

## LE BRÉSIL DE LULA: L'UTOPIE RÉFORMISTE ESTE ELLE SOLUBLE DANS LA GLOBALISATION FINANCIÈRE?

ALAIN SAND ZANTMAN

GATE – ENS – LSH – Université de Lyon 2

Reçu: 21 de septembre de 2004

Accepté: 28 de février de 2005

**Résumé:** Le texte propose un bilan des deux premières années de politique économique de l'équipe de Lula. La première partie rappelle l'héritage du précédent gouvernement de Fernando Henrique Cardoso. En dépit d'importants succès dans la lutte contre l'inflation et la réforme du secteur public, de profonds déséquilibres internes et externe perdurent, avec des taux d'intérêt élevés, une forte volatilité des taux de croissance, et une inégalité record dans la répartition de la richesse. Les tensions s'accroissent dangereusement pendant la campagne électorale, à mesure que le candidat socialiste Lula da Silva monte dans les sondages: les "spreads" sur les emprunts internationaux atteignent des niveaux historiques tandis que le taux de change s'effondre.

Comme le montre la suite de l'exposé, le premier objectif du gouvernement Lula a été de réassurer les marchés financiers et d'administrer un « choc de crédibilité »: son équipe va réaliser des réformes dans le secteur public –au niveau du système de pension et de la fiscalité–, poursuivant par ailleurs une politique de taux d'intérêt orientée vers la lutte contre l'inflation. Au delà de ces premières mesures d'urgence, Lula continue manifestement la politique menée par Cardoso, pour le meilleur (système de sécurité sociale, santé, éducation, réforme du secteur publique) et le pire (une politique séduisant plus les spéculateurs financiers que les investisseurs à long terme). Pour réduire le chômage et la pauvreté, le Brésil nécessite des taux de croissance plus élevés et plus stables que les taux courants de l'ordre de 3 à 4%. Après la stabilisation, le principal pari de l'administration Lula consistera à mobiliser les investissements domestiques et étrangers dans le domaine des infrastructures et des industries les plus dynamiques tout en renforçant les politiques sociales.

**Mots clés:** Brésil / Stabilisation / Ajustement / Crédibilité / Crise de balance de paiement / Développement / Industrialisation / Distribution des revenus / Inflation.

### LULA'S BRAZIL:

#### IS THE REFORMIST UTOPIA SOLUBLE IN FINANCIAL GLOBALIZATION?

**Abstract:** The author purposes an economic balance of the two first years of Lula's team policy. The first part focuses on the inheritance of the previous government led by Fernando Henrique Cardoso. In spite of important successes in fighting inflation and reforming the public sector, huge internal and external disequilibria remained, with high real interest rates, a high volatility of the GDP growth rate and an incredible unequal distribution of wealth. Strains increased dramatically during the electoral campaign, as the socialist candidate Lula da Silva rose in the polls: spreads on external loan went up at historical level while exchange rate plummeted.

As discussed in the following parts, the first goal of Lula's government has been to reassure financial markets, and to administer a "credibility shock": his team delivered reforms in the public sector pensions system and tax cod, continuing interest rate policy focused on inflation targeting. Beyond these first emergency measures, Lula is obviously pursuing Cardoso's policies, for the best (welfare, education, and health, administration reforms) and the worst (a policy pleasing more financial short term speculators than long term investors). To reduce unemployment and poverty, Brazil needs higher and steadier GDP growth rates that the current levels of 3 or 4%. After stabilization, the main challenge of Lula's administration will be to mobilize domestic and foreign investments in infrastructure and leading industrial sector while strengthening social policies.

**Keywords:** Brazil / Stabilization / Adjustment / Credibility / BOP crisis / Development / Industrialization / Income distribution / Inflation.

## 1. INTRODUCTION

Elu en octobre 2002 malgré les inquiétudes qu'il suscitait auprès des milieux d'affaires brésiliens et étrangers, le Président "socialiste" Lula da Silva n'a eu de cesse de tenter de les convaincre de sa capacité à poursuivre et même approfondir la "modernisation" engagée depuis 1995 par son prédécesseur Fernando Henrique Cardoso. Comme le notait récemment l'hebdomadaire libéral britannique *The Economist* (6 Mai 2004), non seulement le parti des travailleurs au pouvoir mène une politique favorable aux milieux d'affaire, mais les mesures prises séduisent avant tout les marchés financiers et la spéculation. Le secteur productif doit quant à lui affronter la montée de la concurrence étrangère, des taux d'intérêt stratosphériques, et des taux de prélèvement nettement supérieurs à ceux des principaux concurrents "émergents" (sans pour autant contribuer à une amélioration des infrastructures économiques et sociales). Il en résulte des taux d'investissement dramatiquement faibles sur longue période (de l'ordre de 18% du PIB encore en 2003) et des investissements directs en constante diminution depuis 2000. Dans ses dernières interventions publiques, le président brésilien ne manque pas de rappeler l'héritage laissé par ses prédécesseurs, et les contraintes qu'imposent la mondialisation et les marchés financiers internationaux. L'ampleur des déficits sociaux et plus généralement des besoins collectifs à destination des ménages mais également des entreprises implique cependant des mesures "structurelles" d'une autre nature que celles dictées par ce qu'il est convenu d'appeler "le Consensus de Washington".

Avant de faire un bilan du gouvernement à mi chemin du mandat présidentiel, nous proposons de rappeler les principaux éléments de l'héritage laissé par l'ancien président F.H. Cardoso et d'en déduire les marges de manœuvre de Lula da Silva lors de son entrée en fonction.

**Tableau 1.- Principaux indicateurs macroéconomiques du Brésil**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Croissance du PIB (%)	-4,5	1	-0,05	4,9	5,9	4,2	2,7	3,6	-0,1	0,79	4,4	1,3	1,93	-0,2
Croissance du PIB en US\$ par habitant (%)	-5,5	-0,6	-2,1	3,4	4,3	2,8	1,2	2,2	-1,4	-0,6	3	0	0,6	-1,5
Inflation annuelle (IPC en%)	2863	430	981	1936	2112	66	15,5	6	3,8	4,85	6,2	7,5	14,7	10,4
FBCF (1)	20,66	18,11	18,42	19,28	20,75	20,54	19,26	19,86	19,69	18,90	19,29	19,47	18,32	18,04
Épargne domestique (1)	18,7	19,86	20,1	20,1	21,2	19,5	17,77	17,35	16,8	15,4	17,33	16,75	18,51	20,74
Épargne étrangère (1)	1,07	1,2	-0,9	0,76	0,9	2,8	3,15	4,14	4,3	4,7	4,22	4,5	1,24	-67
Solde budgétaire primaire (1)	4,7	2,86	2,25	2,60	5,04	0,36	-0,9	-0,9	0	3,28	3,5	3,7	4,01	4,37
Solde budgétaire opérationnel (1) (2)	1,3	1,36	-2,14	0,25	1,72	-4,89	-3,37	-4,26	-7,4	-3,9	-1,1	-1,4	0,4	0,91
Taux d'intérêt réel (%)	3,3	34,7	31,9	23	26	24,8	16,5	17,8	24,1	19,8	10,8	8,9	5,9	12,9
Taux de change moyen (reais/US\$)	2,5 10 <sup>-3</sup>	1,5 10 <sup>-3</sup>	1,6 10 <sup>-3</sup>	3,2 10 <sup>-2</sup>	6,4 10 <sup>-1</sup>	9,2 10 <sup>-1</sup>	1,01	1,08	1,16	1,81	1,96	2,32	3,5	2,9
Solde de la balance courante (1)	-0,8	-0,4	1,5	0,1	-0,1	-2,6	-3,1	-4,7	-4,5	-4,7	-4,1	-4,6	-1,24	0,8
Dettes extérieures brutes (1)	26,5	30,4	34,8	33,1	27,1	22,6	23,2	24,9	30	45,5	40,5	44,9	41,8	38,5
Dettes nettes internes du secteur public (1)		14,1	17,4	17,5	21,6	29,3	32	33,2	37,8	49,1	49,3	51,6	56,9	57,4

(1) En% du PIB; (2) On appelle solde opérationnel le solde budgétaire total réel, c'est à dire la somme du solde primaire et des intérêts de la dette, le tout corrigé par l'inflation.

SOURCES: FMI, Banco Central do Brasil, CEPAL, FGV et calculs personnels.

## **2. L'HÉRITAGE LAISSÉ PAR F.H. CARDOSO: LA MODERNISATION LIBÉRALE CONFRONTÉE À L'INSTABILITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS**

Le premier mandat du Président Cardoso devait lui permettre de tirer partie de la réussite du Plan real et de l'approfondissement des réformes. Soumis à la toute puissance des marchés financiers, ce mandat se conclura fin 1997 début 1998 par l'une des plus grandes crises de change qu'ait connue l'économie brésilienne. La capacité de récupération de celle-ci permettra à F.H. Cardoso de terminer son second mandat dans de meilleures conditions. Toutefois, l'évolution du contexte international et l'incertitude électorale laisseront à l'équipe nommée par le Président Lula da Silva une situation macroéconomique très vulnérable.

### **2.1. LES PRIORITÉS DES ANNÉES 90: RESTAURER LES MARGES DE MANŒUVRE MACRO-ÉCONOMIQUES, ET STABILISER UNE CROISSANCE TRÈS VOLATILE**

Depuis les années 70, l'économie brésilienne a été caractérisée par une inflation élevée dont l'accélération –en grande partie due à la crise de la dette externe et des finances publique– va progressivement miner l'ensemble des activités économiques et limiter les marges de manœuvre du gouvernement. Au cours de la décennie 80, dans un environnement régional et international miné par la “crise de la dette”, les programmes de stabilisation se succèdent sans résultats tangibles sur le front des prix et avec un coût élevé en terme de revenu national (Zantman, 1991).

