

# Politique monétaire et transition vers un taux de change flottant

## L'expérience du Brésil

La crise qui a éclaté en Asie en 1997 s'est très vite propagée aux autres régions en développement d'où les investisseurs, cédant à la panique, se sont désengagés. Le Gouverneur de la Banque centrale du Brésil rappelle les mesures qui ont été prises pour éviter que ce tarissement soudain des entrées de capitaux privés étrangers n'entraîne un désastre financier.

*Arminio Fraga*



**Arminio Fraga**  
est le Gouverneur  
de la Banque centrale  
du Brésil.

**L**A CRISE FINANCIÈRE a frappé, début 1999, une économie brésilienne doublement handicapée par la fragilité de sa situation budgétaire et de sa balance des paiements. Au milieu de 1998, le budget consolidé accusait un déficit primaire, les dépenses publiques (hors paiements d'intérêts) dépassant les recettes. La dette intérieure de l'État, qui atteignait 40 % du PIB, avait été contractée pour l'essentiel à court terme. Le déficit extérieur courant approchait 5 % du PIB, alors même que le Brésil semblait dans la récession. Comme souvent dans les pays vulnérables, c'est alors qu'une crise économique a éclaté : après le défaut de paiement de la Russie en août, les entrées de capitaux ont cessé.

Ces événements ont contraint le gouvernement à laisser flotter le real et déclenché un vent de panique en janvier 1999. Un mois plus tard, la monnaie brésilienne s'échangeait à 2,15 reals pour 1 dollar (contre 1,20 en début d'année). La situation était alarmante et le Brésil semblait courir à la catastrophe. La réaction de panique face à la dévaluation aurait pu en effet provoquer de graves déséquilibres en alimentant l'inflation et en plongeant le pays dans la récession. Vu les antécédents du Brésil, la menace inflationniste était on ne peut plus pertinente : on

prévoyait alors une inflation comprise entre 30 et 80 % et une contraction du PIB (de -3 à -6 %) en 1999.

### Calmer les esprits

Une première décision devait être prise : revenir à une parité fixe ou administrée, ou continuer de laisser flotter le real. Des considérations de zone monétaire optimale nous ont fait opter pour le maintien du flottement. Il a fallu par conséquent trouver un nouveau point d'ancrage nominal. Le ciblage d'un agrégat monétaire semblait irréaliste compte tenu, en particulier, des incertitudes entourant la crise qui s'abattait sur notre économie. L'autre solution aurait été de mener une politique totalement discrétionnaire sans point d'ancrage explicite. Mais le degré d'instabilité que nous anticipions exigeait de notre part un engagement à la fois plus ferme et plus transparent : aussi notre choix s'est-il porté sur le ciblage de l'inflation.

La seconde décision consistait à fixer la date à laquelle annoncer l'objectif d'inflation. Fallait-il le faire immédiatement ou valait-il mieux attendre un début d'accalmie? Nous aurions pris trop de risques en annonçant tout de suite un objectif pluriannuel. Il ne fallait pas «saborder» ce qui

«Nous avons  
répondu à la crise  
en conjuguant  
rigueur budgétaire,  
resserrement  
monétaire  
(accompagné  
d'un ciblage de  
l'inflation) et  
aide financière  
extérieure.»

paraissait être la bonne solution à long terme pour le Brésil en indiquant un taux qui serait soit trop facile à atteindre, soit à l'évidence hors de notre portée. Nous savions que l'inflation ralentirait pour peu que des mesures adéquates soient prises, mais nous ignorions encore à quel niveau elle culminerait d'abord et à quel rythme elle régresserait. Nul n'aurait pu dire non plus comment le marché réagirait à cette annonce et quelle serait la réponse de l'économie elle-même.

Nous avons donc opté pour une solution en deux temps. En mars 1999, nous avons annoncé 1) notre objectif de ramener l'inflation sous la barre des 10 % (en rythme annuel) au quatrième trimestre 1999, et 2) la mise en place du dispositif complet de ciblage de l'inflation pour la fin de juin. L'objectif annoncé pour la fin de l'année a servi dès lors de point d'ancrage temporaire et aidé à endiguer la panique.

