



HAL
open science

Inflation, stabilisation et prix relatifs en Argentine et au Brésil

Jérôme Sgard

► **To cite this version:**

Jérôme Sgard. Inflation, stabilisation et prix relatifs en Argentine et au Brésil : L'expérience des années quatre-vingt-dix. *Revue Economique*, 1998, 49 (1), pp.239 - 256. 10.2307/3502504 . hal-03585833

HAL Id: hal-03585833

<https://sciencespo.hal.science/hal-03585833>

Submitted on 23 Feb 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Inflation, stabilisation et prix relatifs en Argentine et au Brésil

L'expérience des années quatre-vingt-dix

Jérôme Sgard*

On analyse les programmes de stabilisation qui ont mis un terme à plus de vingt ans de haute inflation en Argentine (1991), puis au Brésil (1994). Plutôt qu'une désindexation de l'économie, ils ont visé la stabilisation par une stratégie d'indexation totale. Celle-ci a pris la forme en Argentine d'un régime bimonétaire rigide de Currency Board, imposant des ajustements microéconomiques profonds. Au Brésil, le Plan Real a reconstruit une monnaie entière, en stabilisant d'abord la fonction d'unité de compte puis en échangeant le numéraire. Toutefois, au-delà de dispositifs institutionnels opposés, la puissance des mécanismes d'indexation, comme la faible remonétisation, rend a priori délicate dans les deux pays toute politique de change active. Ceci devrait être une des séquelles les plus durables de la haute inflation.

INFLATION, STABILISATION AND RELATIVE PRICES IN ARGENTINA AND BRAZIL, THE EXPERIENCE OF THE 1990'S

This papers analyses the stabilisation programmes which brought to an end twenty years of high or hyper-inflation, first in Argentina (1991), then in Brazil (1994). Rather than a full dis-indexation of the economy, as was aimed by the heterodox strategies of the mid-1980's, this new generation of programmes aimed at stabilising nominal evolution via the full indexation of the price structure. In Argentina, this took the form of a rigid bimonetary regime, under the form of a rather classic Currency Board. In Brazil, the Plano Real has reconstructed in two steps a fully-fledged, single national currency : first the unit of account function was stabilised, then the unit of payment was exchanged through a standard monetary reform. A remarkable aspect of these two experiences is that, however the contrast between their respective institutional arrangements, the actual constraints bearing on policy makers are very close : most of all, the strength of underlying indexation mechanisms, as the low level of monetisation imply that foreign exchange policy is extremely difficult to manage. In both countries, a sudden, discrete devaluation may rapidly cause a sharp acceleration of inflation. This should remain as a long-term sequel of past high inflation, which already imposes heavy constraints on micro-level, real adjustment.

Classification JEL : E63, F31, P52

* CEPII, 9, rue Georges-Pitard, 75015 Paris. E-mail: sgard@cepii.fr

L'auteur remercie l'Institut Torcuato di Tella (Buenos Aires) et la Fondation Getulio Vargas (Rio de Janeiro) pour leur accueil, en juin et en juillet 1996, qui a permis la préparation de cet article.

INTRODUCTION

Les très hautes inflations et les quelques hyperinflations observées depuis le début des années quatre-vingt en Amérique latine ont suscité un débat économique important, qui a entraîné également un renouveau d'intérêt pour les expériences principalement européennes des années 1920 et 1945-1949. Ces travaux se sont centrés en particulier sur la dynamique plus ou moins stable de la haute inflation, sur les diverses stratégies de stabilisation et, de manière moins abondante, sur les conséquences à moyen terme de telles crises, au-delà de la stabilisation nominale¹.

Au cours de la décennie quatre-vingt, le débat a opposé principalement les explications monétaristes de l'inflation, aux thèses dites de l'« inflation inertielle ». Contre les premières, celles-ci soulignent que les multiples formes d'indexation des prix, des revenus et des actifs financiers, dans les pays à expérience inflationniste ancienne, permettent de limiter ses coûts collectifs à court terme mais lui donnent aussi une très forte rigidité à la baisse. Des stratégies de stabilisation orthodoxes, reposant uniquement sur les variables budgétaires et monétaires, auront alors des résultats limités ou très progressifs, obtenus généralement au prix d'une baisse importante de la production, du revenu et de l'emploi. Tel a été le cas en particulier de nombreuses expériences latino-américaines, pendant les années soixante-dix et au début des années quatre-vingt.

Face à ce constat, une seconde génération de programmes a vu le jour à partir de 1985, qui a dominé la seconde moitié de la décennie. En sus d'un rééquilibrage macroéconomique et d'un ancrage provisoire du change nominal, ces stratégies reposent en général sur un blocage plus ou moins large des prix et des salaires, ainsi que sur des mesures de désindexation, réglementaires ou contractuelles. Ces ancrages multiples et le refus de s'appuyer uniquement sur des ajustements de marché rendront délicate, et souvent instable, l'interaction entre l'intervention dans des contrats privés et l'ajustement des anticipations au moment de la stabilisation. Toutefois, des succès notables ont été enregistrés, au Mexique en 1987, et surtout en Israël, dont la stabilisation de 1985 devrait rester comme le « classique » de l'hétérodoxie². En revanche, l'Argentine et le Brésil, qui ont lancé au même moment des programmes aux prémices théoriques proches, ont connu un échec rapide dans le premier cas, et quasi immédiat dans le second. Une série de plans de stabilisation plus frustrés a été suivie par des phases

1. On conserve ici la définition de l'hyperinflation donnée par Cagan [1956], qui est arbitraire, plutôt restrictive mais très généralement admise : ces épisodes commencent par la succession d'au moins deux mois d'inflation supérieure à 50 % et s'achèvent lorsque ce rythme mensuel repasse sous ce seuil et ne le franchit plus pendant au moins un an. En Amérique latine, au cours de la dernière période, l'Argentine, le Brésil, la Bolivie, le Nicaragua et le Pérou ont connu cette expérience. Toutefois, il est généralement admis que des rythmes mensuels d'inflation supérieurs à 20 % s'accompagnent généralement de phénomènes proches de ceux observés en régime d'hyperinflation *stricto sensu*. Cf. notamment : Aglietta et Orléans [1982], Bruno et al. [1988], Bruno [1993], Dornbusch et Fischer [1986], Dornbusch et al. [1990], Kiguel et Liviatan [1988], Salama [1988], Sargent [1982], Vegh [1992].

2. La stabilisation orthodoxe bolivienne d'août 1985 est souvent présentée comme un contre-exemple, malgré sa grande spécificité (Bruno et al. [1988]).

d'hyperinflation, à partir de 1989, interrompues finalement par deux programmes de stabilisation originaux : la *Loi de convertibilité* argentine (avril 1991), qui a institué un régime de *Currency Board*, et le *plan Real* brésilien, lancé au premier semestre 1994¹.

Bien qu'ils aient conduit à des dispositifs institutionnels nettement opposés, ces deux plans ont de nombreux points communs qui justifient leur comparaison : un environnement monétaire initial très dégradé, l'absence de choc macroéconomique, leur succès technique², l'importance des ajustements de prix relatifs après la stabilisation. Surtout, ils s'inscrivent l'un et l'autre en rupture avec l'alternative orthodoxie/hétérodoxie telle qu'elle a été héritée des années quatre-vingt. Schématiquement, ils n'ont pas cherché à reconstruire une monnaie entière *au moyen* de la destruction, ou de l'affaiblissement du lien avec l'indexateur exogène (le dollar ou un indice de prix interne) ; ils ont *seulement* traité l'inertie inflationniste par une stratégie d'indexation totale de l'économie, comme préalable à la reconstitution éventuelle d'une monnaie nationale. En ce sens, on peut parler de stratégies d'« absorption de l'indexateur », par opposition aux objectifs antérieurs de désindexation, formellement plus ambitieux.

