagne d'une accélération de la vitesse de circulation de la monnaie bancaire. Il n'y a pas de « contention de la demande ». Loin d'indiquer une préférence pour l'épargne, l'achat de titres totalement liquides permet au contraire d'affirmer une préférence pour la consommation tout en garantissant le pouvoir d'achat. Le taux d'intérêt accompagne, et même précède le taux d'inflation. On peut même dire que le taux d'intérêt servi sur les titres publics brésiliens est indexé sur le taux d'inflation et n'obéit pas à des lois du marché. Il n'obéit pas non plus à des politiques monétaires de moyen terme. Il s'agit de navigation à vue qui entretient un cercle vicieux. Pour combler le déficit public, on vend de plus en plus de titres ; pour que ceux-ci trouvent preneurs, il faut sans cesse hausser le taux d'intérêt ; pour assurer le service de la dette, il faut mettre d'autres titres sur le marché. La vitesse de circulation de la monnaie s'accroît d'autant...

Démonétisation — Liquidification

La dette intérieure est financée par des titres du Trésor qui, dans leur presque totalité, changent de mains chaque jour à l'*overnight*. Ce refinancement quotidien accompagne un phénomène de démonétisation de l'économie : les titres possèdent la même liquidité que les billets de banque.

Les titres du Trésor qui composent la dette intérieure jouent un rôle de monnaie : ils sont en circulation permanente et quotidienne sur le marché monétaire, ils offrent une totale liquidité, leur accès est ouvert à tous les agents économique, leur valeur — via le BTN fiscal — sert d'unité de référence.

Le montant des titres publics fédéraux est en 1989 huit fois plus important que les avoirs monétaires. Le ratio des avoirs monétaires sur le total des avoirs financiers est passé de 43 % en 1977 à 7 % en 1989 (tableau 5).

Hyperinflation

Il est difficile de parler vraiment d'hyperinflation au Brésil. Il faudrait s'entendre sur la définition de l'hyperinflation. Est-on en hyperinflation au-delà d'un certain taux d'inflation, ou lorsque on observe certains dérèglements économiques ? A la veille du plan Collor, en mars 1990, le taux mensuel d'inflation approche les 80 % et le taux annuel 2 800 %. On trouve aussi les inquiétants

phénomènes de désorganisation des prix relatifs — le prix d'un même article peut varier de 1 à 10 — et d'abandon de la monnaie nationale comme unité de compte, au profit toutefois d'un indexateur, le BTN fiscal, libellé en nouveaux cruzados et indépendant des grandes devises étrangères. Mais l'économie tourne et on enregistre peu de fuites de capitaux vers l'étranger. La confiance dans les titres publics demeure (ce qui évite le phénomène de dollarisation). Surtout, l'économie brésilienne et l'ensemble de ses agents sont habitués depuis de nombreuses années à fonctionner dans un contexte de forte hausse des prix. Les mécanismes d'indexation s'affinent sans cesse, les produits bancaires sont de plus en plus sophistiqués pour garantir le pouvoir d'achat. Particuliers et entreprises jonglent avec l'anticipation.

Le mécanisme de fixation des taux d'intérêt permet d'accompagner l'inflation sans heurts, voire de la contenir. On peut aussi trouver dans ce mécanisme d'accompagnement de l'inflation, qui cautionne et entretient toutes les spéculations, une des causes fondamentales de son emballement. Les autorités brésiliennes, par cette fuite en avant, ont du moins su éviter un décrochage brutal et réussir, en continuant à financer inconsidérément les dépenses publiques, à garder les bases d'un consensus social. On imagine mal comment la nouvelle équipe pourra bloquer cet engrenage sans d'importantes protestations de la société.

Enfin, l'inflation peut être un avantage pour les autorités monétaires. Paradoxalement, l'inflation qui alourdit la charge de la dette du secteur public est aussi un moyen de l'alléger par le jeu des décalages d'indexation.