À ce stade, nous disposions d'un atout : le retournement spectaculaire de la situation budgétaire six mois avant la crise. Entre octobre et février, le gouvernement avait pris en effet une série d'initiatives importantes dans ce domaine. Non sans mal, puisque quelques propositions majeures, refusées dans un premier temps par le Congrès, avaient dû être présentées à nouveau. Mais le Brésil est parvenu finalement à transformer son déficit primaire de 1997 (1 % du PIB) en un excédent cumulé égal à 3 % du PIB fin 1998-début 1999. C'était essentiel : sans cet excédent, les craintes suscitées par l'évolution future du ratio dette/PIB se seraient encore accentuées.

Cela dit, le rétablissement budgétaire du Brésil inspirait alors une confiance limitée. Les taux d'intérêt plafonnaient encore à 39 % — niveau atteint avant le flottement du real — et nous devions décider s'il fallait agir sur eux et dans quelle mesure. En choisissant de nous fonder principalement sur l'inflation anticipée, nous avons *de facto* appliqué sans plus attendre un programme informel de ciblage de l'inflation.

Une première question se posait, celle de l'impact inflationniste de la dévaluation. Nous ne disposions pas encore de données fiables, car le taux de change flottant ne remplaçait que depuis peu le taux administré. Il a donc fallu procéder à quelques estimations rapides, à partir d'un coefficient de répercussion de la dévaluation sur l'inflation de 30 à 40 % (mesuré en fonction de la part estimée des biens échangés dans l'économie). Au taux de 2,15 reals pour 1 dollar, on pouvait s'attendre à une inflation extrêmement élevée. Il était donc impératif d'agir : nous avons relevé les taux d'intérêt à 45 %.

Bien qu'il soit toujours dangereux qu'un gouverneur de banque centrale donne son avis sur le marché, j'étais persuadé que le real allait vite atteindre des niveaux excessifs qui déclenchaient une surréaction des opérateurs, avec des conséquences négatives d'une ampleur imprévisible. Nous tablions sur des hypothèses raisonnables d'évolution de la balance des paiements et de la parité, qui semblaient mon-

trer qu'une dévaluation de 50 % du taux de change réel était plus que suffisante. Donc, si l'on parvenait à rétablir le calme, la surréaction du marché diminuerait, et il en irait de même des anticipations inflationnistes. Nous avons décidé alors de privilégier l'action sur les taux d'intérêt (comme la Réserve fédérale américaine) et annoncé immédiatement notre volonté de les orienter à la baisse entre les réunions du Comité de la politique monétaire. En d'autres termes, la banque centrale se réservait le droit d'abaisser les taux entre deux réunions du Comité sans lui demander un nouveau vote. Le marché a bien réagi puisque la courbe des rendements s'est inversée presque aussitôt, ce qui ne s'était pas produit depuis longtemps.

Pour augmenter encore nos chances de stopper la vague de panique, nous avons dû travailler sur un autre front, celui des financements internationaux. L'endettement de l'État étant déjà critique, une action limitée au relèvement des taux d'intérêt risquait d'apparaître comme un pas dans la mauvaise direction, celle de l'accroissement du ratio dette/PIB. La décote excessive du real sur le marché montrait en particulier que les opérateurs doutaient de la capacité du Brésil à financer la balance des paiements dans les mois à venir.

Le montage financier opéré sous l'égide du FMI a joué un rôle capital. Tout en formulant les mesures à prendre au plan interne, nous avons élaboré avec le FMI un programme de financement international couvrant la période avril-juin. Ce programme, qui reposait sur une évaluation prudente (mais somme toute raisonnable) de l'aptitude du Brésil à financer sa balance des paiements durant la période, prévoyait un renouvellement très limité des crédits venant à échéance, ainsi qu'un déficit de financement devant être couvert par des emprunts auprès d'institutions multilatérales et bilatérales.