Dans une première partie, on rappelle les principaux traits des expériences inflationnistes argentine et brésilienne au cours des années quatre-vingt et on souligne les contrastes entre les régimes respectifs de dollarisation et d'indexation interne. Ensuite, on analyse les deux programmes de stabilisation de 1991 et de 1994, et leur originalité par rapport aux expériences antérieures. Dans une troisième partie, avant de conclure, on compare plus brièvement les contraintes de l'après-stabilisation sur le plan de la politique de change. Cet article porte donc sur les stratégies de stabilisation au sens strict et n'aborde que de manière connexe les développements de l'économie réelle.

L'EXPÉRIENCE DE LA HAUTE INFLATION

Indexation interne vs. dollarisation

Les régimes d'inflation toujours croissante, depuis le début des années soixante-dix, ont été marqués en Argentine et au Brésil par des dynamiques nationales nettement différenciées. Dans le premier cas, une dollarisation précoce, la mauvaise qualité de la politique macroéconomique, l'affaiblissement rapide du système financier après une libéralisation précipitée, se sont traduits par une inflation instable, marquée par trois phases d'accélération explosive, entre 1973 et 1985 (graphique 1). En revanche, l'accélération de l'inflation bré-

1. Ces deux programmes sont également identifiés au nom du ministre des Finances qui les a conduits, respectivement D. Cavallo et F.-H. Cardoso (élu président de la République en 1995). Le terme de *Currency Board* a été traduit récemment par *Directoire financier*, terme qui paraît adéquat mais ne semble pas être encore entièrement reconnu.

2. On entend que l'inflation est restée basse bien au-delà du temps court de la stabilisation nominale au sens strict : cela ne préjuge ni de la stabilité du régime, ni de la soutenabilité de la politique macroéconomique à moyen terme.

Tableau 1. *Inflation et croissance*

BRÉSIL	Croissance	Déficit public	Seigneurage	Inflation moyenne	Taxe inflationniste/M1 % pib	M0/pib	M1/pib	M2/pib	Crédit Dom privé/pib
1970-1975	10,4	0,1	1,9	22	4,6	5,6	15,1	21	21
1976-1979	6,1	0,8	1,9	45	4,0	4,5	11,1	19	24
1980-1984	1,5	3,3	2,1	142	3,9	2,9	6,5	13	17
1985-1990	3,0	12,2	2,3	776	7,6	1,4	4,5	16	22
1991-1994/95	2,2	0,8	2,0	1 330	6,6	0,9	2,4	12	22

ARGENTINE	Croissance	Déficit public	Seigneurage % pib	Inflation moyenne	Taxe inflationniste/M1 % pib	M0/pib	M1/pib	M2/pib	Crédit Dom privé/pib
1970-1975	1,0	6,7	9,6	62	3,7	13,0	11,0	18,0	9,9
1976-1979	2,4		7,8	239			7,2	14,0	
	-0,9	4,8	9,8		3,1	6,5	4,5	13,8	15,7
1985-1990	-0,6	2,1	6,3	1 105	2,6	4,4	3,2	10,9	11,3
1991-1994/95	8,5	0,5	1,8	53	0,7	4,0	4,3	12,6	13,4

Sources nationales.

silienne a été nettement plus régulière, en raison de déficits publics mieux contrôlés, et donc d'un recours limité et relativement stable aux recettes de seigneurage, sans chocs monétaires violents. Au moins aussi important a été toutefois le développement, dès les années soixante, de mécanismes puissants d'indexation interne des prix, des revenus et des dettes, y compris fiscales (Simonsen [1995]). Ceci a limité l'impact de l'inflation sur l'économie réelle, mais a contribué aussi à l'accommodation systématique des chocs exogènes, notamment sur le taux de change ; mécaniquement, l'accélération du rythme d'indexation a été aussi un facteur important d'accroissement de l'inflation.

L'alternative entre la dollarisation et l'indexation comporte une dimension microéconomique décisive, tant pour la dynamique de l'inflation que pour ses conséquences à long terme¹. Ainsi, l'ancrage des prix, puis des transactions, sur une devise peut se développer à partir d'un système financier et d'un marché de change très frustré, comme en Europe de l'Est avant les réformes. Un mouvement de fuite devant la monnaie se manifeste alors par un transfert de ressources massif vers le marché de change, dont le taux s'équilibre sur le marché des actifs monétaires et financiers, beaucoup plus que sur celui des biens : ceci contribue au caractère explosif de ces crises et peut conduire assez vite à une destruction massive de l'épargne privée, et éventuellement du secteur bancaire. En revanche, l'indexation interne suppose entre autres une offre diversifiée d'actifs financiers assurant à la fois une rémunération réelle positive de l'épargne et un service de liquidité efficace. Ceci est important à long terme, pour la stabilité des institutions et des comportements financiers, mais limite aussi à court terme les risques redistributifs comme les chocs sur l'activité. Par exemple, une inflation non anticipée peut décapitaliser brutalement les entreprises si les transactions bancaires sont longues ou imprévisibles, ou bien entachées d'un risque élevé de rupture, du fait de problèmes de liquidité ou de risques de contrepartie : le principal maillon faible est le fond de roulement, qui finance les transactions quotidiennes, et se trouve donc largement investi dans le *float* inter-bancaire, lequel, par définition, fonctionne en monnaie de réserve non rémunérée.

