

Brésil, un tournant décisif

Claire Dissaux*



p. 83-92

À maints égards, le Brésil demeure la « Terre d'avenir » dépeinte par Stefan Zweig. Soixante ans plus tard, les promesses du développement restent encore à réaliser. Le Brésil n'a pas connu de croissance forte et prolongée depuis la fin des années soixante-dix. La misère est largement répandue : en 1999, on estimait que 37,5 % de la population vivaient sous le seuil de pauvreté de 2 dollars par jour. Les inégalités de revenu sont parmi les plus fortes au monde, avec un coefficient de Gini de 60,9 % en 2000.

Le président Luis Inacio « Lula » da Silva, leader du Parti des travailleurs, a été porté au pouvoir en octobre 2002 sur un programme de croissance soutenue (4 à 5 % à moyen terme), de réduction des inégalités et d'éradication de la pauvreté la plus criante (programme « Faim zéro »). Donner une nouvelle impulsion au développement sans menacer les équilibres macroéconomiques que l'administration Cardoso (1994-2002) s'était efforcée de rétablir, tel est l'objectif. L'ambition du gouvernement Lula de concrétiser l'avenir du Brésil pourrait marquer un tournant décisif dans l'histoire du pays.

Déséquilibres et tensions financières

Pour comprendre la situation économique du Brésil, il est utile de revenir très rapidement sur les grandes étapes qui ont marqué l'économie depuis les années soixante. La croissance fondée essentiellement sur le développement du marché intérieur s'est accélérée au cours des années 1966-1974 (9,8 % en moyenne), accentuant les déséquilibres macroéconomiques (déficits publics importants, forte inflation) qui allaient être aggravés par l'impact du premier choc pétrolier. Le recours à l'endettement extérieur faisait alors du Brésil l'un des pays les plus endettés au monde, vulnérable à la hausse brutale des taux d'intérêt mondiaux du début des années quatre-vingt. La contrainte financière accrue renforçait les pressions inflationnistes. De 1986 à 1994, les tentatives répétées de contrôle des prix et des salaires sans renforcement simultané des fondamentaux budgétaires échouaient et l'économie plongeait dans l'hyperinflation. La création d'une nouvelle unité monétaire et la mise en œuvre du « Plan real » au premier semestre 1994 ont mis fin à l'hyperinflation. Le

* Claire Dissaux est responsable recherche marchés émergents au Crédit agricole-Indosuez.

taux d'inflation est passé de 74 % en 1995 à 4 % en 1998. Ce résultat a été obtenu grâce à de premiers efforts de réduction du déficit public, à la suppression des mécanismes d'indexation et à un ancrage nominal du real au dollar.

Mais la forte inflation – qui gonflait mécaniquement les recettes de l'État et dévaluait ses dépenses, notamment le service de sa dette – avait permis de réduire les tensions sur les finances publiques. Avec le recul de l'inflation et la disparition de la « taxe inflationniste », la situation budgétaire s'est détériorée. L'incapacité de l'administration Cardoso à faire passer des réformes structurelles au Congrès et le manque de discipline des États dans un système budgétaire fédéral n'ont pas permis d'assainir les finances publiques. Le solde primaire (avant paiement d'intérêts) du secteur public est devenu déficitaire et la dette publique a progressé fortement, de 30 % en 1995 à 41 % du PIB en 1998.

L'ancrage nominal du taux de change, bien que progressivement assoupli, a laissé s'amplifier les déséquilibres extérieurs. D'une part, la hausse des revenus réels due à la baisse de l'inflation a provoqué une progression de la demande interne et des importations. D'autre part, la persistance d'un différentiel d'inflation avec les partenaires commerciaux du Brésil a entraîné une appréciation du real en termes effectifs réels, détériorant la compétitivité extérieure du pays. Le déficit courant s'est rapidement élargi (de - 0,3 % du PIB en 1994 à - 4,2 % du PIB en 1998). L'accumulation de déficits publics et le besoin d'un financement extérieur croissant ont poussé les taux d'intérêt à la hausse. Lorsque la crise asiatique et la crise russe ont durci les conditions de financement extérieur, cette hausse des taux d'intérêt a fini par étouffer la croissance. La surévaluation du real s'est alors révélée intenable et, en janvier 1999, le régime de change fixe a volé en éclats ; il a été remplacé par un flottement de la monnaie, la politique monétaire se concentrant alors sur un objectif interne avec la mise en place d'un régime de ciblage de l'inflation.