Dollarisation

60 milliards de dollars de titres du Trésor s'échangent chaque jour à l'*overnight*, c'est-à-dire sur un marché totalement contrôlé par la Banque centrale. Les transactions boursières, celles portant sur l'or ou s'effectuant sur le marché parallèle des devises, en particulier du dollar, sont négligeables. On estime à 2 milliards seulement les mouvements journaliers portant sur le dollar. Les transactions quotidiennes à la Bourse tournent autour de 200 millions. Ce sont des marchés plus difficiles d'accès pour les petits épargnants que celui des titres du Trésor. D'où l'extrême sensibilité de ces marchés aux spéculations conjoncturelles, mais parallèlement leur faible signification. Dans le contexte d'une économie quotidiennement et presque totalement indexée sur un BTN fiscal lui-même fixé sur l'inflation, ils constituent davantage des indicateurs d'humeur envers la politique du gouvernement que des références ou des outils de lutte contre l'inflation. L'évolution du dollar parallèle est très cahotique et peu logique par rapport à la progression de l'inflation et du taux d'*overnight*. Aussi, la pratique de libeller les prix des marchandises en dollars est finalement peu répandue, ne touche qu'une frange réduite de la population et offre peu d'intérêt par rapport à l'emploi généralisé du BTN. Les prix en dollars s'expriment surtout pour certains biens importés et sur le marché de l'immobilier, bien que les baux libellés en dollars soient illégaux.

Liaison dette intérieure/dette extérieure

Le lien entre la dette extérieure et la dette intérieure est omniprésent dans l'histoire récente du Brésil, nous espérons l'avoir montré dans notre deuxième partie, bien que périodes et conséquences s'enchevêtrent pour interdire l'émergence de causalités absolues. Cependant, on ne peut adhérer aux arguments des pouvoirs publics et de la classe politique, pour expliquer, ou plutôt justifier, l'endettement intérieur de l'État par les contraintes imposées par la dette extérieure. Une brève analyse historique contribue plutôt à démontrer que le gouvernement brésilien a surtout utilisé la ressource de l'endettement sur les marchés extérieurs pour poursuivre une gestion laxiste du budget de l'État.

Le refus des autorités de prendre en compte l'engrenage de la dette intérieure jusqu'à une date récente s'explique facilement :

— L'interprétation et l'exploitation politique des phénomènes économiques sont courants dans un pays où le nationalisme, très vivace, sait jouer par tradition avec les manifestes anti-impérialistes. Cette position est favorisée par une dette extérieure qui atteint son poids maximum au début des années 80, par la récession économique de 1980-1983 et par les tentatives du FMI de comprendre les comptes brésiliens et d'imposer un plan d'ajustement dès 1982. Elle est aussi favorisée par le grand mouvement d'opinion internationale qui dénonce la légitimité de la dette extérieure et qui traite le Brésil au même titre que le plus pauvre des pays sahéliens.

— Dette intérieure et dette extérieure participent ensemble à l'élargissement du déficit public. Dès lors, selon le comptable national et le principe des vases communicants, soit on aggrave la dette extérieure pour rembourser la dette intérieure, soit on rembourse les créanciers étrangers en s'endettant sur le marché national, soit on refuse de payer la dette extérieure pour ne pas aggraver le déficit intérieur. Comme on l'a vu, l'un et l'autre de ces processus s'alimentent mutuellement, le sens et l'intensité de la relation variant selon les conjonctures nationale et internationale. Néanmoins, les interprétations selon lesquelles la dette intérieure se substitue à la dette extérieure (il faut s'endetter sur le marché local pour rembourser à l'étranger (Cavalcanti, 1988)) peuvent faire oublier que les deux dettes ont chacune une part de gestion autonome. Aggravation et substitution sont des abus de langage qui découlent de cette vision macro-économique restreinte. Les deux dettes existent, elles ne sont pas exclusivement liées l'une à l'autre, on peut même montrer que les deux endettements se sont faits parallèlement, les autorités monétaires captant les remboursements des créances privées et décrétant des moratoires tout en continuant à émettre des titres du Trésor.