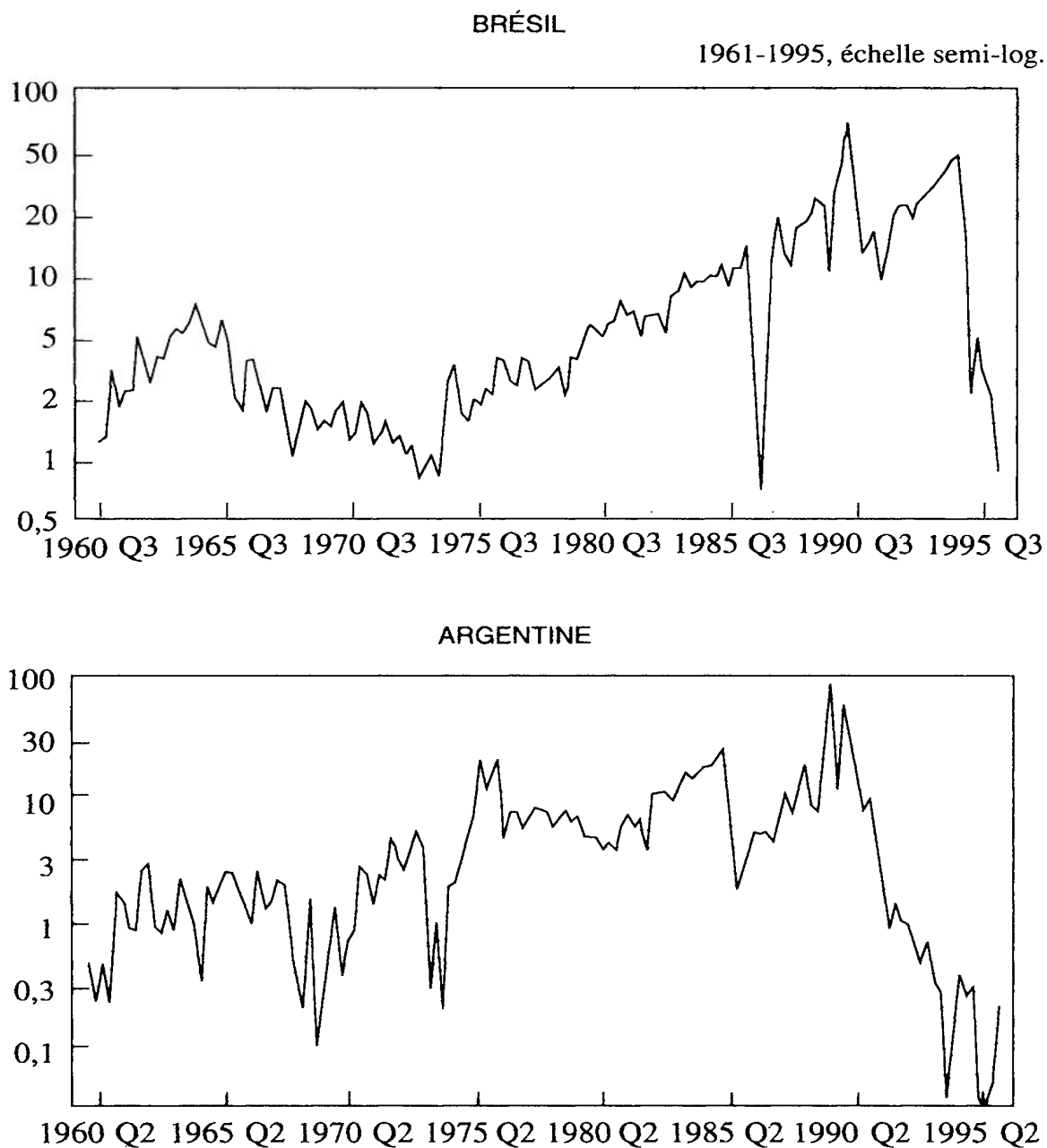
L'échec des stabilisations hétérodoxes, 1985-1989

Les premiers plans hétérodoxes argentin (plan Austral, juin 1985), israélien (juillet 1985), et brésilien (plan Cruzado, février 1986) ont été conçus sur des bases proches : un dispositif plus ou moins complet de stabilisation macroéconomique, associé à un blocage provisoire des prix, des salaires et du taux de change nominal. Tous ont permis une chute immédiate de l'inflation, accompagnée de replis modérés et brefs de l'activité, d'un début de remonétisation et, assez rapidement, d'une croissance forte de la consommation. Toutefois, on a observé rapidement, au Brésil puis en Argentine, une reprise de l'inflation à un niveau élevé, qui a sanctionné en moins de deux ans l'échec de ces deux programmes. S'il ne faut négliger ni les contraintes d'endettement extérieur, ni les

1. On réservera le terme d'indexation à sa variante interne, brésilienne, et celui de dollarisation ou de bimonétarisme pour la version argentine. Il est clair que, pratiquement, les deux phénomènes coexistent dans toutes les économies inflationnistes ; les deux cas présents ont cependant poussé leur logiques respectives le plus loin.

problèmes d'information propres à des situations très fluides, ceux-ci n'expliquent pas entièrement ces échecs : une politique monétaire clairement accommodante et le relâchement rapide de la discipline budgétaire, ont été décisifs¹.

Graphique 1. Inflation mensuelle moyenne



1. Voir sur cette période : Dornbusch et Simonsen [1987], Heymann [1987], Bruno et al. [1988].

Ce constat est devenu plus clair à partir de la fin de 1987, quand la politique économique d'équipes nettement décrédibilisées a contribué à l'apparition progressive d'une situation hyperinflationniste. Ainsi, en Argentine, la mobilisation intensive des ressources du système financier, pour couvrir indirectement les dépenses publiques, a ajouté à l'insolvabilité de l'État, en 1989, celle des banques commerciales et de la Banque centrale : ceci a accentué la crise et affaibli durablement le secteur bancaire¹. Par ailleurs, comme l'ont montré Kiguel et Liviatan (dans Bruno ed. [1991]), la succession entre 1987 et 1989 de périodes de blocages des prix et des revenus a contribué vraisemblablement à un cycle instable de l'inflation, selon un schéma simple : une première phase de gel des prix est suivie par une correction lors de la levée des contrôles ; puis, avec un délai de plus en plus court, on observe une nouvelle accélération de l'inflation, quand l'anticipation d'un nouveau blocage conduit les agents à accélérer leurs corrections de prix, afin d'entrer dans cette nouvelle phase avec les prix relatifs les plus favorables.

Cette dynamique instable illustre certaines des difficultés principales rencontrées par les programmes hétérodoxes. Les hautes inflations conduisent en effet à un affaiblissement marqué des contraintes de concurrence réelle, en raison entre autres de coûts de transactions élevés, d'une faible lisibilité des prix relatifs et des obstacles à l'entrée de nouveaux concurrents. On observe à la fois une grande rigidité des prix relatifs en moyenne période, et des variations intenses en très courte période. Dès lors, un blocage des prix est susceptible d'avoir des effets redistributifs très importants, si bien qu'après sa levée le réajustement immédiat des prix relatifs peut réamorcer les mécanismes d'inflation inertielle, même dans un cadre où les anticipations privées et la politique monétaire sont correctement orientées. Ce mécanisme s'observe sur les marchés de biens, sur les revenus salariaux, mais aussi sur les marchés financiers : la correction retardée des prix d'actifs, quand l'inflation mensuelle tombe de 50 % à 5 %, peut entraîner des transferts de richesse massifs des débiteurs aux créiteurs. Traités avec beaucoup d'attention dans le cas israélien ou dans le plan argentin de 1985 (voir Heyman [1987]), ces problèmes ont été clairement, par la suite, une cause majeure d'échec.

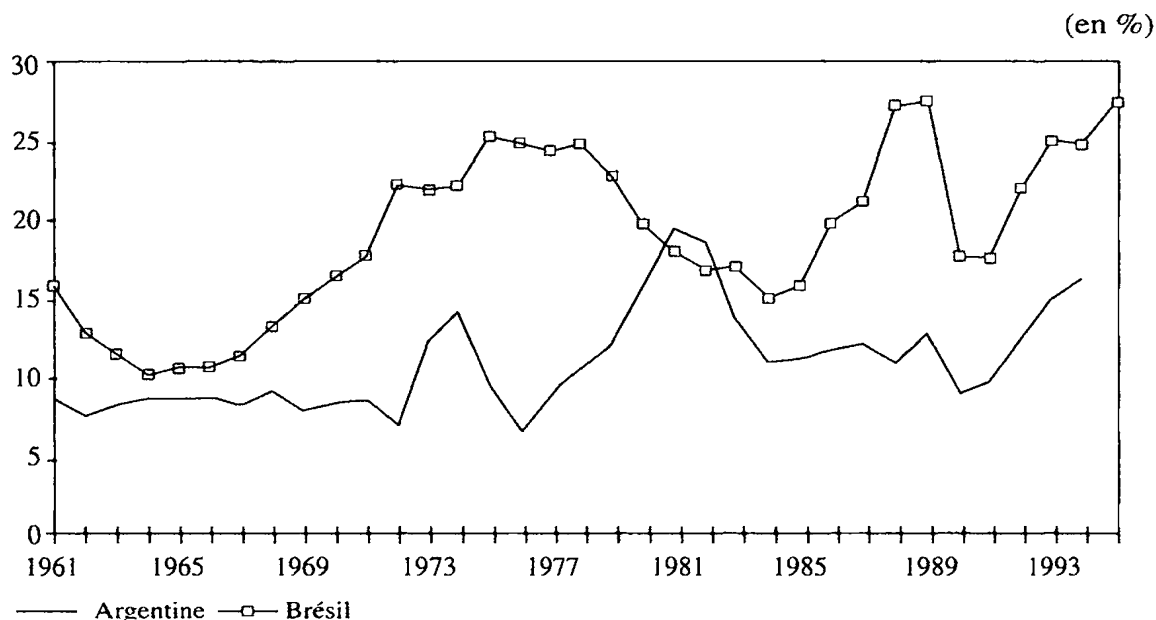
Hyperinflation et démonétisation, 1989-1994