Ces chiffres ont été présentés aux banques commerciales pour leur démontrer que la balance des paiements serait viable même si les lignes de crédit commercial et interbancaire n'étaient pas reconduites à 100 %. Nous avons ensuite demandé aux banques de nous accorder volontairement leur soutien. Des discussions ont été entamées avec différents groupes de banques représentant de grandes régions géographiques. Afin d'encourager un renouvellement général des lignes de crédit, chaque groupe devait être informé non seulement de l'état de ses propres créances sur le Brésil, mais aussi de l'exposition des autres régions. Il était aussi prévu que chaque groupe reçoive ensuite des rapports fréquents sur les prêts bancaires au Brésil. Ce parti pris de transparence destiné à faciliter la coordination des crédits s'est révélé efficace et, en août, les accords volontaires avec les banques sont devenus inutiles.

Ces chiffres ont été présentés aux banques commerciales pour leur démontrer que la balance des paiements serait viable même si les lignes de crédit commercial et interbancaire n'étaient pas reconduites à 100 %. Nous avons ensuite demandé aux banques de nous accorder volontairement leur soutien. Des discussions ont été entamées avec différents groupes de banques représentant de grandes régions géographiques. Afin d'encourager un renouvellement général des lignes de crédit, chaque groupe devait être informé non seulement de l'état de ses propres créances sur le Brésil, mais aussi de l'exposition des autres régions. Il était aussi prévu que chaque groupe reçoive ensuite des rapports fréquents sur les prêts bancaires au Brésil. Ce parti pris de transparence destiné à faciliter la coordination des crédits s'est révélé efficace et, en août, les accords volontaires avec les banques sont devenus inutiles.

### Répondre à la crise

En résumé, nous avons répondu à la crise en conjuguant rigueur budgétaire, resserrement monétaire (accompagné d'un ciblage de l'inflation) et aide financière extérieure.

Cette réponse a donné jusqu'ici des résultats étonnamment positifs. Le taux de change s'est stabilisé, puis est revenu très vite au-dessous de 2 reals pour 1 dollar. Les anticipations inflationnistes ont diminué, ce qui a permis d'intervenir sur les taux en mars 1999 pour les ramener en deux temps à 42 %, puis à 39½ %. Les taux d'intérêt du dollar sur le marché *onshore* ont enregistré un repli spectaculaire : après avoir dépassé 10 % et même 20 %, ils se sont stabilisés autour de 5 %, juste un peu au-dessus des taux internationaux. Nous n'avons plus besoin de capitaux à court terme autres que les crédits commerciaux nécessaires pour financer la balance des paiements.

Au cours des mois qui ont suivi, nous avons pu allonger (de six à douze mois environ) les échéances de la dette intérieure de l'État. En juin 1999, la vague de panique était derrière nous et, comme prévu, nous avons annoncé à la fin du mois nos objectifs d'inflation pour le reste de 1999 et les deux années suivantes. Ils sont de 8 %, 6% et 4 %, respectivement, pour 1999, l'an 2000 et 2001, et reposent sur un indice des prix à la consommation élargi (l'IPCA). Le ciblage aura donc une double fonction : l'une, permanente, d'ancrage nominal, et l'autre, transitoire, de référence pour la désinflation. Ce n'est pas sans rappeler ce qui s'est passé dans d'autres pays qui se sont donné des objectifs d'inflation juste après avoir mis en flottement leur monnaie.

Chaque objectif d'inflation peut évoluer dans une bande de  $\pm 2$  points. Cette marge est plus importante que dans la plupart des autres pays parce que nous n'avons pas encore d'indice du taux d'inflation «restreint», mais aussi parce que, à ce stade, la situation du Brésil est intrinsèquement plus incertaine qu'ailleurs. Nous avons pris soin de ne pas concentrer l'attention sur cette marge pour éviter que les anticipations s'écartent du chemin tracé. Elle nous donne simplement une certaine latitude pour réagir aux chocs sur l'offre et alerter le ministre des finances (par lettre ouverte) si l'objectif n'est pas atteint.