La reprise économique dont bénéficient nombre d'économies latino américaines au cours des années 90, à la faveur d'un retour des financements externes, va toucher une économie brésilienne qui tente de juguler les grands déséquilibres. Avec un taux de croissance annuel de 4,9%, un solde budgétaire primaire (hors charges financières) excédentaire de l'ordre de 2,2% du PIB, soit un déficit public réel (dit “opérationnel”) de -0,8% du PIB et un solde de la balance courante équilibré, l'économie brésilienne bénéficie en 1993 d'une nette reprise. Toutefois, l'accélération d'une inflation frisant les 2500%, après 500% en 1991 et plus de 1100% en 1992, ne cesse d'inquiéter (Zantman, 1993). C'est dans ce contexte que le gouvernement va imaginer un nouveau programme de stabilisation anti-inflationniste tentant de concilier les préceptes “orthodoxes” défendus par les Institutions de Washington et les marchés financiers internationaux, et des mesures permettant la consolidation de la croissance. Le programme adopté, dans le cadre d'une longue concertation avec “la société civile”, va être couronné de succès, sans provoquer comme lors des tentatives passées, les traumatismes caractéristiques des chocs “hétérodoxes” (gel des prix, des salaires et du taux de change), ou “orthodoxes” (politiques budgétaire et monétaire fortement restrictives) (Benaroya, 1996).

Dès les premiers mois du plan, l'inflation chute brutalement: d'un rythme annuel de 4922% dans les 12 mois précédant la réforme monétaire (instituant le real au 1er juillet 1994) elle passe à 28% dans les 12 mois qui suivent, et ce sans bloca-

ge autoritaire des variables nominales. La nouvelle monnaie – le real– et plus généralement la politique économique proposée bénéficient rapidement d'une forte crédibilité, comme en témoigne sa valorisation brutale en 1994 (tout d'abord dans le cadre d'un régime d'ancrage cambiaire avec un plafond de 1 real pour 1 dollar, puis avec la définition à partir de 1995 d'une bande de fluctuation étroite et légèrement glissante).

Quels étaient les objectifs du programme adopté?

- 1) Réduire sinon éliminer le déficit public, et par suite le recours au seigneurage comme ultime moyen de financement de l'Etat. La baisse du poids relatif d'une dette publique en grande part interne constituait l'une des conditions de ce rééquilibrage des comptes publics, et puisque le déficit global avait pour origine la charge financière de cet endettement, la réussite du plan impliquait une baisse des taux d'intérêt domestiques.
- 2) Briser le mécanisme de réalimentation inflationniste provoqué par l'indexation généralisée de l'économie.
- 3) Importer la désinflation, en fixant de manière plus ou moins rigide le taux de change nominal.
- 4) Améliorer l'affectation des ressources et donc les gains de productivité.
- 5) Améliorer le fonctionnement des marchés et accroître la concurrence interne.
- 6) Stimuler l'épargne interne, mais également l'épargne externe, et à ce titre attirer en tout premier lieu les investissements directs, vecteurs de l'innovation et forme de participation à la globalisation.
- 7) Promouvoir l'ouverture commerciale pour amplifier la concurrence et réduire le ratio des intérêts de la dette externe sur les recettes d'exportations.

La réalisation d'objectifs structurels visant à améliorer le fonctionnement des marchés et l'affectation des ressources conditionnait la consolidation du programme de stabilisation macroéconomique de court terme. Il convenait toutefois de faire face aux tensions internes et externes de court terme que ne manquent pas de susciter les premières étapes de ce type de programme.

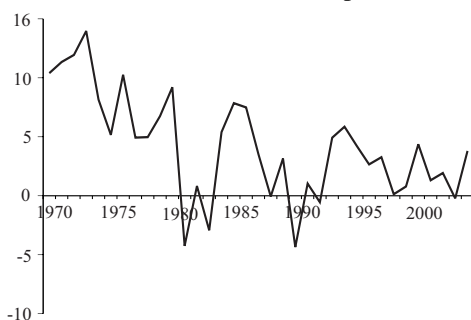
## **2.2. LES DANGERS D'UNE POLITIQUE D'ANCRAGE NOMINAL SUR LE TAUX DE CHANGE**

Contrairement aux programmes de stabilisation anti-inflationnistes traditionnels –fondés sur un ancrage nominal purement monétaire et impliquant d'emblée une réduction drastique de l'absorption– les programmes de stabilisation s'appuyant sur un ancrage cambiaire connaissent une période d'euphorie initiale, dangereuse pour les grands équilibres et donc pour le déroulement ultérieur du programme (Végh, 1992; Calvo et Végh, 1994c; Easterly, 1996; Calvo e Végh, 1999; Cang, 1999):

- 1) La hausse du pouvoir d'achat, consécutive à la baisse de l'inflation, stimule la demande privée de consommation (la croissance économique, tirée par la de-

mande interne, atteint 5,9% et 4,2% respectivement en 1994 et 1995 –voir graphique 1–).

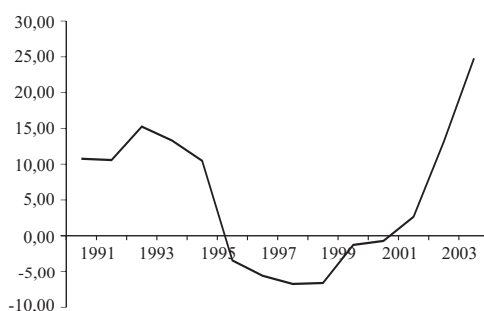
**Graphique 1.-** Croissance du PIB en volume (2004: prévisions de la Banque Centrale)



SOURCE: IPEA.

- 2) L'instauration d'un régime de change fixe (avec ou sans *currency board*), ou même simplement le freinage de l'ajustement du taux de change dans le cadre d'un change glissant (*crawling peg*) ou d'un flottement administré provoquent une valorisation réelle lorsque demeure une inflation résiduelle supérieure à l'inflation internationale. Dans un premier temps, cette appréciation réelle combinée à l'ouverture commerciale, favorise les importations, surtout après une longue période de crise et de protectionnisme (non seulement les ménages ont une fringale de consommation, mais cette demande s'oriente vers des biens étrangers plus innovants). Dans un second temps, elle érode la compétitivité. Arrive alors un moment où la soutenabilité d'une telle politique est contestée, alimentant les anticipations de dévaluation, et entraînant une pression spéculative sur la demande de produits importés avant leur renchérissement futur! Ainsi s'expliquent les dégradations du solde commercial (voir graphique 2) et du solde courant, ce dernier passant d'un quasi-équilibre en 1993 et 1994 à un déficit de 4,7% du PIB en 1997 (cf. tableau 1).

**Graphique 2.-** Solde commercial en milliards de dollars



SOURCE: IPEA.

- 3) Les taux d'intérêt réels doivent se réduire progressivement, à mesure que se renforce la crédibilité de la politique publique. Toutefois, nombre de raisons expliquent leur hausse à court terme: en premier lieu, la brutale désinflation, avant que le retournement des anticipations ne provoque –selon la littérature sur la théorie des anticipations rationnelles– le réajustement à la baisse des taux nominaux. Mais il faut également y ajouter la prudence d'un gouvernement s'efforçant de renforcer le programme en menant une politique monétaire restrictive. Le niveau des taux d'intérêt est également largement conditionné par le comportement de la balance des paiements: le maintien de taux élevés permet d'attirer les capitaux étrangers nécessaires au financement du déficit courant lorsque les investissements directs, ou les investissements de portefeuille, sont hésitants ou insuffisants. Et lorsque ces capitaux entrent massivement, l'accumulation de réserves impose une politique de stérilisation coûteuse en charge d'intérêts, pour encourager l'achat de titres de la Banque centrale émis à cette occasion. De surcroît, le niveau des taux d'intérêt provoque en retour un accroissement des charges de la dette publique, à un moment où l'Etat s'interdit de recourir au seigneurage et ne dispose donc plus des recettes de la taxe inflationniste.
- 4) Enfin, le système financier hyper-développé au Brésil et en grande part public a largement tiré partie de l'inflation: la chute de l'inflation a brutalement fragilisé les banques en asséchant leurs opportunités de gains au moment où la hausse des taux d'intérêt réel renchérisait considérablement leur possibilité de refinancement.

Les deux premiers facteurs expliquent la baisse du taux d'épargne et le creusement du déficit courant. Dans le contexte des années 1990, marqué par un retour des flux de capitaux destinés à l'Amérique latine (consécutif au Plan Brady), ce déficit transitoire pouvait sembler indolore (tableau 2). D'autant que ce retour sur le marché des capitaux rompait en grande part avec la logique de l'endettement bancaire des années 1970-80 au profit de la dette obligataire, et des acquisitions d'actions –qu'il s'agisse d'investissements de portefeuille ou même d'investissements directs–. Les privatisations, justifiées par la remise en ordre des finances publiques et l'élimination des sources potentielles de déficit budgétaire, constituaient également un appât et un support pour les capitaux internationaux.

Après une première année marquée par la restauration de l'équilibre budgétaire (grâce à une hausse des recettes fiscales et à une meilleure maîtrise des dépenses), le déficit public se creuse à nouveau en 1995. Son financement, essentiellement interne, contribue à accroître le loyer de l'argent, le niveau des taux attirant en retour les capitaux flottants. Par comparaison avec l'Argentine, on peut toutefois parler comme F. Benaroya (1996) de "gestion pragmatique" de la balance des paiements, et ce dans ses trois composantes: taux de change, politique commerciale et maîtrise

des flux de capitaux. Lorsque l'appréciation est trop forte et les entrées de capitaux dangereuses, le gouvernement n'hésite ni à gérer le flottement, ni à stériliser les variations de réserves, ni surtout à instaurer et modifier au coup par coup une taxation sur les mouvements financiers. Et quand la balance commerciale se dégrade trop fortement, des obstacles quantitatifs et tarifaires ciblés sur les échanges extérieurs sont réintroduits. Enfin, lorsque le taux de change effectif réel tend à se déprécier (début 1995), il instaure une bande de fluctuation dont il gère la dérive. En résumé, le pragmatisme de la politique conjoncturelle et les entrées de capitaux visent à acheter du temps pour réaliser les réformes structurelles tout en s'efforçant d'entretenir la confiance des marchés.