Après une longue phase de résistance à une crise inévitable, l'hyperinflation argentine de 1989 s'est développée selon un schéma classique : un décrochage brutal du taux de change, en mars, a amorcé une dynamique d'auto-accélération de l'inflation, à travers des interactions à très court terme entre taux de change et prix internes ; celles-ci ont été accentuées par l'effet Oliveira-Tanzi de réduction inflationniste des recettes fiscales et par la chute brutale de l'activité, signes que les mécanismes de défense de l'économie réelle avaient été rompus. L'inflation a atteint 115 % en juin, puis 196 % en juillet. Dans un second temps, un plan de stabilisation partiel, de type orthodoxe, lancé à la fin de ce mois, a échoué dès

1. Voir notamment Giorgio [1989]. Ceci rappelle que l'hyperinflation est une forme de défaut de paiement public, financé par une taxe sur le capital qui peut toucher virtuellement toutes les catégories d'agents.

novembre et a ouvert immédiatement sur une seconde phase d'hyperinflation, jusqu'en mars 1990. Au-delà, une période intermédiaire a permis une stabilisation par étape de l'inflation, ramenée à moins de 10 % par mois au début de 1991, avant le lancement de la *Loi de convertibilité* en avril (Canavese [1992]). Cette expérience, qui contredit en partie le principe admis qu'il n'y a pas de sortie graduelle de l'hyperinflation, a reposé sur deux instruments : des programmes successifs de correction budgétaire et l'échange forcé, à la fin de décembre 1989, de plus de la moitié des dépôts bancaires, contre des obligations publiques à moyen terme, libellées en dollars et à intérêts capitalisés. Cette opération, qui achevait quasiment le processus de démonétisation, sanctionnerait l'incapacité des autorités de soutenir à des taux d'intérêt viables le stock monétaire résiduel. Statistiquement, à la fin de 1989, l'agrégat monétaire large M3 a été réduit *de facto* à l'agrégat M1, qui représentait alors 3,2 % du PIB et devait subir une nouvelle érosion inflationniste dans les semaines suivantes, le ramenant à 2,1 %. Au-delà de ce point, la seule option restante était la dollarisation totale.

Graphique 2. Argentine, Brésil : crédit domestique / PIB, 1961-1995



Source : Statistiques financières internationales (moyennes annuelles calculées sur la base de cinq données trimestrielles).

Au Brésil, l'échec rapide de la stabilisation hétérodoxe de 1986 a été également suivi par une longue période de désordre financier et monétaire, marquée par un recours croissant aux recettes de seigneurage. Ceci a conduit, au début de 1990, à une phase d'hyperinflation, interrompue par le *plan Collor*, en mars, d'inspiration orthodoxe¹. Son échec, en moins d'un an, a ouvert sur une nouvelle phase d'accélération de l'inflation, un peu moins rapide que précé-

1. Voir, sur cette période : Modiano [1991], Bruno et al. [1991 et 1993], Kiguel et Liviatan [1991].

demment : elle a été finalement interrompue par le *plan Real*, au premier semestre 1994, au moment où l'inflation mensuelle atteignait de nouveau le seuil de 50 %. Si cette expérience présente certains aspects comparables à l'hyperinflation argentine, les mécanismes d'indexation spécifiques à l'économie brésilienne ont pesé fortement. Une inflexion décisive a été l'émission, à partir de 1987, de titres de dette publique puis privée, d'une maturité de un à cinq jours, soit des actifs hautement liquides et dotés d'une rémunération réelle élevée ; Les principales banques commerciales ont lancé rapidement des fonds de placements, investis dans ces titres et destinés à l'ensemble de leur clientèle privée, qui a pu recevoir sur cette base des chèquiers. Dès 1989, cet encours financier représentait plus de 25 % du PIB et s'était dans une large mesure substitué aux dépôts bancaires traditionnels, moins bien rémunérés¹.

Cette innovation a eu des conséquences à long terme sur le système financier brésilien. D'abord, elle a permis une « refinanciarisation » de l'économie, malgré l'instabilité monétaire croissante et l'illisibilité de la politique économique. Alors que les banques argentines perdaient rapidement leur marché intérieur et leur solvabilité, leurs homologues brésiliennes entraient dans une période de croissance rapide de leurs bilans, de leurs bénéfices et de leur investissements physiques (informatisation, etc.). En d'autres termes, il y a eu une stabilisation *de facto* de la fonction de réserve de valeur, qui en Argentine était soit détruite, soit transférée à l'étranger (fuite de capitaux généralisée)². Cette nouvelle étape dans l'accommodement à la haute inflation a aussi accentué la disjonction de la monnaie et de la finance, qu'illustre indirectement la moindre sensibilité de l'économie réelle à l'inflation. La crise de 1989 s'est accompagnée en Argentine d'une chute de 6,2 % du PIB, contre 4,4 % au Brésil en 1990 puis une croissance de 5,3 % en 1993, pendant la dernière phase d'accélération inflationniste. Cependant, ceci n'a pas empêché une démonétisation profonde, limitée toutefois à la monnaie non rémunérée M1, contrairement aux autres expériences d'hyperinflation qui ont touché tous les agrégats. Ainsi, en décembre 1989, quand en Argentine l'ensemble des dépôts était consolidé sur dix ans, égalisant les agrégats M1 et M4, le rapport de ces deux grandeurs était au Brésil de 1 à 4,4 ; en juin 1994, à la veille de la stabilisation nominale, il était de 1 à 18,2. Au-delà du caractère plus ou moins violent de l'inflation, les effets pour la conduite de la politique monétaire sont cependant proches : le contrôle de la Banque centrale sur les agrégats nominaux et sur le change devient très ténu, alors même que la réduction de la base de prélèvement du seigneurage accentue les pressions inflationnistes³.

1. Dans les statistiques officielles brésiliennes, l'agrégat M1 est défini de manière conventionnelle, mais la quasi-monnaie est constituée essentiellement de la dette publique liquide ainsi que des fonds de placement privés.

2. Le volume relatif des agrégats monétaires larges ou du crédit domestique sont une bonne approximation de la taille d'un marché bancaire ; la démonétisation peut alors s'analyser comme un choc d'offre sur l'« industrie bancaire », entraînant une chute de la productivité, des destructions de capacités et une détérioration durable des conditions de rentabilité.