Le compte rendu des réunions mensuelles du Comité de la politique monétaire est publié quinze jours après leur tenue, et ce décalage sera bientôt ramené à une semaine. Nous publions aussi un rapport trimestriel sur l'inflation qui, depuis septembre 1999, est disponible simultanément en portugais et en anglais. Les deux versions peuvent être consultées sur le site Internet de la banque centrale ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)). Ce document très détaillé est calqué sur les rapports d'information publiés par la Suède et le Royaume-Uni.

L'économie brésilienne a bien résisté à la crise. Malgré les chocs internes et externes qui se sont succédé depuis juin, le real a flotté librement si l'on excepte quelques interventions très limitées de la banque centrale, qui ont été à chaque fois annoncées en fin de journée. L'inflation est restée dans l'intervalle de tolérance en 1999 puisqu'elle a atteint 8,9 % et, selon une enquête assez poussée, on s'attend à ce qu'elle soit inférieure à 7 % en l'an 2000. Nous avons aussi enregistré — c'est tout à fait inattendu — deux trimestres consécutifs de croissance (qui s'expliquent en particulier par l'endettement limité du secteur privé brésilien et son exposition assez faible au risque de change lorsque la crise a éclaté). D'après les estimations, la croissance du PIB a approché 1 % en 1999 et pourrait atteindre 4 % en l'an 2000.

Le déficit courant du Brésil a diminué, tombant de 33 milliards à 24 milliards de dollars en 1999, et a été entièrement financé par un afflux sans précédent d'investissements directs étrangers (30 milliards de dollars). Les gains de compétitivité et l'amélioration de la conjoncture internationale créent des conditions telles que la chute des cours des produits de base ne devrait pas empêcher une forte reprise des exportations en l'an 2000, et l'on s'attend à ce que la balance commerciale dégage un excédent de l'ordre de 4 milliards de dollars malgré l'essor prévu des importations.

La politique de ciblage de l'inflation a débuté sous des auspices favorables. L'adoption par le FMI — lors de la revue récente du programme — d'un mécanisme de consultation sur les objectifs d'inflation est une «première» qui confirme que notre politique monétaire est sur la bonne voie.

Sur le plan microéconomique, nous venons de refondre la réglementation du marché monétaire et du marché des effets représentatifs de la dette intérieure de l'État, et avons entrepris d'assouplir très sensiblement les restrictions applicables aux opérations financières. Il est prévu, en particulier, de réduire le volume du crédit dirigé et d'abaisser les réserves obligatoires pour améliorer l'efficacité microéconomique et le mécanisme de transmission de la politique monétaire. La libéralisation des mouvements de capitaux est aussi engagée. Nous mettrons l'accent cette année sur la réforme des marchés financiers, notamment sur la transparence et sur la protection des actionnaires minoritaires, et ces mesures s'accompagneront d'un renforcement des règles prudentielles (révision du système de paiement, resserrement du contrôle et de la réglementation bancaires, etc.). Ces réformes microéconomiques aideront le Brésil à atteindre son objectif d'inflation dans un contexte de taux de change flottant. **F&D**

*Cet article repose sur le discours prononcé par l'auteur en août 1999 à la Jackson Hole Conference organisée par la Banque fédérale de réserve de Kansas City.*

Annual Report • Annual Meetings • Article IV Consultations • Articles of Agreement • Asian Crisis Response • Balance of Payments • Bookstores • By-Laws, Regulations • Events • Financial Statements • Frequently Asked Questions • Gold • Governors • Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) • How to apply for employment • How to order publications • IMF Contacts • IMF Institute • IMF Survey • Internships • Investments • Joint Vienna Institute • Joint World Bank-IMF Institute • Library • Loans and Credits • Member Country Publications • Memorandums of Economic and Financial Policies • News • News Briefs • Officers of the IMF • Order information

**Pour en savoir plus sur le FMI :**

**[www.imf.org](http://www.imf.org)**