**Tableau 2.-** Evolution structurelle des flux de capitaux à destination du Brésil (en milliards de dollars)

	IDE (1)	IP (2)	AUTRES (3)
1990	0.3	0.5	-6.3
1991	0.9	3.8	-8.8
1992	1.9	14.5	-3.4
1993	0.8	12.3	-5.5
1994	1.5	50.6	-38.8
1995	3.3	9.2	16.6
1996	11.3	21.6	0.6
1997	17.8	12.6	-3.7
1998	26.0	18.1	-27.5
1999	26.9	3.8	-22.5
2000	30.5	6.9	-7.9
2001	24.7	0.08	-44.2
2002	14.1	-5.1	3,0
2003	9.9	5.3	-1.0

(1) Investissements étrangers directs nets; (2) Investissements étrangers directs nets; (3) Crédit bancaire et autres financements.

SOURCES: IFS/FMI.

Mais dans une économie mondiale de marchés financiers privés, rien ne garantit la compatibilité instantanée entre offres de capitaux et besoins de financement des économies émergentes, ni quantitativement, ni qualitativement. Surtout, les freins socio-politiques et institutionnels à la remise en ordre réelle et financière des économies latino-américaines, en particulier de l'économie brésilienne, ont largement sous-estimés par l'équipe de F. H. Cardoso. Il aurait fallu également que les entrées de capitaux ne provoquent pas une perte de compétitivité dans le secteur des biens échangeables –l'une des manifestations de ce qu'il est convenu d'appeler le "syndrome hollandais" (on appelle "syndrome hollandais" ou *Dutch Disease* les consé-

quences d'un accroissement brutal de la richesse sur les prix relatifs et la balance commerciale d'un pays, suite à la découverte de ressources naturelles, à la hausse des termes de l'échange, ou plus simplement suite à des entrées massives de capitaux.)– mais contribuent au contraire à moderniser l'appareil productif et à accélérer l'accroissement de gains de productivité. Compte tenu de l'usage de ces sommes, il ne semble pas que ce soit majoritairement le cas. Rappelons que la stérilisation de ces entrées massives de capitaux est toujours une opération difficilement tenable à long terme. Elle implique en effet une émission croissante de titres dont le coût dû à la rémunération (au taux interne) dépasse de très loin le rendement des réserves officielles sur le marché international des capitaux.

En définitive, l'accumulation de réserves ne procura qu'une sécurité relative. La hausse des primes de risque sur les titres émis sur les marchés émergents qui suivit la diffusion de la crise asiatique de 1997, et plus encore celle de la crise russe de 1998, révéla d'ailleurs rapidement la faiblesse des marges de manœuvre de la politique macroéconomique.

### **2.3. L'INSTABILITÉ DES ANNÉES 1990: CRISE DE LA GLOBALISATION OU FRAGILITÉ STRUCTURELLE DU BRÉSIL?**

La crise asiatique, puis la crise russe, ont provoqué un fort resserrement de la contrainte externe touchant la totalité des marchés émergents: la "fuite vers la qualité" fermait l'accès aux marchés financiers à tout ce qui n'était pas obligations des grands pays industriels. Le Brésil, comme d'autres pays émergents, a alors subi les assauts répétés des marchés testant la fermeté des dirigeants et la fragilité des structures. Les 70 milliards de dollars de réserves de change en stock à la veille de la crise russe n'ont pas suffi à freiner durablement la spéculation. Et au moment de l'hallali, même l'aide financière internationale –le FMI consentit un crédit de près de 42 milliards sur trois ans pour soutenir le real– s'est révélée impuissante à contenir l'effondrement des parités.

Le Brésil avait de bonnes raisons d'être touché par la spéculation (Razin et Sadka, 2002). Comment, en effet, justifier l'ampleur et la durée de la surévaluation réelle? Ou la forte proportion de la dette à court terme en dollars, même en prenant en compte le niveau des réserves? Ou pire, la piètre gestion d'un secteur public dont les réformes ont tardé à venir? En ajournant les décisions structurelles douloureuses au bénéfice des solutions "court termistes et opportunistes", le contexte électoral ne contribuait pas à rassurer les opérateurs. En résumé, nombre de pays peuvent invoquer la globalisation et les phénomènes de contagion mimétiques d'une économie financière internationale "de casino"; mais la crise brésilienne s'explique essentiellement par la détérioration des fondamentaux, une détérioration que les marchés ne pouvaient longtemps ignorer. Pour reprendre la typologie en vigueur, c'est donc une crise "de première génération" (voir encadré 1).

**Encadré 1.- Crises de paiement et globalisation financière****CRISES DÉTERMINISTES, CRISES CONTINGENTES**

Un papier de Flood et Marion (1998) oppose deux générations de modèles de crise spéculative:

- Les modèles de première génération, issus des papiers fondateurs de Krugman (1979) et de Flood et Garber (1984), analysent les crises de paiement comme la sanction prévisible d'une politique budgétaire "laxiste", incompatible avec le maintien d'un régime de change fixe lorsque l'accès aux réserves internationales est contingenté. Le modèle a été étendu aux cas où les gouvernements mènent une politique de stérilisation des pertes de réserves (Flood, Garber et Kramer, 1996), ou aux situations où ils s'efforcent de défendre des zones cibles définies par une bande de flottement autour d'un taux central réajustable (Krugman, 1991; Krugman et Rotemberg, 1992), ou enfin aux situations où ils tentent de retarder la crise par une politique de taux d'intérêt très élevés (Lahiri et Végh, 1997). Ces mécanismes permettent parfois de retarder la crise, rarement de l'éviter, mais souvent d'en maîtriser un peu mieux le déroulement.
- Les modèles de seconde génération (voir par exemple Obstfeld, 1994, 1995) introduisent un comportement stratégique du gouvernement: celui-ci peut réagir aux décisions privées, ou encore arbitrer entre la politique de change et d'autres objectifs. Contrairement aux modèles précédents, des "équilibres multiples" sont possibles: les crises deviennent contingentes. Lorsque les agents privés anticipent qu'une attaque spéculative suffisamment puissante peut imposer au gouvernement l'abandon d'une politique de défense des parités pourtant compatible avec les fondamentaux, l'économie passe à un "équilibre d'attaque". En modifiant les fondamentaux, celui-ci valide *ex-post* la dévaluation ou l'abandon du régime de change fixe qu'anticipaient les spéculateurs. Les modèles récents caractérisent le comportement des autorités par un arbitrage entre l'acceptation d'une règle en situation "normale" et le déclenchement d'une clause de sauvegarde lorsque le coût du maintien de la règle devient trop élevé (face à une attaque ou à tout autre choc défavorable). En résumé, de bons fondamentaux –au moins tels qu'ils sont définis traditionnellement– constituent une condition nécessaire mais non suffisante pour éviter les crises spéculatives provoquées par les anticipations autoréalisatrices.

Pour nombre d'auteurs, l'analyse des crises monétaires et financières récentes survenues dans les économies émergentes résiste à ces modèles. Sans absoudre totalement les politiques publiques et la crédibilité de l'Etat, c'est en effet avant tout à la "globalisation financière" que Dornbusch (1998, 1999a), Sachs et Radelet (1998), Chang (1999), Calvo et Mendoza (2000), attribuent la responsabilité de celles-ci.

**"CRISES ANCIENNES, CRISES NOUVELLES"**

Les "anciennes crises" sanctionnaient ce qu'il était convenu d'appeler des erreurs de politique macroéconomique. C'est la structure de la situation financière consolidée du pays, et plus précisément l'échéancier des éléments d'actif et de passif et l'hétérogénéité de leur dénomination en devises, qui permet de comprendre l'occurrence des "nouvelles crises". Ces crises surviennent en effet lorsqu'il existe un fort déséquilibre entre un passif à court terme libellé en monnaie étrangère ("fortes") et une contrepartie composée d'actifs à moyen et long terme en monnaie domestique. Il ne s'agit que d'une condition nécessaire: il faut en outre un détonateur pour que la crise survienne, c'est à dire un événement qui, à tort ou à raison révèle ce déséquilibre aux marchés financiers. Une fois déclenchée, ces crises sont "hautement explosives", provoquant l'effondrement non seulement de la monnaie mais également du système financier national et des finances publiques. Certes, l'Etat n'est pas innocent: la dérégulation et la libéralisation sont des choix explicites de politique publique et l'administration cautionne nombre d'opérations imprudentes (Sachs, Tornell et Velasco, 1996). Mais une fois les nouvelles règles du jeu fixées, les intervenants sur les marchés financiers sont essentiellement privés. Quel sera alors leur comportement?

Dans un modèle à déséquilibres multiples visant à rendre compte de la crise mexicaine Calvo et Mendoza (1996), nous montrons que "la globalisation financière" incite les investisseurs à diversifier leur portefeuille. Et puisque l'incitation à s'informer décroît avec le nombre de marchés émergents, les investisseurs deviennent très sensibles au moindre signe défavorable... Dans le cas du Mexique, la responsabilité de la politique macroéconomique dans le déclenchement de la crise ne peut être éludée. Par contre, la crise asiatique est bien avant tout une crise de paiement provoquée par un effondrement bancaire (Sachs et Radelet, 1998). Les budgets étaient souvent excédentaires, l'inflation faible, mais les banques très endettées à l'extérieur et sous-capitalisées. La supervision était souvent réduite et la libéralisation externe avait aboli la plupart des contrôles des capitaux.

La question des rapports entre crise de paiements et crises financières nous renvoie aux travaux récents de Kaminsky et Reinhart (1999). Analysant le déroulement de 76 crises de change et 26 crises bancaires, ces auteurs confirment l'interaction récente de ces deux types de crises. Jusqu'à la fin des années 1970, l'encadrement des marchés financiers et les contrôles de capitaux suffisaient à empêcher ces effets d'entraînement. La libéralisation et la déréglementation des années 1980-90 multiplie les "crises jumelles" aux effets considérablement plus dévastateurs que ceux de l'une ou l'autre de ces crises prise isolément. Malgré tout, la détérioration des fondamentaux interdit de caractériser ces crises comme de purs mécanismes d'anticipations auto-réalisatrices dans tous les cas observés.