3. L'apparition, en fin de période, de contrats indexés sur des marchés à terme était une autre indication du caractère non soutenable de cette dynamique, en raison du caractère directement autoréalisateur qu'auraient pris alors les anticipations d'inflation.

LA STABILISATION

En dépit de la diversité des expériences nationales, les conditions de préparation du *plan Real* et de la *Loi de convertibilité* présentent de nombreux points communs. Ainsi, la réduction extrême des capacités d'emprunt interne et externe de l'État a imposé *de facto* aux deux pays un rééquilibrage préalable du déficit budgétaire : il représentait 1,5 % du PIB en Argentine, en 1990, et 1,2 % au Brésil en 1993, années précédant les stabilisations. De même, les dévaluations massives, lors des hyperinflations, rendaient superflue toute correction forte au moment de la stabilisation : l'Argentine avait un excédent courant de 3,2 % du PIB en 1990, et le Brésil était en équilibre en 1993 ; dans les deux cas, la perspective d'une réduction de la dette extérieure, dans le cadre de l'initiative *Brady*, contribuait aussi à une re-solvabilisation externe et interne de l'État. Par ailleurs, ces deux plans ne comprenaient aucun effet de surprise et ont été discutés et votés plusieurs semaines avant leur lancement. Vraisemblablement, la faible crédibilité des pouvoirs publics, après dix années de stabilisations avortées, interdisait toute stratégie reposant sur un ajustement quasi immédiat des anticipations, dans le cadre d'un « changement de régime », au sens de Sargent [1982]. Ils évoquent donc une logique délibérative, portant une forme de coordination *ex ante*, plutôt qu'un mécanisme à la fois individualiste et « psychologique » tel celui avancé par Sargent.

En Argentine : un régime de règles extrêmement strict

Le régime de *Currency Board* adopté par l'Argentine en mars 1991 représente une expérience exceptionnelle de politique économique dans un pays de cette taille. Souvent pratiqué dans les colonies britanniques jusque dans les années cinquante, ce mécanisme n'est observé depuis lors que dans des États de petite taille ou des économies en transition (Hong-Kong, Estonie, Lituanie, Bulgarie). Son principe est relativement simple. D'une part, le taux de change est fixé définitivement : le peso argentin vaut un dollar depuis avril 1991, lequel a cours légal en Argentine, ce qui définit une situation de bimonétarisme ; d'autre part, la monnaie de réserve M0 émise par la Banque centrale doit être gagée à 100 % sur ses avoirs en devises ou en or. Toute émission de monnaie nationale doit donc correspondre à une entrée nette de devises et, inversement, une perte de réserves de change entraîne automatiquement une réduction de l'encours de monnaie-Banque centrale et un effet multiplicateur négatif sur le crédit domestique ; les réserves obligatoires sont le seul instrument intermédiaire disponible et ne sont pas utilisées dans une perspective de régulation macroéconomique. Seul l'État, dans les limites de ses capacités de financement, peut intervenir comme prêteur en dernier ressort auprès des banques commerciales¹.

La *Loi de convertibilité* ne se réduit donc pas à une stratégie radicale d'ancrage nominal du change : le bimonétarisme est inscrit dans la constitution monétaire, et il n'est ni présenté ni géré comme une règle provisoire. Toutes les

1. Celles-ci ont permis de contrôler *in extremis* la « crise mexicaine » de 1995 ; voir Banco Central [1996] et Sgard [1996]. Par ailleurs, le *Currency Board* permet de conserver les recettes de seigneuriage, *via* les intérêts sur les réserves de change.

réformes incrémentales apportées depuis 1991 ont visé à renforcer sa crédibilité : réduction des coûts du change, libre détention des actifs libellés dans chaque monnaie, égalisation des ratios de réserves obligatoires, etc. Enfin, lors de la crise mexicaine de 1995, l'ensemble des réserves détenues par les banques commerciales à la Banque centrale ont été dollarisées, si bien que les transactions interbancaires de gros se réalisent désormais en dollars.

D'un point de vue de dynamique macroéconomique, la contrainte principale du *Currency Board* est sa capacité très limitée de répondre à des chocs exogènes, sous la forme principalement de chocs d'offre, qu'ils soient de nature interne (sur les coûts salariaux ou la solvabilité des banques par exemple), ou plus probablement externe (une sortie de capitaux ou une dégradation des termes de l'échange). Comme dans le régime d'étalon-or classique, les agents microéconomiques sont donc exposés directement à ces perturbations, dont les effets se transmettent principalement à travers les marchés de facteurs : les coûts de production unitaires sont la principale variable d'ajustement au change réel, tandis que les banques sont exposées à des risques directs, à la fois sur leur actif (une appréciation du change réel entraînant par exemple des faillites d'entreprises) et sur leurs ressources, au passif. L'anticipation d'une crise de liquidité peut ainsi précipiter une conversion massive des dépôts en *cash* qui, ne pouvant être endiguée par un prêteur en dernier ressort, aboutira à des phénomènes de *credit crunch*, voire à des faillites en chaîne – deux issues pouvant avoir des conséquences durables sur les capacités d'offre de l'économie.

Brésil : une monnaie de synthèse

Le *plan Real*, mis en place entre février et juillet 1994, reposait sur une prémise comparable à la stabilisation finale argentine. Prenant acte de la démonétisation aiguë de l'économie, la *Loi de convertibilité* a précipité délibérément la dollarisation de l'économie : dans un régime de change fixe crédible et de libre circulation des biens et des capitaux, ceci devait produire une désinflation immédiate, au moins pour les biens échangeables. Suivant une démarche formellement comparable, le *plan Real* a rompu l'inertie inflationniste au moyen d'une indexation totale et délibérée de la monnaie nationale, cette fois-ci sur un indice interne, conformément à l'expérience de ce pays¹.

La première étape du *plan Real*, de février à juin 1994, a consisté à donner à l'économie un indexateur interne unique, ce qui achevait un processus engagé de manière largement spontanée et non coordonnée depuis 1964. Cet index, l'UVR (Unité de valeur réelle), a été publié quotidiennement par la Banque centrale à partir de la fin février 1994 et était lié *de facto* au dollar. Au même moment, la loi a imposé que l'indexation de *tous* les salaires ainsi que de *tous* les nouveaux contrats reposent uniquement sur l'UVR, qui a donc pris cours forcé ; des incitations étaient aussi incluses pour convertir les contrats antérieurs à la nouvelle unité. En d'autres termes, alors que la multiplication des indices sectoriels, régionaux, journaliers, hebdomadaires, etc., avait progressivement fractionné la fonction d'unité de compte, la reconstruction d'une monnaie natio-

1. Arida et Lara-Resende [1985] ont exposé les premiers la logique de ce programme ; voir aussi Franco [1995].

nale s'est amorcée par la « nationalisation » de l'indexateur, conçu ainsi comme un bien public, dans un cadre où l'ancienne monnaie, le cruzeiro, restait le seul instrument de paiement légal.