La dévaluation a été qualifiée de « réussie » par les observateurs. Le contrôle de l'inflation et l'absence de récession malgré l'ampleur de l'ajustement du change – le real a perdu 40 % de sa valeur contre le dollar – constituent sans aucun doute une réussite. Plusieurs facteurs ont contribué à contenir les conséquences inflationnistes de la dévaluation : la limitation volontaire des prix de détail ; un resserrement budgétaire fondé sur une loi de responsabilité fiscale qui a imposé une contrainte budgétaire « dure » aux États et a permis de dégager des excédents primaires ; enfin, la stabilisation du taux de change grâce à un environnement extérieur favorable.

Mais, l'adoption d'un régime de change flottant est loin d'avoir éliminé la vulnérabilité du Brésil, comme on a pu le constater lors de la succession de chocs qui s'est produite depuis : ralentissement de la croissance mondiale et montée de l'aversion globale au risque en 2001-2002, pressions sur le real en 2001 lors des attaques du *currency board* argentin, incertitudes politiques avec les élections d'octobre 2002. Le flottement du taux de change ne donne pas au Brésil les marges de manœuvre qui pourraient lui permettre de mener une politique macroéconomique libérant la croissance.

La dépréciation du change : amplificateur des chocs

L'importance des besoins de financement extérieur du Brésil rend le taux de change très sensible à toute dégradation de l'environnement extérieur (aversion globale au risque, baisse de la croissance mondiale) ou à la perception d'un risque-Brazil élevé par les investisseurs. En même temps, la dépréciation a un faible pouvoir rééquilibrant sur les comptes extérieurs du fait de la nature de la spécialisation. L'importance des biens exportés à faible valeur ajoutée (minerais, produits agricoles) et sensibles aux cours internationaux explique qu'une baisse du change n'entraîne pas une réaction rapide des exportations : en 1999 comme en 2001, la croissance des exportations est restée modeste. De plus, l'ampleur des paiements d'intérêt et de dividendes « plombe » le solde courant de près de 30 milliards de dollars par an. Ainsi, en dépit d'une amélioration très sensible de la balance commerciale entre 1998 et 2001 (de l'ordre de 10 milliards de dollars), le déficit courant atteignait encore 23 milliards de dollars en 2001 ! La Banque centrale est contrainte de fixer son taux d'intérêt à un niveau suffisamment élevé pour attirer les capitaux nécessaires au financement de ce déficit ; elle l'est aussi du fait des pressions inflationnistes exercées par la dépréciation du change.

Le contrôle de l'inflation après la dévaluation de 1999 était, on l'a vu, en grande partie le résultat de mesures exceptionnelles. La hausse de l'inflation provoquée par les chocs sur le real en 2001 et 2002 a forcé dans les deux cas un resserrement monétaire significatif : 325 points de base en 2001, 850 en 2002 (graphiques 1 et 2).

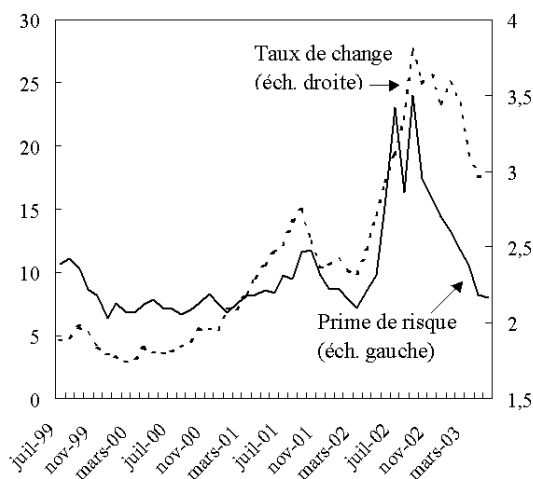
Certes, dans le régime de flottement adopté depuis 1999, la hausse des taux nécessaire face aux chocs extérieurs a sans doute été moindre que celle qu'aurait exigé un régime de change fixe. Mais, le niveau des taux d'intérêt continue de constituer un puissant frein à la croissance. Sur les années 2000-2002, les taux d'intérêt réels ont atteint en moyenne 11 %, niveau incompatible avec une croissance soutenue et une stabilisation de la dette publique. C'est en cela que la dépréciation du taux de change amplifie les chocs au lieu de les amortir.