D'août 1998 à la dévaluation du 12 janvier 1999, les réserves de la Banque centrale chutent d'une trentaine de milliards de dollars. La hausse des taux d'intérêt réels domestiques ne parvient pas à freiner la fuite des capitaux; elle accroît par contre la charge de la dette interne privée et publique, alimentant en retour la spéculation. Le gouvernement a certes élargi les marges de fluctuation du real, mais sans que cela n'allège suffisamment la pression spéculative. Les autorités doivent donc se résoudre à abandonner la politique d'ancrage cambiaire, avec pour conséquence une phase de surajustement du taux de change dans le contexte d'une très grande volatilité; car si la crise a largement été anticipée, le niveau d'équilibre du taux de change est transitoirement indéterminé. Il faut attendre trois mois pour qu'en mars, la parité se stabilise autour de 1,7 real par dollar. Cette stabilisation doit certes un peu à l'adoption dans l'urgence de mesures budgétaires trop longtemps retardées et d'une politique monétaire drastique; mais elle doit surtout beaucoup au décaissement par le FMI d'une nouvelle tranche de crédit, associée à un nouvel accord. Cet accord prévoit un rééquilibrage de la balance des opérations courantes au prix d'une récession brutale (de l'ordre de 3,8% pour 1999) et d'une relance de l'inflation (16,8%).

#### 2.4. UN RETOUR RÉCURRENT AUX GUICHETS DU FMI

Si les critiques dont font l'objet les programmes du FMI dans les économies émergentes sont largement fondées (Stiglitz, 2002), nombre d'engagements à moyen terme souscrits par le Brésil dans le cadre de tels programmes à la suite de la crise de 1998-99 présentent tous les signes du bon sens. Citons parmi eux:

- 1) Le refus d'un régime de change fixe (sanction de l'échec de la politique d'ancrage antérieure).
- 2) La reprise du paiement du service de la dette, décision cohérente avec un projet tournant le dos à toute perspective de rupture avec le processus de mondialisation.
- 3) La baisse progressive des taux d'intérêt nominaux, susceptible de rendre plus crédible le profil de la dette interne, d'encourager le retour des investissements, et de stimuler en retour une croissance contribuant également à restaurer les ratios de solvabilité interne et externe.

Les alternatives à un tel plan étaient d'ailleurs limitées. S'agissait-il d'adopter une autre politique de change, et en particulier, un régime de *currency board*, à la manière argentine? Dans un pays où les compromis politiques sont très instables et les promesses rarement tenues (aucun programme macroéconomique négocié avec le FMI n'a jamais été mené à son terme au Brésil!), un tel système peut paraître séduisant, justifié pour ceux qui le soutiennent par la discipline qu'il impose à la poli-

tique économique. La désastreuse expérience argentine montre toutefois les limites du volontarisme, lorsque les rigidités institutionnelles interdisent les ajustements de la politique économique aux chocs exogènes et aux déséquilibres non réversibles qu'ils engendrent!

S'agissait-il de consolider dettes interne et externe? En dehors des solutions de marchés, une telle consolidation ne peut venir que d'une longue négociation avec les créanciers et le FMI, ou doit être imposée, comme suite d'un moratoire. Le Plan Collor (Zantman, 1990), peu différent d'un moratoire, avait contribué à diminuer fortement la dette interne, mais au prix d'une désorganisation totale du système productif et financier (dont le portefeuille de titres de la dette publique constituait la trésorerie). Une stratégie spoliatrice, solution de rupture avec les créanciers internes ou externes, était en outre contradictoire avec toute la politique suivie par F.H. Cardoso. Quant à la consolidation négociée, elle n'était pas à l'ordre du jour du FMI.

La décision prise était donc celle qui avait le moins d'implications à long terme. La réalisation des engagements souscrits a d'ailleurs en grande part été ajournée dès les premiers signes d'embellie.

Finalement, le coût de l'ajustement est limité: non seulement le PIB de 1999 ne poursuit pas la chute amorcée en 1998, mais il se stabilise (+0,7%) avant de rebondir en 2000 (4,4%, mieux donc que les 3,8% prévus). Quant à l'inflation, elle ne dépasse pas 8,4%, et retombe à 5,3% en 2000, en dessous des 6,5% du programme négocié. Le maintien, puis la hausse du PIB, aurait dû faciliter le contrôle de la dette nette du secteur public. Or, si l'écart réalisation/objectif est limité en 2000 (49,3% du PIB contre 46,5%), il s'accroît au cours des semestres suivants, du fait de la récession et de la lenteur des réformes budgétaires (le ratio dette/PIB atteint 53,3% en 2001 contre 44,3% prévu, le taux de croissance du PIB ne dépassant pas 1,7% contre 4,8% dans le programme négocié avec le FMI). Cette situation alimente un temps la méfiance des marchés en accroissant brutalement les risques de contagion de la crise argentine (au cours de second semestre 2001) jusqu'à l'octroi en septembre d'une ligne de crédit complémentaire de 15 milliards de dollars le FMI. Après avoir perdu 37% de sa valeur au cours des 10 premiers mois de l'année, le real va regagner 16% au cours des 2 mois suivants.

La résolution de ces crises permet-elle de conclure à une surestimation par les marchés du "risque Brésil", surestimation qui s'évanouirait à chaque intervention du Fonds? On ne peut certes émettre un jugement sur la qualité des fondamentaux sans tenir compte du statut économique et stratégique du Brésil pour les Etats-Unis et au-delà, pour les marchés financiers. Mais comme l'a prouvé le dénouement de la crise de 1998-99, l'aide massive a ajourné l'ajustement de quelques mois. Elle n'a pas évité le déclenchement de la crise.

En résumé, la seule observation des fondamentaux ne saurait épuiser l'analyse de la situation brésilienne. Comme pour nombre d'économies émergentes, les ra-

tios d'endettement brésiliens ne diffèrent d'ailleurs pas de ceux des économies développées: ils peuvent même paraître faibles eu égard au potentiel d'ouverture et de croissance du Brésil. Les indicateurs macroéconomiques internes ne constituent que l'un des éléments d'appréciation, à côté des variables géopolitiques, et des indicateurs économiques relatifs à l'environnement international. Dans le cas brésilien, c'est une nouvelle fois l'échéance électorale (comme, rappelons-le, lors de la crise russe de 1998), qui a rendu le mélange détonnant. D'autant que la consultation du dernier trimestre 2002 constitue un enjeu politique majeur, regroupant élections fédérales (présidentielle, législative et sénatoriale), et régionales (gouverneurs et députés des Etats fédérés). Et comme le montre l'étroite corrélation entre l'effondrement du taux de change, la montée des primes de risque sur les titres publics (le "risque Brésil"), et la forte progression de l'opposition de gauche vers la fin du second trimestre 2002, c'est la publication des premiers sondages électoraux qui a fonctionné comme détonateur. A partir du mois de mai, le real se dévalorise d'environ 7 à 8% par mois, passant de 2,32 à 3,11 reals par dollar d'avril à août 2002.

Pour conjurer le "spectre argentin" d'une banqueroute généralisée débouchant sur une déclaration de défaut, le FMI est donc à nouveau intervenu avec l'octroi d'un financement de 30 milliards de dollars sur 15 mois, dont 6 milliards pour 2002. Et le dénouement de la compétition électorale et le programme proposé par le nouveau gouvernement à rapidement calmé les marchés. C'est qu'au Brésil, alternance politique ne signifie pas forcément alternance économique: la scène politique brésilienne a démontré depuis longtemps la capacité de ses acteurs à nouer les compromis les plus inattendus.

Toutefois, en janvier 2003, les causes structurelles des déséquilibres macroéconomiques demeurent au premier plan des préoccupations du gouvernement, et en tout premier lieu la situation des comptes publics.

## **2.5. LA DÉTÉRIORATION DES COMPTES PUBLICS**

Le début du Plan real marque pourtant une rupture dans l'évolution du solde des comptes du secteur public consolidé (gouvernement et Banque centrale, Etats et municipalités, entreprises publiques). De 1990 à 1994, le solde budgétaire primaire (hors charges d'intérêts sur la dette interne et externe) enregistre un excédent confortable. En 1995, il se réduit à la portion congrue. Le net succès enregistré sur le front de l'inflation y contribue largement: il ne permet plus au secteur public de contrôler ses dépenses réelles en retardant ses paiements alors que l'inflation s'accélère. L'année 1995 connaît, de surcroît, un accroissement significatif des dépenses: une hausse de 22% des salaires du secteur public est concédée en janvier sur la base de la hausse des prix antérieurs, alors que le taux d'inflation annuel chute de 929% en 1994 à 22% l'année suivante; en mai, l'augmentation du salaire mi-

nimum de 43% se répercute sur les retraites des secteurs public et privé, accentuant le déficit de la Prévoyance sociale<sup>1</sup>.

Les facteurs que nous venons d'évoquer sont principalement conjoncturels. Mais les comptes du secteur public sont également minés par des facteurs structurels (Sand et Trotignon, 2002), souvent identiques à ceux dénoncés dans les pays les plus développés: ainsi en est-il du déséquilibre "cotisations / prestations" du système de Prévoyance sociale. Structurelles également sont les causes de dégradation du solde opérationnel (somme du solde primaire et des intérêts de la dette, le tout corrigé par l'inflation) liées au fédéralisme: elles appellent de profondes réformes touchant à la redéfinition des relations budgétaires entre Etats fédérés et administration centrale. Dans les deux cas, nous constaterons que les réformes amorcées dans les dernières années de la décennie 1990 doivent être approfondies de façon à garantir un équilibre durable des finances publiques, même si elles expliquent en partie l'excédent primaire du secteur public dégagé à partir de 1999.

Mais comme dans les années qui précèdent les deux mandats de F. H. Cardoso, la principale cause de déficit du solde public opérationnel reste le poids croissant des intérêts de la dette publique. Le service des intérêts est à peu près équivalent au déficit opérationnel sur la période 1995-98, et il lui est largement supérieur en valeur absolue sur la période 1999-2001. Le service de la dette interne en constitue d'ailleurs, de loin, la majeure partie. Son augmentation découle du maintien déjà évoqué de taux d'intérêt élevés, pratique que le gouvernement justifie au nom de la stabilisation des prix et du taux de change. Avec la résurgence du déficit primaire sur la période 1995-97, la hausse de ces charges financières induit une dynamique d'augmentation d'une dette interne à maturité très courte. Pour juguler ce déficit et rassurer les marchés, le gouvernement Cardoso alors accélérer la hausse des prélèvements fiscaux (de 26% à 35% du PIB): cette effort, de surcroît mal réparti (aux dépens du système productif, avec, au coup par coup, la multiplication des exemptions légales constituant autant de sources d'évasion fiscale) sera d'autant plus mal vécu qu'il sera consacré pour l'essentiel au paiement de la dette, sans permettre la moindre amélioration des services publics ou le financement des infrastructures.