Le résultat est qu'au bout de quatre mois ces deux fonctions monétaires classiques étaient presque entièrement séparées : virtuellement, la hausse de prix de 48 % observée en juin 1994 correspondait à un glissement homothétique de l'ensemble des prix nominaux, toute dérive en UVR démarquant uniquement une variation de prix relatifs¹. Sur cette base, la réforme monétaire au sens strict, le 1^{er} juillet 1994, a transformé cet indice unique en une monnaie entière, le real, à qui on a transféré la fonction de paiement et le cours forcé. L'ensemble des prix, des contrats et des actifs monétaires et financiers a été converti, les anciennes coupures ont été échangées, la Banque centrale a engagé une politique monétaire et une politique de change en real. Qui plus est, formellement, au 1^{er} juillet, la nouvelle unité était aussi parfaitement désindexée que le cruzeiro, la veille, était parfaitement indexé sur l'UVR : seul le maintien d'un ancrage tiers et externe (sur le dollar, l'or ou le blé par exemple) aurait pu survivre à la conversion en real. Au-delà, malgré l'interdiction formelle de toute indexation pendant un an, la puissance des mécanismes implicites d'indexation ne fait toutefois guère de doute, et pourront donc réapparaître spontanément dans les contrats privés : le *plan Real* a brisé l'inertie sans toucher réellement aux mécanismes de formation des prix, contrairement aux programmes hétérodoxes réussis.

De 48 %, l'inflation est tombée à 7,8 % en juillet, puis 1,9 % en août ; elle est restée inférieure à 2 % mensuel pendant les deux années suivantes. Cette fin abrupte de l'inflation, comparable à celle observée en Allemagne en 1923, ou en Israël en 1986, a donc validé ce programme et ses prémices théoriques originales. En termes de croissance, la stabilisation a été accompagnée d'une accélération de la reprise observée dès 1993, puis d'un retour à un rythme de 3 à 4 %, ce qui est faible au regard des 7,5 % affichés en moyenne par l'Argentine au cours des quatre premières années d'après-stabilisation.

Quels antécédents ?

La quasi-totalité des plans de stabilisation des années quatre-vingt a reposé *de facto* sur la fonction monétaire de moyen de paiement et a cherché à lui rendre la fonction d'unité de compte que les agents avaient progressivement transférée sur des indexateurs exogènes (devises internationales ou indices de prix). Dans les deux expériences présentes, cette priorité est inversée. La *Loi de convertibilité* argentine confère de manière durable à l'indexateur les fonctions d'une monnaie complète, par l'institutionnalisation du bimonétarisme et le refus d'envisager un retour à un régime de Banque centrale classique.

De manière plus radicale, le *plan Real* a réintégré en deux temps les fonctions monétaires classiques dans une monnaie domestique unique. Contrairement aux plans hétérodoxes des années quatre-vingt, l'UVR fournissait aux agents le bien public permettant de stabiliser les prix relatifs *avant* la désinflation nominale, et non *au cours* de celle-ci. Sans réduire *a priori* leur rigidité à moyen terme, ceci permettait de lancer la réforme monétaire dans un environne-

1. L'inflation en UCR a été estimée à 3,7 % de février à juin (Sachs et Zini, [1995]).

ment « purgé » de la très forte instabilité à court terme des prix relatifs, ce bruit de fond de la haute inflation qui accroît massivement les risques redistributifs et l'inertie. En effet, depuis l'introduction de l'UVR, en février 1994, jusqu'au succès confirmé du plan, à l'automne, seule une reprise de l'inflation dans la nouvelle unité représentait un risque immédiat pour les agents, limité toutefois par le traitement préalable de l'inertie et des déséquilibres de demande. Les deux sources de dérapage microéconomique étaient donc réduites : les mesures « hétérodoxes » de désindexation ou de blocage des prix étaient sans objet, et le rôle de l'ajustement instantané des anticipations était réduit au minimum. Pratiquement, l'annonce préalable du plan et la garantie qu'il n'y aurait aucune « surprise » ultérieure donnaient virtuellement aux agents la connaissance entière du « vrai modèle » de la stabilisation, trois mois avant son lancement. Aussi, au 1^{er} juillet, il ne restait plus quasiment qu'à réaliser un simple changement de numéraire, sans choc macro ou microéconomique. C'était l'idéal d'une stabilisation monétaire neutre.

Par rapport aux débats des années quatre-vingt, la filiation intellectuelle du *plan Real* l'inscrit dans la lignée des théories hétérodoxes, notamment par l'analyse du fractionnement des fonctions monétaires dans le cadre d'une inflation inertielle. Toutefois, sa logique l'en éloigne nettement, en particulier par le traitement des anticipations et l'absence d'interférence dans les transactions décentralisées (hormis le monopole de l'UVR). Pour autant, ce plan ne se rattache pas non plus à la tradition des programmes monétaristes, dans lesquels la stabilisation se réalise sans coût réel dès lors que les anticipations sanctionnent sans délai un « changement de régime », manifesté notamment par une nouvelle constitution monétaire. Rien de tel ici : le *plan Real* n'inclut pas de correction macroéconomique, il ne comporte *aucune* réforme institutionnelle (sinon l'échange monétaire) et *aucun* engagement sur la politique économique ultérieure. Des marges de manœuvre appréciables ont d'ailleurs été exploitées, qui n'existent pas dans le cadre argentin : une politique de change relativement discrétionnaire, la stérilisation des flux de capitaux, un prêteur en dernier ressort très actif, le financement de déficits budgétaires non négligeables. Ici s'inscrit l'opposition la plus forte entre l'expérience brésilienne et le programme bimonétaire argentin, dont les règles sont à bien des égards plus restrictives que celles observées au XIX^e siècle dans les pays dominants d'Europe occidentale sous l'étalon-or¹.

L'APRÈS-STABILISATION : QUELS AJUSTEMENTS DE CHANGE ?

Si les constitutions économiques montrent un clivage profond, il serait toutefois étonnant que des expériences aussi extrêmes de démonétisation produisent, après la stabilisation, des environnements monétaires aussi antithétiques que les suggèrent les règles du *Currency Board* et le dispositif formellement discrétion-

1. On peut comparer ici la crise bancaire anglaise de 1847 telle qu'analysée par Dornbusch et Frenkel [1984] et la crise argentine de 1985 (Banco Central [1996], Sgard [1996]).

naire conservé au Brésil. Une comparaison approfondie, commençant par la dynamique de la dette publique et des taux d'intérêt dans les deux pays, dépasserait les limites de cet article ; la question du taux de change donne cependant des indications sur le type de contraintes qu'exerce à long terme une expérience d'hyperinflation.

On a vu que, dans les deux pays, le développement des mécanismes d'indexation internes ou externes a détruit la monnaie en fractionnant les fonctions classiques d'unité de paiement et de mesure. Inversement, le succès de la désinflation, qui stabilise surtout l'unité de paiement, doit être prolongé d'une réintégration durable, dans la même monnaie, de ces deux fonctions : c'est ce qu'a illustré le recul de la dollarisation, en Israël et en Pologne, dans les années qui ont suivi la stabilisation nominale. À défaut, la monnaie nationale aura des capacités limitées d'ajustement des prix relatifs, et sa capacité de coordination restera faible ou vulnérable. En effet, le taux de change se fixe sur le plan externe par rapport à l'unité de paiement, mais se définit sur le plan interne comme le prix relatif des biens échangeables et non échangeables, ce qui le rattache à l'unité de mesure¹.