— Enfin, on préfère oublier que la dette intérieure est le résultat d'un mode de financement du budget de l'État. La première explication est bien à chercher du côté d'un excès des dépenses sur les recettes, celles-là ne cessant d'augmenter et celles-ci stagnant depuis une vingtaine d'années en l'absence de toute volonté de réforme de la fiscalité. Ce choix n'est autre qu'un choix politique des gouvernements successifs à la recherche d'un consensus social. Par nature, il est plus difficile à dénoncer et aucun des candidats à la présidence de la République n'a choisi comme cheval de bataille un programme qui

aurait proposé une importante réforme fiscale, une diminution des dépenses de l'État et un arrêt de l'indexation sur l'inflation des titres publics. Les propositions de moratoires, de cessation de paiement de la dette extérieure, ont bien sûr été beaucoup plus nombreuses. Le plan Collor, bien que vaguement esquissé durant la campagne, a surpris l'ensemble du pays.

Quel avenir pour le plan Collor ?

La dette intérieure et son mode de financement n'étaient plus supportables. Les mesures de suspension du remboursement de la dette auprès du public vont dans le sens d'un assainissement radical de la situation financière du pays, même si l'on peut craindre des répercussions négatives sur l'activité économique et le consensus social. La réussite du plan dépendra sans doute bien peu des enchaînements macro-économiques attendus de ces mesures, mais bien plutôt de la capacité du gouvernement à s'assurer une base politique pour trouver la volonté et les moyens de s'opposer aux nombreuses pressions et aux ingénieux détournements que les Brésiliens ne manqueront pas de mettre en œuvre.

BIBLIOGRAPHIE

- ABAMEC-DF, sd. — *Materia : titulos de renda fixa*, Brasilia.
- Adda, Jacques, (1987) — « Brésil : la quadrature du cercle », in *Observations et Diagnostics économiques*, Revue de l'OFCE, n° 21 : 79-151.
- Aubertin, Catherine, (1988). — « Dette brésilienne et mobiliérisation mexicaine », in *Problèmes d'Amérique latine*, n° 90 : 95-107.
- Banque centrale du Brésil, (1988). — *Relatorio do Banco Central do Brasil*.
- Belluzo, Luiz de Mello, (1987). — *Financiamento externo e deficit publico*, Colloque franco-latino-américain sur les finances publiques et le développement. IAP-IEI/UFRJ-CEPAL, 16-18 novembre 1987, Rio de Janeiro.
- Cavalcanti, Carlos Brandão, (1988). — *Transferencia de recursos ao exterior e substituição de divida externa por divida interna*, mémoire de maîtrise, Université de Brasilia, Département d'Economie. 12 prix BNDES d'économie, Rio de Janeiro.
- Chauffert-Yvart, Véronique, (1979). — *Modèle de croissance brésilien et lutte contre l'inflation*, thèse de 3^e cycle d'économie, Université de Paris I.
- Goldenstein, Lidia, (1988). — *Mercado Financeiro*, FUNDAP, novembre 1988.
- Gouvernement brésilien, (1989). — *Projet de Loi de Finances pour 1990*, Brasilia.
- Munhoz, Dércio, (1987). — « A decomposição das finanças publicas — Deficit publico », *Texto para discussão* n° 171, Departamento de Economia, Universidade de Brasilia, mai 1987. 13 p.

Ogasavara, Roberto Shoji, et Cabral, José Roberto
publica e nova constituição, Banco Central do Bra
mico, 30 p. multigr.

Rifflart, Christine, (1989). — *Le Brésil face à la crise
d'accumulation et insertion internationale*, thèse
économiques. Université Paris VIII.

Salama, Pierre, (1988). — *La dollarisation*, Editions La
Presse brésilienne : Isto E-Senhor, Folha de São Paul