C'est dans ce contexte que se déroule la bataille électorale de 2002. C'est également dans ce contexte que la Banque Mondiale élabore une étude très complète sur les forces et faiblesses socio-économiques du Brésil (The World Bank, 2003). Ce travail a en effet été mené au cours de l'année 2002 dans le contexte des turbulences causées par le ralentissement de la conjoncture mondiale, la crise argentine, et surtout la méfiance croissante des marchés financiers domestiques et internationaux face à la montée des candidats se réclamant de la gauche et du socialisme dans les sondages électoraux. Le constat d'une extrême vulnérabilité de l'économie brésilienne aux chocs économiques et politiques guide donc cette étude qui privilège-

---

<sup>1</sup> La Constitution de 1988 stipule qu'aucune pension ne peut être inférieure au salaire minimum. Or, près de 70% des bénéficiaires du régime général ne reçoivent qu'un salaire minimum.

gie les mesures visant à la stabilisation et à la restauration de la confiance par rapport aux politiques structurelles plus favorable à la croissance et à la redistribution. Dans la mesure où les conclusions de cette étude, reprenant pour l'essentiel une argumentation développée au cours des négociations entre le FMI et le Brésil, semblent avoir guidé la politique économique du gouvernement brésilien et de sa banque centrale, il est utile d'en rappeler ici les principaux éléments avant de proposer un bilan des premiers semestres du "gouvernement Lula"

### 3. LES CONDITIONS MACROÉCONOMIQUES DE LA CROISSANCE BRÉSILIENNE

L'ensemble du rapport n'est pas prioritairement consacré à la stabilisation macroéconomique. Le document s'intitule en effet *Brazil: equitable, competitive, Sustainable, contribution for debate* et établit avant tout un diagnostic complet des problèmes structurels économiques et sociaux du Brésil. Cinq grands thèmes y sont développés:

- Investir dans la population (éducation, santé...).
- Améliorer la productivité pour stimuler la croissance, accroître la compétitivité, et réduire la dépendance financière externe.
- Stabiliser l'économie, en faisant porter tout d'abord l'effort sur le budget. Un surplus (épargnant toutefois les investissements dans les infrastructures) facilitera la mise en place d'un cercle vertueux avec une baisse des taux d'intérêt, une diminution de la dette interne, et de la dette externe, une baisse de l'effet d'éviction et donc une canalisation de l'épargne vers l'investissement productif, enfin une diminution des tensions inflationnistes.
- Une amélioration des services publics, grâce à une meilleure transparence de leur production et de leur distribution.
- Enfin une meilleure gestion des ressources naturelles préservant le gaspillage de l'environnement.

Toutefois, il pose pour priorité le renforcement des capacités et de la crédibilité de la politique conjoncturelle et pour ce, les réformes touchant aux institutions publiques (politique budgétaire, système fiscal, prévoyance sociale...) sur la base de l'affirmation "*short term credibility and long terme social goals are mutually dépendant*". En bref, si nombre de réformes ont pour horizon le moyen terme, la stabilisation à court terme constitue un préalable incontournable. Depuis deux décades, la conjoncture est en effet caractérisée par la succession de "*stop and go*", la croissance butant régulièrement les contraintes de financement du budget et de la balance des opérations courantes. Et au cours des années 80-90, ces contraintes se

sont accrues en raison de la dynamique cumulative de la dette (l'accroissement "des" dettes - publique et externe - provoquant une augmentation des primes de risques, et donc des taux d'intérêt, cette hausse accroissant en retour le fardeau des charges et accroissant les besoins de financement) s'ajoutant aux besoins de financement légitimes provoqués par la croissance.

### **3.1. LUTTER CONTRE LA VOLATILITÉ DE L'INFLATION ET DES TAUX DE CHANGE**

Pour justifier cette priorité, le rapport insiste tout d'abord sur les effets à long terme défavorable de la volatilité de l'inflation, des taux de change, et plus généralement de la valeur des actifs. Cette volatilité est fortement corrélée avec le poids des dépenses publiques, et provoque une envolée des primes des risques ("*spreads*") avec pour conséquence une baisse de l'investissement et de la croissance, et un accroissement des inégalités et de la pauvreté. L'accroissement du surplus budgétaire primaire –principale variable contrôlable par le gouvernement– garantit la "soutenabilité" de la croissance face à l'incertitude et l'occurrence de chocs exogènes défavorables. Contrairement aux taux d'intérêt à court terme –qui répondent à la politique monétaire– les taux d'intérêt à long terme, qui jouent un rôle fondamental dans les comportements d'investissement sont fortement dépendant de la solvabilité du secteur public, ce qui signifie que les taux d'intérêt sont influencés par la taille et la composition de la dette publique. Les principales variables qui affectent la dynamique de la dette publique sont la balance primaire, la croissance, les taux d'intérêt, et les taux de change. Malheureusement, les taux d'intérêt, les taux de change, et bien sur la croissance sont sujet à une multitude de chocs imprévisibles. L'incertitude provient également du fait que les agents ont une information imparfaite sur la capacité et/ou la volonté des débiteurs souverains de payer les charges de la dette. Le solde primaire constitue donc "in fine" la seule variable de politique macroéconomique contrôlable indiquant sans ambiguïté aux débiteurs qu'ils recevront leur dû: c'est essentiellement sur la politique budgétaire que repose le renforcement de la crédibilité du gouvernement.

### **3.2. DÉGAGER DES SURPLUS PRIMAIRES SIGNIFICATIFS, ET FLEXIBILISER LES DÉPENSES PUBLIQUES**

Comment s'assurer que le gouvernement sera capable de dégager des excédents budgétaires primaires? Pour autant que les recettes sont fonction d'un taux de croissance aléatoire, de l'incitation à la fraude provoquée par une administration incompétente ou corrompue, ou simplement par le niveau élevé des taux de prélèvement (courbe de Laffer), c'est sur les dépenses que repose le plus sûrement la capacité d'ajustement budgétaire. D'où le précepte selon lequel la structure des dé-

penses doit être aussi flexible et la structure des prélèvements aussi transparente que possible.

Quelles sont les sources de rigidités des dépenses publiques?

- Les salaires et pensions des fonctionnaires (la rigidité étant proportionnelle au degré de protection de l'emploi des personnels de l'Etat, ou au degré d'indexation des salaires et pensions).
- Les dépenses sociales.
- Les transferts à destination instances régionales et locales (états fédérés, municipalités).

Or le rapport constate qu'au Brésil, la part des dépenses rigides de fonctionnement ont eu tendance à s'accroître fortement, aux dépens des dépenses d'investissement.

### **3.3. DIMINUER LE COÛT DE LA DETTE**

Ces dépenses ne sont pas les seules responsables des déficits publics et de la croissance de la dette: le coût de la dette lui même participe plus que tout autre facteur à cette dynamique explosive. Les principales causes de cette dynamique sont la faible période de maturité de la dette, l'indexation de la dette sur les taux monétaires (l'overnight ou "Selic"), la définition de la dette en devises étrangères ou son indexation partielle ou totale sur le taux de change. Les problèmes de la dette brésilienne résident justement dans la faible maturité des emprunts et la part importante de cette dette qui est indexée sur les taux d'intérêt et le taux de change (soit 80%, les 20% restant étant indexés sur les taux de change, soit le% aux mains de créanciers étrangers).

### **3.4. ACCROÎTRE LA CRÉDIBILITÉ DE LA BANQUE CENTRALE ET RÉDUIRE LES TAUX D'INTÉRÊT POUR AMÉLIORER LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE**

L'indexation est un substitut à la crédibilité: on voit donc tout l'intérêt que constitue l'accumulation d'une réputation pour le gouvernement brésilien. L'abandon de l'indexation permettra au gouvernement d'accroître sa marge de manœuvre en matière de politique monétaire: le poids de l'ajustement ne reposera plus sur la seule politique budgétaire. L'explication des niveaux élevés des taux d'intérêt, simple pour les taux courts, est plus complexe pour les taux à moyen terme et long terme.

Au niveau des taux d'intérêt à court terme, la politique de la Banque Centrale suit une politique de cible d'inflation ("*inflation targeting*") depuis la crise de

1998/1999. Sauf anticipations optimistes concernant la capacité du pays à contrôler l'inflation, les "spreads" sont élevés, et la maturité de la dette est courte. D'où la priorité donnée par les autorités brésiliennes à la lutte contre l'inflation, même au prix de taux d'intérêt à court terme élevés. La volonté du gouvernement pour convaincre la société civile de l'intérêt d'aller vers une indépendance de la Banque Centrale relève de la même logique (celle d'une crédibilité qui permettra de diminuer les taux d'intérêt), et explique également les efforts budgétaires (une politique monétaire restrictive n'est possible qu'accompagnée d'un excédent primaire permettant de faire face aux changes de la dette).

La politique monétaire n'explique cependant pas le niveau des taux de rémunération du financement à plus long terme. Ces taux longs (un à deux ans) se situent à des niveaux nettement plus élevés que les taux courts (en 2001, les taux nominaux courts étaient en moyenne égaux à 18% tandis que les taux longs, étaient d'environ 48% pour les prêts aux entreprises et 78% pour les prêts personnels: avec des taux d'inflation de l'ordre de 8%, de tels niveaux ne sont pas supportables). De telles différences s'expliquent par les taux d'imposition sur le système financier, le haut niveau des coefficients de réserves (qui amène le secteur privé à emprunter plutôt à l'extérieur, augmentant par là même la vulnérabilité extérieure), la faible performance des banques publiques, le coût des prêts non performants; enfin la forte concentration du système financier brésilien et donc la faible concurrence ne contribuent pas à la baisse des taux longs. Le résultat de ces coûts de financement élevés et de la faible efficacité du secteur bancaire, c'est la faible contribution de celui-ci au financement de l'économie. C'est donc sur les facteurs de hausses des taux longs qu'il faut agir si l'on veut améliorer la contribution du système financier à la croissance.