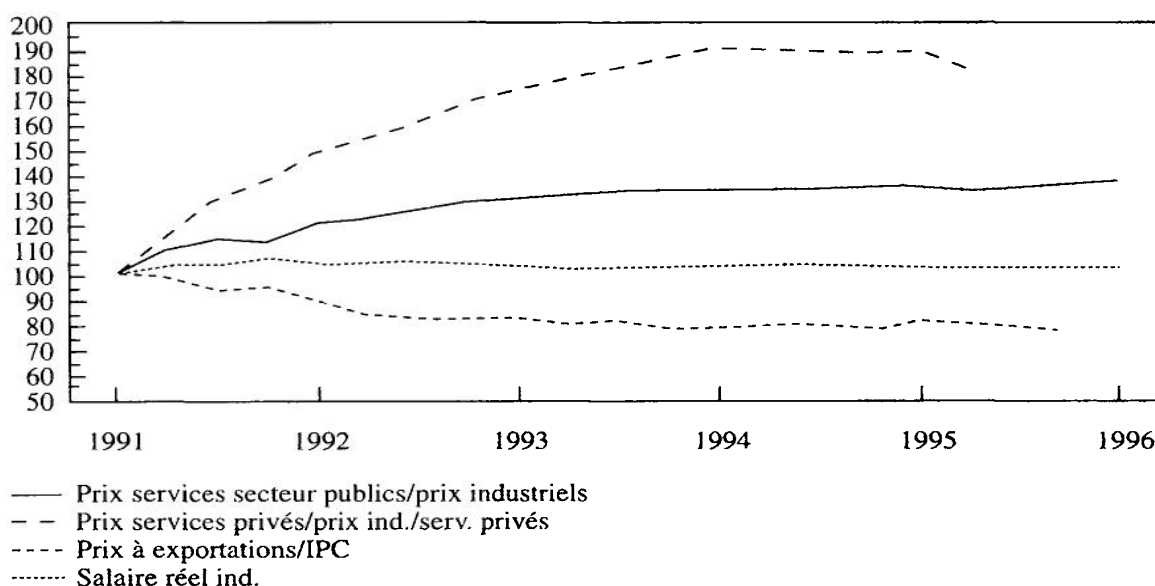
De ce point de vue, le régime bimonétaire argentin a verrouillé institutionnellement l'ancrage de l'unité de paiement nationale (le peso) sur l'unité de compte exogène (le dollar), ce qui sanctionne l'incapacité de reconstruire une monnaie nationale entière : pour rompre l'inflation, il a fallu importer l'échelle de prix et le rythme d'inflation internationaux, ce qui a reporté entièrement sur des mécanismes internes l'ajustement des termes de l'échange du secteur exportateur. Ceci peut passer par des gains de productivité, une concurrence plus forte dans le secteur protégé, et sinon par les mécanismes de correction en vigueur sous l'étalon-or (hausse des taux d'intérêt ou perte non stérilisable de réserves de change). Dans le cas brésilien, on a observé d'abord une succession rapide des règles de change. De février à juin 1994, l'UVR a été *de facto* ancrée au pair sur le dollar, puis, arguant des bonnes performances de l'économie réelle, le gouvernement l'a réévalué à 92 cents américains lors de la réforme monétaire. Ce taux a été maintenu pendant huit mois, puis a été remplacé en mars 1995, sur une base purement discrétionnaire, par un mécanisme de type bande oblique². Or, sur le plan interne, cette apparente liberté de manœuvre est limitée par la puissance des mécanismes inertiels sous-jacents et par une remonétisation très partielle : la monnaie non rémunérée M1 représentait toujours 3,2 % du PIB au second trimestre 1996, contre 2,3 % deux ans plus tôt. Ceci laisse des doutes quant au contrôle effectif de la Banque centrale sur les dynamiques nominales, et donc sur sa capacité à ne pas accommoder tout choc exogène. La dégradation des termes de l'échange interne du secteur exportateur, depuis 1994, reflète donc une vulnérabilité importante de la stabilisation brésilienne (graphique 3).

Dans ces conditions, la dynamique d'accélération inflationniste « par plateaux », observée à partir du milieu des années soixante-dix, pourrait réé-

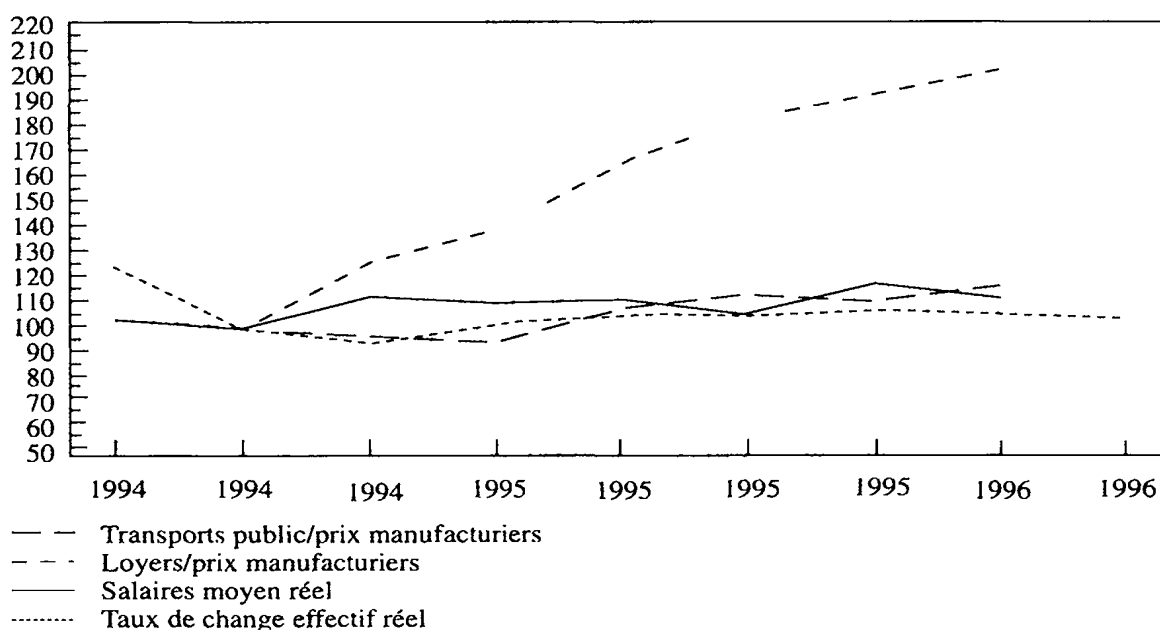
1. En 1995, les exportations de biens et services représentaient 10,6 % du PIB en Argentine et 11 % au Brésil.

2. Cette stratégie de sortie d'ancrage a déjà été adoptée avec succès, sous la forme proche d'un *crawling peg*, à la suite de plusieurs plans à composante hétérodoxe, notamment en Israël [1985] et en Pologne [1990].

Graphique 3. Prix relatifs



BRÉSIL, 1994-1996



merger très vite et montrer que le lien entre les deux fonctions monétaires reste très vulnérable, en dépit d'une inflation basse. Le test décisif serait un choc sur le change réel, impliquant une hausse du prix des biens importés qui, pour valider l'ajustement des profitabilités relatives, devrait échapper aux mécanismes d'indexation. Sinon, la politique de change serait neutralisée, non par un choix institutionnel comme en Argentine, mais parce que la dépréciation du change « n'atteindrait plus » la structure des prix relatifs, et n'aurait donc d'effet que sur leur niveau, c'est-à-dire sur l'inflation totale. L'après-plan *Real* se définirait donc par une forme d'ancrage paradoxal, qui ne viserait pas principalement

l'alignement des prix domestiques et internationaux, comme en Argentine, mais plutôt le risque que toute modification du taux de change se dissipe principalement en inflation, la faisant passer sur un pallier inertiel supérieur. Au demeurant, de nombreux observateurs estiment qu'un décrochage du peso argentin aurait les mêmes effets, toutes choses égales par ailleurs ce qui suggère que plus de cinq années de stabilité n'ont pas encore permis de réintégrer solidement les fonctions de paiement et de mesure.