### **3.5. LA SOUTENABILITÉ EXTERNE DE LA CROISSANCE**

Comme nombre d'économies émergentes, la croissance brésilienne bute sur la contrainte externe, contrainte renforcée par la contrainte d'assurer la charge de la dette externe. Pour réduire la contrainte extérieure, l'économie doit s'appuyer sur deux éléments: a) les financements externes longs, et parmi eux essentiellement les investissements directs, et b) et les excédents commerciaux.

Sur le plan commercial, le Brésil reste encore une économie relativement fermée (le ratio Exportations+Importations sur PIB représentait environ 35% en 2003). L'ouverture aussi bien en faveur des exportations que des importations demeure un objectif à peu près constant des gouvernements brésiliens depuis 1990. Toutefois, l'évolution défavorable des prix des matières premières a en partie annulé les efforts des exportateurs brésiliens. L'effondrement du Mercosul après la crise Argentine constitue l'un des autres chocs qu'a dû affronter le Brésil, à côté des réticences des pays développés à ouvrir leur marché et la vigueur de la concurrence

chinoise dans l'ensemble des domaines industriels. Les facteurs qui peuvent favoriser le renforcement des exportations non traditionnelles –les exportations traditionnelles, et en particulier les exportations agricoles connaissant une forte expansion– sont en fait les mêmes qui accroissent les potentialités de croissance du secteur manufacturier: une politique fiscale favorable à l'investissement et à l'innovation, une politique de tarifs éliminant les distorsions à l'importations (diminuant l'incitation à accroître les gains de productivité et la compétitivité), une réforme administrative, une politique des infrastructures, une amélioration du fonctionnement du marché financier...

Les investissements directs contribuent directement et indirectement à diminuer la vulnérabilité externe. Directement en renforçant le secteur manufacturé, et en particulier le secteur exportateur. Indirectement en rééquilibrant la balance globale. Toutefois, il faut remarquer que la plus grande part des investissements directs des dernières années, souvent liés aux privatisations de services publics, n'a pas été orientée vers le secteur exportateur, ni même le secteur manufacturier, mais a été canalisée vers les services. Et lorsque qu'ils visaient le secteur manufacturier, il s'agissait plutôt les secteurs de biens de consommation et biens d'équipement des ménages à destination du marché intérieur que les biens destinés aux exportations. Enfin, la dynamique de ces investissements directs semble se tarir. La consolidation de la balance commerciale passe donc par la consolidation de l'industrie, et en tout premier lieu les secteurs exportateurs.

Ce diagnostic n'est pas vraiment révolutionnaire, et l'analyse de l'administration précédente de Fernando Henrique Cardoso, a généralement été proche de celle proposée par la Banque Mondiale. Mais force est de constater que le maintien de forts déséquilibres internes et externe révèle l'inachèvement des réformes nécessaires.

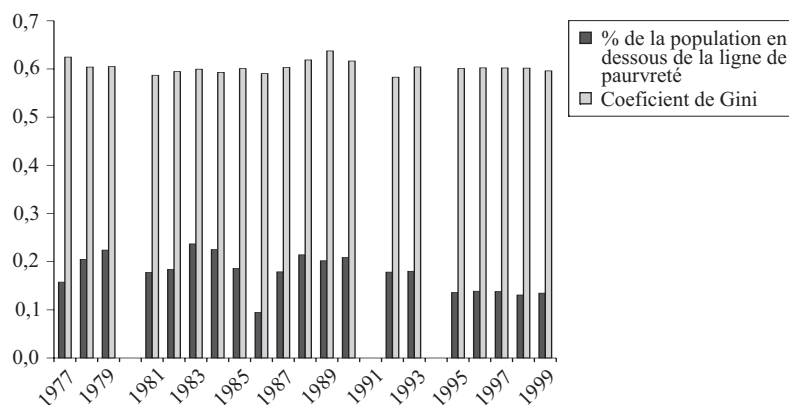
Dans la mesure où le nouveau gouvernement est, par son passé politique, plus éloigné encore des solutions proposées par la Banque Mondiale que ne l'était F.H.Cardoso, on aurait pu attendre de la nouvelle équipe gouvernementale la recherche d'une voie originale. L'observation de la politique tend au contraire à montrer une adhésion pleine et entière à cette analyse, et la recherche de solutions conformes aux principes que nous venons d'évoquer.

#### **4. PRIORITÉS, OBJECTIFS ET PREMIÈRES MESURES DU GOUVERNEMENT LULA**

Le nouveau président et son parti symbolisent la nécessité de réaliser des réformes structurelles visant à corriger les grandes injustices de la société brésilienne (graphiques 3 et 4): inégalité record dans la répartition des revenus et des richesses, inégalités régionales opposant une région nordestine s'apparentant au Tiers Monde, et une région Sud/Sudeste proche des standards de vie européen, niveau élevé de

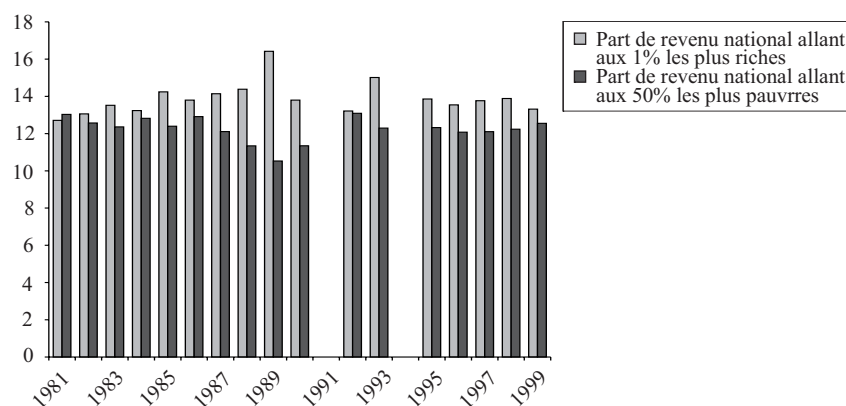
pauvreté absolue rurale et urbaine, système d'enseignement et de santé publique en rapide détérioration. Le contexte politique et économique va cependant lui imposer d'autres priorités.

**Graphique 3.- Indices de pauvreté et de répartition**



SOURCE: IPEA.

**Graphique 4.- Inégalités de revenus (1981-1999)**



SOURCE: IPEA.

Au moment de l'entrée en fonction du Lula, la situation était très incertaine, avec au premier plan une charge de la dette publique représentant 8% du PIB<sup>2</sup>. Ce fardeau était très sensible à l'incertitude –en particulier l'incertitude électorale de la

<sup>2</sup> Les intérêts de la dette payés en 2003 auront représentés 4,9 fois les dépenses de santé, 6,8 fois celles du ministère de l'éducation, 31,5 fois celles du ministère des transports... et 81 fois le budget du programme de lutte contre la famine "Fome Zero"! (Teixeira et Teixeira, 2004).

fin 2002– qui provoquait une dévalorisation cambiaire et une hausse des taux d'intérêt valorisant d'autant la charge de la dette. C'est ce qui explique la stratégie du candidat Lula qui a cherché très rapidement un appui du secteur privé et a proposé, vers la fin de sa campagne la "Carta ao Povo Brasileiro", engagement à maintenir coûte que coûte la stabilité économique, le respect des contrats et des réformes institutionnelles relatives au "fédéralisme fiscal" (pour responsabiliser les pouvoirs locaux s'appuyant jusque là sur les finances fédérales) et à l'indépendance de la Banque Centrale. Une fois élu, cette stratégie sera d'ailleurs confirmée par l'appel à des hauts fonctionnaires économiques largement engagés dans l'action de l'administration précédente, et la nomination à la tête de la Banque Centrale d'Henrique Meirelles, homme politique de droite et dirigeant de la Bank of Boston. Les premières mesures ne laisseront planer aucune ambiguïté sur l'orientation du nouveau gouvernement.

#### **4.1. UNE PRIORITÉ: LA RESTAURATION DE LA CONFIANCE DES MARCHÉS FINANCIERS**

La nouvelle équipe a fait preuve d'une extrême prudence en matière de politique budgétaire et monétaire au cours du premier semestre 2003, annonçant d'emblée la volonté de réaliser un important excédent primaire (un objectif de 4,25% du PIB a été fixé avec le FMI en février dernier) et de lutter contre l'inflation quel qu'en soit le coût. Promesses tenues: les résultats ont dépassé les intentions. Sur un an, l'excédent primaire du secteur public non financier atteint en juillet 4,4% du PIB, soit plus qu'en 2000 et 2001! La politique monétaire est restée fortement récessive. Au début d'année, le nouveau Président de la Banque Centrale a relevé son objectif de taux de base ("taxa Selic" de rémunération de prêts au jour le jour de la Banque Centrale), de 25% à 25,5% puis à 26,5% l'an, poursuivant l'ascension débutée en octobre 2002, à 18%. Malgré le concert de réclamations y compris de la part du vice-président de la Fédération –contre le resserrement monétaire qui au mois de mai et sur la base d'une inflation projetée à 8,5% sur un an plaçait le taux réel à 16,6%–, la Banque Centrale a maintenu son taux jusqu'en juin, date à laquelle elle a amorcé la détente. En tapant fort, la Banque centrale a fait la preuve de sa volonté de ramener l'inflation vers sa cible. Elle est apparue suffisamment crédible pour ramener les anticipations des agents vers l'objectif d'inflation annoncée par les autorités et éviter des dérapages inflationnistes qui auraient pu subsister au-delà des pures effets de change<sup>3</sup>.

L'activité et le marché du travail ont fortement été affectés par la rigueur monétaire et budgétaire: la croissance a été légèrement négative en 2003. Les exporta-

---

<sup>3</sup> Selon l'IPEA, la hausse particulièrement soutenue des taux d'intérêt se justifie également par le fait que les crédits ne représentent que 25% du PIB. Seuls, des mouvements amples de taux d'intérêt peuvent avoir un impact sur l'activité et donc les prix. Cette remarque est vraie à la hausse mais également à la baisse.

tions se sont stabilisées dans un contexte de quasi stagnation des économies du G3 et d'appréciation réelle de la monnaie domestique dégradant la compétitivité prix des entreprises.

#### **4.2. UN BESOIN DE FINANCEMENT EXTERNE EN NETTE AMÉLIORATION**

Le redressement des comptes externes, résultat de la cure d'austérité imposée à l'économie brésilienne, combiné au prêt de 30 milliards de \$ du FMI a permis de finir l'année 2003 sans nouvelles tensions sur les marchés financiers. Le solde commercial, déficitaire de 1995 à 1998 et équilibré jusqu'en 2001 a atteint 25 milliards de US\$ en 2003 et dépassait 15 milliards en juin 2004. Cet excédent a largement comblé le déficit de la balance des services et des transferts unilatéraux: le solde des transactions courantes s'est élevé à 0.8% du PIB. La couverture des besoins de financement est donc acquise. Certes, les marchés émergents sont victimes du "retour à la qualité" des investisseurs internationaux, avec une décroissance des entrées de capitaux depuis 2001 touchant en particulier les investissements directs. Mais la baisse de ces derniers a été compensée par le retour des investissements de portefeuille. Si l'on y ajoute les financements FMI et naturellement les financements bancaires, le Brésil a bouclé ses comptes dans des conditions favorables en 2003 et bénéficie de conditions plus favorables encore en 2004. Il est vrai que le pays connaît actuellement la faveur des marchés, ce qui n'est guère surprenant vu le différentiel d'intérêt avec les marchés nord-américains et de l'euro zone, et l'orthodoxie affichée de la nouvelle équipe. Il n'en faut guère plus pour expliquer la réduction du risque pays qui mi 2003, selon l'indice JP Morgan, restait encore à des niveaux de l'ordre de 2400 points –dépassés uniquement par l'Argentine et le Nigéria– était retombé à des niveaux inférieurs à 600 points un an après. Toutefois l'aisance des emprunteurs brésiliens (exclusivement des établissements bancaires) ne doit pas faire illusion: il s'agit encore trop largement de captations spéculatives attirées par le niveau des intérêts de la dette publique.

#### **4.2. RÉFORMES STRUCTURELLES ET POLITIQUE DE DÉVELOPPEMENT: LES PREMIÈRES MESURES**

La politique monétaire et fiscale ainsi que l'actuelle récession confondent pour le moment les électeurs, qui ont l'impression que "plus ça change, plus c'est la même chose". Aussi promet on une inflexion des résultats: 1) des réformes structurelles déjà engagées; 2) des politiques industrielles visant le desserrement de la contrainte externe et la croissance; 3) de la lutte sur le front des barrières commerciales; et 4) des politiques à destination des plus défavorisés (Rifflart, Sand-Zantman, Rosinger, 2003):

- 1) Les réformes structurelles sont engagées sur 4 fronts. Deux volets sont relatifs aux comptes publics, la réforme de la sécurité sociale et celle du code des impôts; les deux autres sont institutionnels et concernent l'indépendance de la Banque Centrale et un nouveau code des faillites.
- a) *La réforme de la sécurité sociale* est acquise. Elle vise essentiellement le régime de retraites des fonctionnaires publics, fortement déficitaire, et prévoit une réduction des bénéficiaires et un allongement de la durée de travail. Les gains sont difficiles à estimer, l'imprécision habituelle des calculs à long terme s'accompagnant de l'absence d'études sérieuses, tant de la part du gouvernement comme de celle des instituts de recherche. A court terme, elle permettrait d'éliminer un déficit annuel de l'ordre de 50 milliards de R\$, exclusivement attribuable aux régimes de retraite<sup>4</sup>, les autres postes étant excédentaires. Toutefois, ces résultats à long terme sont modestes, représentant une économie de l'ordre de 5% des déficits prévus lors des prochains 20 ans<sup>5</sup>.
- b) *La réforme du code des impôts* vise lutter plus efficacement contre l'évasion fiscale en simplifiant les règles d'imposition, et à consolider les finances des états de la fédération en établissant l'uniformité de l'ICMS, impôt sur la circulation des marchandises et principale ressource des états. Cette réforme supprimerait ainsi la concurrence fiscale ruineuse entre états. Elle viserait enfin –mais la question ne fait pas unanimité– une exemption des exportations. Ce second volet de réformes, en discussion à l'assemblée, est très mal engagé: elle est en effet unanimement critiquée, par le patronat, par tous les partis à l'exception du PT, par les élus locaux et par les gouverneurs des états. La discussion bute sur la question des transferts entre le gouvernement central et les états de la fédération. Le gouvernement central est conscient du poids très élevé de la charge fiscale et de son caractère régressif et inefficace<sup>6</sup>, mais refuse toute diminution de ses ressources. Les états de la fédération quant à eux refusent toute réforme qui diminuerait leur part du gâteau et espèrent augmenter celle-ci. Dans ce contexte, tout indique que la pression fiscale devra augmenter<sup>7</sup>, que les buts originaux seront oubliés, et que la "réforme" aggravera l'inefficacité du système fiscal.

<sup>4</sup> Selon un rapport du Ministère de la Prévoyance de mars 2003, le déficit du régime des retraites aurait été de 56 milliards de R\$ en 2002, soit 4,25% du Pib.

<sup>5</sup> Ordre de grandeur calculé à partir de communiqués du Ministère de la Prévoyance reproduits par la presse. Le ministère déclare laconiquement que l'on peut s'attendre, à partir du texte de la réforme tel qu'il a été voté, à une économie totale de 49 milliards de R\$ pendant les prochains 20 ans, sans expliquer sa méthodologie de calcul. Considérant un déficit annuel de la prévoyance de 50 milliards, on obtient 5%.

<sup>6</sup> Les ressources fiscales dépendent essentiellement de l'impôt indirect (ICMS, impôt sur la circulation des marchandises, IPI, impôt sur les produits industriels, impôt sur les importations, et diverses "contributions" affectées à des postes budgétaires spécifiques), dont la particularité est qu'il est appliqué "en cascade" et non sur la valeur ajoutée.

<sup>7</sup> A preuve la publication du projet de loi budgétaire pour 2004, fin août, qui prévoit une augmentation nominale de 11,32% des recettes par rapport à 2003, ce qui paraît inconsistant avec une inflation ciblée à 5,5%, et le taux de croissance retenu pour l'année, de 3,5%.

- c) *L'indépendance opérationnelle de la Banque Centrale* est une vieille revendication des secteurs financiers. Son principe semblait acquis sous l'ancien président, mais la réforme butait sur certains problèmes constitutionnels. Ces derniers obstacles ont été levés. Le premier pas a consisté à renforcer le statut de son président qui maintenant à rang de ministre. Reste à spécifier le contenu exact de l'indépendance au moyen d'une loi pour le moment encore à l'étude.
- d) *Un nouveau code des faillites* dont l'intention est d'augmenter les garanties des créanciers des entreprises en liquidation, jugées insuffisantes actuellement, devrait permettre d'accroître le volume et diminuer le coût des crédits aux entreprises.
- 2) La politique de développement industriel est en grande part entre les mains du BNDES, banque publique chargée de mener les principales opérations de restructuration. Son Président, Carlos Lessa, un économiste d'orientation "structuraliste", propose d'ailleurs une politique de "développement accompagné par l'inclusion sociale"; il défend en particulier l'expansion du "microcrédit" et des prêts aux petites et moyennes entreprises. Pour ce qui concerne la politique industrielle proprement dite, l'accent sera mis sur le renforcement de la capacité de certaines filières à dégager d'importants soldes commerciaux, dans le contexte des négociations de libéralisation commerciale actuellement en cours. Selon des études récentes d'origine universitaire, les "filières" agrobusiness (café, papier et cellulose, produits citriques), cuir et chaussures, et sidérurgie devraient être privilégiés par une politique de promotion des exports. D'autres activités (biens de capital, secteur naval, pétrochimie, plastiques), menacées par la libéralisation, devraient être l'objet de politiques de restructuration.
- 3) Au niveau international, le gouvernement semble réorienter la stratégie d'accords commerciaux. Fort de son succès dans les dernières négociations de l'OMC, il mène un large travail diplomatique pour ouvrir la brèche des marchés des pays développés et multiplier les négociations en vue d'une coopération avec des partenaires du Sud. L'un des objectifs déclarés est également de renforcer la cohésion latino-américaine afin de négocier en situation plus avantageuse la participation à l'Alca dont la réalisation ne paraît plus prioritaire au sein de l'agenda brésilien. Toutefois, le néo protectionnisme de l'Argentine semble affaiblir durablement le Mercosul.
- 4) Les politiques sociales enfin constituent une priorité des promesses, mais pour autant qu'elles soient compatibles avec une hausse du taux d'épargne nationale posée comme priorité absolue. Et ce sera aux classes moyennes – l'un des soutiens essentiels du nouveau président – de supporter une grande part de ces efforts.
- Comme on l'imagine, les réformes relatives au système de Prévoyance Sociale, s'inscrivent dans cette perspective, et la compression de l'emploi public

n'y échappe pas non plus. Ces couches seront aussi les premières touchées par l'accroissement de la progressivité de l'impôt, ou la différenciation des prix des services publics en faveur des couches les plus pauvres.