Au moyen terme, dans les deux pays, la résistance aux chocs externes, comme la croissance et la stabilité nominale, semblent donc reposer principalement sur l'ajustement réel, porteur de gains de productivité et de discipline des prix intérieurs. Au-delà des sources de fragilité respectives de la monnaie brésilienne et du régime de *Currency Board*, ces deux stratégies de gestion de la démonétisation devraient donc être mesurées aussi à leurs capacités de guider les restructurations, point sur lequel leur opposition redevient très forte. Si les contraintes du *Board* ont contribué indirectement à une série de réformes profondes, conduites souvent dans l'urgence, leur rigidité a aussi accentué dangereusement les effets de la crise mexicaine de 1995, qui a eu un impact limité au Brésil. Inversement, dans ce second cas, un environnement plus souple expose les objectifs de moyen terme à des risques de politique économique plus immédiats, en particulier sur le change réel et la dette publique ; toutefois, une capacité d'adaptation plus large aux chocs et un système financier beaucoup plus puissant peuvent aussi appuyer une stratégie de réforme plus décentralisée et éventuellement plus négociée, ce qui peut aussi être un gage de stabilité à long terme.

CONCLUSION

Cet article a comparé les programmes de stabilisation originaux qui ont mis un terme, en Argentine et au Brésil, à plus de dix années de très haute inflation. En Argentine, un régime bimonétaire de change fixe, adossé à un mécanisme de *Currency Board*, impose des contraintes financières très fortes mais a permis une stabilisation durable et une remonétisation de l'économie. Au Brésil, le *plan Real* a reconstruit une monnaie entière, en stabilisant d'abord sa fonction d'unité de compte puis en réalisant une stabilisation nominale, par échange de numéraire. On a vu toutefois que dans les deux pays, au-delà d'expériences contrastées, une pression intense continue de s'exercer sur le lien entre les fonctions d'unité de paiement et d'unité de compte. Ceci rend très délicate toute politique de change active, ce qui reporte une grande part des contraintes d'ajustement sur l'économie réelle : telle est sans doute une des séquelles les plus importantes de toute expérience inflationniste prolongée. En revanche, des options différentes de défense contre l'inflation, sur un plan surtout microéconomique, ont contribué à différencier nettement les trajectoires ultérieures. Au-delà de ces deux expériences, on peut penser toutefois qu'à l'avenir le modèle argentin restera une option ultime de stabilisation, pour des économies arrivées en phase terminale de dollarisation (Avramov et Sgard [1996]) ; par contre, la spécificité de l'expérience brésilienne d'indexation interne rend sans doute le *plan Real* peu généralisable, en dépit de l'intuition économique brillante sur laquelle il a reposé.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGLIETTA M., ORLÉAN A. [1982], *La violence de la monnaie*, Paris, PUF.
- ARIDA P., LARA RESENDE A. [1985], « Inertial Inflation and Monetary Reform : Brazil », dans WILLIAMSON J. (ed.), *Inflation and Indexation, Argentina, Brazil and Israel*, Washington, I. I. E..
- AVRAMOV R., SGARD J. [1996], « Bulgaria : from Enterprise Indiscipline to Financial Crisis », *Moct-Most*, 6.
- BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA [1996], *Boletín Monetario y Financiero*, janvier-mars.
- BRUNO M. ed. [1988], *Inflation Stabilization : The Experience of Israël, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, Cambridge (Mass.), MIT Press.
- BRUNO M. ed. [1991], *Lessons from Economic Stabilization and Its Aftermath*, Cambridge (Mass.), MIT Press.
- BRUNO M. [1993], *Crisis, Stabilization, and Economic Reform, Therapy by Consensus*, Oxford, Clarendon Press.
- CAGAN P. [1956], « The Monetary Dynamics of Hyperinflation », dans FRIEDMAN M. (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, Chicago University Press.
- CANAVESE A. [1992], « Hyperinflation and Convertibility-based Stabilization in Argentina », dans ZINI A. (ed.), *The Market and the State in Economic Development in the 1990's*, Amsterdam, Elsevier.
- DORNBUSCH R., FRENKEL J.A. [1984], « The Gold Standard and the Bank of England in the Crisis of 1847 », dans BORDO, SCHWARTZ (ed.), *A Retrospective on the Classical Gold Exchange Standard*, NBER, Chicago University Press.
- DORNBUSCH R., FISCHER S. [1986], « Stopping Hyperinflations, Past and Present », *Weltwirtschaftliches Archiv*, 122.
- DORNBUSCH R., SIMONSEN M. H. [1987], « Inflation Stabilization with Incomes Policy Support », Group of Thirty, New York.
- DORNBUSCH R., STURZENEGGER F., WOLF H. [1990], « Extreme Inflation : Dynamics and stabilization », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- FRANCO H B. [1995], *O Plano Real e outros ensaios*, Rio de Janeiro, Francisco Alves. (portugais).
- GIORGIO L. A. [1989], « Crisis financiera, Reestructuración bancaria y hiperinflación en Argentina », *Mimeo*, Buenos Aires, Banco Central de la Republica de Argentina. (espagnol).
- HEYMANN D. [1987], « The Austral Plan », *American Economic Review*, 77 (2).
- LLACH J.J. [1985], « La naturaleza institucional e internacional de las hiperinflaciones », *Mimeo*, Buenos Aires, Instituto Torcuato di Tella (espagnol).
- KIGUEL M., LIVIATAN N. [1988], « Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies : Lessons from Latin America », *The World Bank Economic Review*, 2 (3), septembre.
- MODIANO E. [1990], « A Opera dos três cruzados : 1985-1989 », dans PAIVA ABREU M. (ed.), *A Ordem do Progresso, cem anos de política economica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro, Campus (portugais).
- OSBAND K., VILLANUEVA D. [1993], « Independant Currency Authorities, an Analytic Primer », *IMF Staff Paper*, 10,1.
- SACHS J., ZINI A. [1995], « A inflação brasileira e o "Plano Real" », *Revista de Economia Política*, 15 (2) (portugais).

- SALAMA P., VALLIER J. [1990], *L'économie gangrénée, essai sur l'hyperinflation*, Paris, La Découverte.
- SARGENT T. J., WALLACE N. [1981], « Some Unpleasant Monetary Arithmetics », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 3.
- SARGENT T.J. [1982], « The Ends of Four Big Inflations », dans HALL R.E. (ed.), *Inflation : Causes and Effects*, Chicago, Chicago University Press.
- SGARD J. [1996], « L'économie argentine après cinq années de *Currency Board* », *Mimeo*, CEPIL.
- SIMONSEN M. H. [1995], *30 anos de indexação*, Rio de Janeiro, Fundação Vargas, 1995 (portugais).
- VEGH C. [1992], « Stopping High Inflation : An Analytical Overview », *IMF Staff Paper*, septembre.