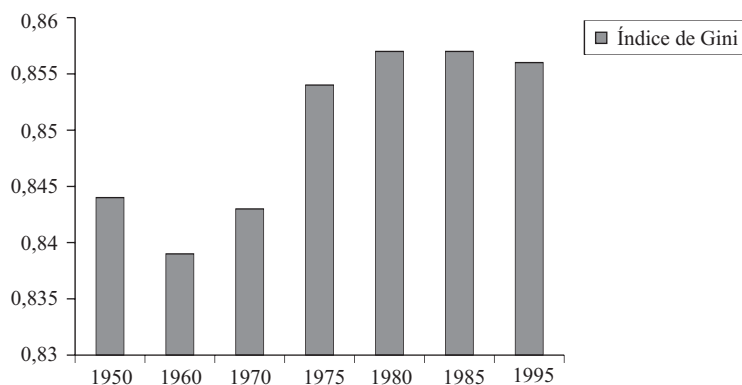
- La réforme agraire a certes sa symbolique propre, comme mode d'intégration des pauvres à la société: à ce titre, elle constitue l'un des chapitres de la politique sociale. Mais il ne s'agit en aucun cas de charité, et moins encore d'une machine de guerre contre la propriété privée: l'objectif est de renforcer la classe des exploitants agricoles familiaux et c'est à ce titre qu'ils pourront bénéficier des soutiens de l'Etat. On est donc aussi loin des timides tentatives précédentes de réforme agraire, que des revendications révolutionnaires de l'aile marchante du PT dans le domaine (le Mouvement des Sans Terres).
- C'est sur le même registre qu'il faut analyser les mesures de soutien au micro et mini entrepreneuriat. Comme le paysan sans terre, le vendeur des rues ("*biscateiro*") est l'un des personnages clé de la société brésilienne. Et c'est ce "*biscateiro*" qu'il s'agit d'ériger en "figure entrepreneuriale", auquel échoira la responsabilité d'un renforcement et d'une diversification de l'offre domestique.
- Si l'on ajoute à tout cela la remise en ordre des mécanismes de retraite par répartition (réforme du système de prévoyance) et un encouragement à la constitution de fonds de pension, y compris parmi les couches populaires, on mesure le chemin opéré par le Parti des Travailleurs depuis son arrivée au pouvoir.
- En attendant les retombées positives de ce plan et des autres réformes structurelles, le programme Fome Zero doit permettre de secourir dans l'urgence les couches les plus vulnérables de la population. En dépit des apparences, on ne peut réduire ce programme à une simple adaptation des actions de la Banque Mondiale ciblées sur les pauvres. C'est explicitement un instrument transitoire visant à rompre le "piège à pauvreté" de la sous nutrition en permettant aux populations pauvres reprendre leur souffle, penser à l'avenir, et élaborer des stratégies de promotion sociale. L'intégration résultera alors de l'amélioration de leur capacité de travail, et de la scolarisation des enfants. Ce programme s'ajoute à d'autres mesures plus traditionnelles d'action directes sur le marché du travail en faveur de l'emploi ou de la hausse des revenus monétaires (salaire minimum, allocation chômage), mesures qui doivent contribuer à la socialisation par l'accès aux consommations monétarisées.

## 5. CONCLUSION

Dans une entrevue au *Financial Times* datant du second trimestre 2003, le Président Luiz Ignacio da Silva avait affirmé que la première année de son mandat serait consacrée au "nettoyage de la maison", justifiant ainsi le maintien d'une politique conservatrice et orthodoxe jusqu'à ce que l'économie se rétablisse.

Ce discours à usage international, incontestablement différent des propos de campagne, visait naturellement à acquérir de la crédibilité externe. Mais ce serait trop simplifier le propos que de le réduire à de l'habileté ou de la duplicité. Si en effet les dirigeants du Parti des Travailleurs sacrifient aux respects des grands équilibres, c'est qu'ils partent du constat que dans le passé, l'équilibre n'a pas été plus réactionnaire que le déséquilibre était progressiste. La preuve en est la terrible résistance des indices d'inégalités et des niveaux de pauvreté d'un pays où 1% de la population capte plus que les 50% les plus pauvres, et où la concentration foncière reste considérable (graphique 5). Et ce malgré la multitude des interventions publiques au niveau de la répartition primaire des revenus (c'est à dire au niveau de la fixation de prix et de salaires que l'administration n'a jamais répugnée à manipuler), ou à celui de la redistribution et des transferts.

**Graphique 5.-** Concentration de la propriété foncière (1950-1995)



SOURCE: INCRA.

Reste à prouver qu'orthodoxie et transformations sociales ne sont pas antinomiques. Avec un taux de croissance du PIB estimé à 3.5-4%, le gouvernement peut enfin mettre en chantier quelques unes des promesses sociales qui figuraient sur le programme du Parti des Travailleurs. D'autant que cette fois, l'expansion de la production s'appuie à la fois sur la conjugaison d'un boom des exportations, d'une reprise de la demande des ménages et d'une reprise des investissements, tant au niveau de la construction que des biens d'équipement. Les salariés, et en particulier les moins qualifiés d'entre eux ne sont pas les derniers à en avoir profité. Cette première tendance en faveur de l'emploi se conjugue à une hausse des salaires qui explique la vigueur de la demande privée et l'optimisme des firmes.

Toutefois, cet accroissement reste fragile: la faiblesse des investissements passés ne se fait pas encore vraiment sentir en raison de la sous utilisation des capacités de production après une longue période de stagnation. mais le taux d'utilisation des

capacités de production s'accroît rapidement, faisant craindre une reprise des anticipations inflationnistes, un durcissement de la politique monétaire, et un nouveau freinage de la croissance de la part des autorités. Par ailleurs, le système productif est confronté à la pénurie d'équipement: la production record de soja se heurte à l'insuffisance des routes et des infrastructures portuaires. Et si les pluies massives permettent d'éloigner le spectre des coupures de courant sur le court terme, la pénurie d'énergie reste une contrainte sur le moyen terme, aggravée par l'évolution internationale sur le marché des hydrocarbures.

Le niveau d'endettement externe souligne en outre la faiblesse de l'épargne domestique, qu'elle soit privée ou publique, et l'ampleur du service de la dette publique l'utilisation discutable de cette épargne. En l'absence d'une épargne privée domestique suffisante, la croissance ne peut s'appuyer que sur les entrées de capitaux externes, capitaux devant également refinancer la charge de la dette passée, et la rémunération des investissements directs et de portefeuille. Et si les entrées de capitaux devaient faiblir, la croissance serait atteinte, provoquant mécaniquement la hausse du ratio dette externe / PIB. Au delà, la faiblesse du taux d'épargne domestique constitue l'une des incohérences du modèle économique et social brésilien: le maintien d'une répartition des revenus fortement inégalitaire devrait en effet garantir une épargne abondante fondée théoriquement sur une forte propension à épargner des titulaires de hauts revenus. Mais fuites de capitaux et surtout consommation ostentatoire des élites –et au-delà des classes moyennes– se conjuguent pour comprimer l'épargne domestique.

## BIBLIOGRAPHIE

- BENAROYA, F. (1996): "Brésil: de la stabilisation aux réformes", *Problèmes d'Amérique Latine*, núm. 21, (avril-juin). Documentation Française.
- CALVO, G.A.; MENDOZA, E. (1996): "Mexico's Balance of Payment Crisis: A Chronicle of a Death Foretold", *J. of International Economics*, 41, n. 3-4, (novembre), pp. 235-264.
- CALVO, G.A.; MENDOZA, E. (2000): "Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-frictions Approach", *American Economic Review Papers and Proceedings*, (mai).
- CALVO, G.A.; VÉGH, C.A. (1994): "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", en R.C. Barth et C.H. Wong [ed.]: *Approaches to Exchange Rate Policy, Choice for Development and Transition Economics*, pp. 90-102. IMF Institute.
- CALVO, G.A.; VÉGH, C.A. (1999): *Inflation Stabilization and BOP Crisis in Developing Countries*. (NBER WP, 6925).
- CHANG, R. (1999): "Understanding Recent Crises in Emerging Markets, Federal Reserve Bank of Atlanta", *Economic Review*, 2<sup>o</sup> quarter.
- DORNBUSCH, R. (1998): *After Asia: New Directions for the International Financial System*. (Web.mit.edu/rudi/www).
- DORNBUSCH, R. (1999): *Emerging Market Crises: Origins and Remedies*. (Web.mit.edu/rudi/www).

- EASTERLY, W. (1996): "When is Stabilization Expansionary? Evidence from High Inflation", *Economic Policy*, (avril), pp. 68-107.
- FLOOD, R.P.; GARBER, P.M. (1984): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, 17, pp. 1-13.
- FLOOD, R.P.; GARBER, P.M.; KRAMER, C. (1996): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example", *Journal of International Economics*, 41, pp. 223-234.
- FLOOD, R.P.; MARION, N.P. (1998): *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*. (IMF WP/98/130).
- KAMINSKY, G.L.; REINHART, C.M. (1999): "The Twin Crises, The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89, n. 3, pp. 473-500.
- KRUGMANN, P. (1979): "A Model of Balance of Payments Crises", *J. of Money, Credit and Banking*, 11, pp. 311-25.
- KRUGMAN, P. (1991): "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 669-82.
- KRUGMAN, P.; ROTEMBERG (1992): "Speculative Attacks on Target Zones", en P. Krugman et M. Miller [ed.]: *Exchange Rate Targets and Currency Bands*. Cambridge University Press.
- LAHIRI, A.; VÉGH, C. (1997): *Delaying the Inevitable: Optimal Interest Rate Policy and BOP Crises*. (Mimeo). UCLA/Internet.
- OBSTFELD, M. (1994): "The Logic of Currency Crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, pp. 189-213. Banque de France.
- SACHS, J.; TORNELL, A.; VELASCO, A. (1996): "Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995", *Brookings Paper on Economic Activity*, n. 1, pp. 147-198.
- SACHS, J.; RADELET, S. (1998): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1.
- SAND, A.; TROTIGNON, J. (2002): Brésil: l'héritage de Fernando Henrique Cardoso", *Revue de l'OFCE*, n. 83, (octobre).
- RIFFLARD, C.; SAND-ZANTMAN, A.; ROSINGER, J.L. (2003): "Après l'ajustement, le temps de réformes", *Lettre de l'OFCE*, n. 242, (octobre). Paris: OFCE.
- STIGLITZ, J. (2002): *La grande désillusion*. Fayard.
- TEIXEIRA, J.R.; TEIXEIRA, R.M. (2004): *Problems and Hopes for Brazil in the New Millennium*. Ronéo. Universidade de Brasilia.
- VÉGH, C.A. (1992): "Stopping High Inflation", *IMF Staff Papers*, vol. 39, n. 3, pp. 626-695.
- WORLD Bank (2003): *Brazil: Equitable, Competitive, Sustainable, Contribution for Debate*. Washington.
- ZANTMAN, A. (1990): "Le Plan Collor dans l'œil du cyclone: de l'hyperinflation à l'hypertagflation?", *Problèmes d'Amérique Latine*, n. 97, 3<sup>e</sup> trim., pp. 569-112. Documentation Française.
- ZANTMAN, A. (1991): *Le Tiers-Monde: les stratégies de développement à l'épreuve des faits*. 2<sup>e</sup> ed. Paris: Hatier
- ZANTMAN, A. (1993): "Un nouveau plan de stabilisation... Pour quoi faire?", *Problèmes d'Amérique Latine*, Nouvelle série, num. 9, (avril-juin), pp. 27-43. Documentation Française.