La sensibilité de la dette publique au taux d'intérêt et au taux de change réduit considérablement les marges de manœuvre monétaire et budgétaire. La dette publique interne (80 % de la dette publique totale) est indexée à 51 % sur le taux directeur Selic. D'autre part, 40 % de la dette publique totale (interne et extérieure) sont libellés en devises étrangères ou indexés sur le taux de change. Ces indexations, favorables en cas d'appréciation, amplifient les déséquilibres internes dès lors que le real se déprécie et que les taux d'intérêt sont relevés : les paiements d'intérêts augmentent, la croissance ralentit, accentuant la montée du ratio dette publique/PIB.

Dans ces conditions, tout le poids de la stabilisation repose sur la politique budgétaire, une augmentation de l'excédent primaire devenant nécessaire pour éviter que diverge la dynamique de dette publique. Des simulations montrent qu'il faudrait maintenir des excédents primaires supérieurs à 4 % du PIB sur les trois prochaines années pour ramener le ratio dette publique/PIB à moins de 50 % du PIB, sous les hypothèses d'une baisse progressive du taux d'intérêt réel à 8 %, d'une croissance du

PIB de 3 %, et d'une dépréciation du real limitée. Cet effort budgétaire considérable est avant tout un pari politique.

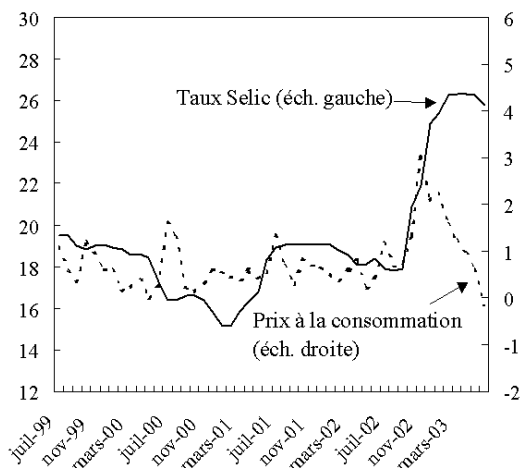
GRAPHIQUE 1 – RISQUE-PAYS ET TAUX DE CHANGE ¹



1. Risque-pays : prime de risque sur les obligations brésiliennes (EMBI) ; taux de change : reals pour 1 dollar.

Sources : Datastream, J.P. Morgan et Bloomberg.

GRAPHIQUE 2 – TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR ET PRIX ²



2. Taux directeur : taux Selic en fin de mois, en % ; prix : hausse mensuelle des prix à la consommation (IPCA), en %.

La discrimination par les finances publiques

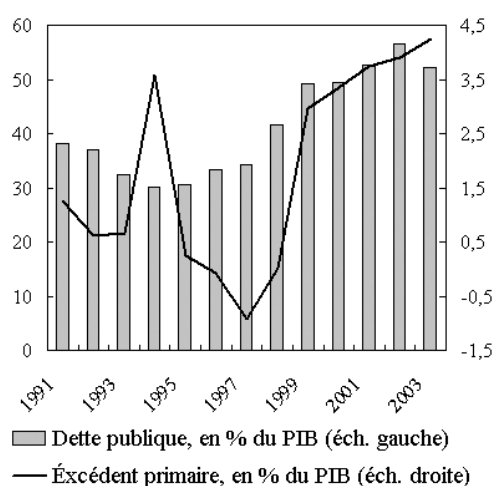
L'un des enjeux essentiels de la politique économique du gouvernement Lula, est de desserrer la contrainte financière en gagnant la confiance des investisseurs. Pour cela, il faut s'attaquer aux sources de vulnérabilité enracinées dans les finances publiques. Il s'agit d'établir une discrimination positive du Brésil aux yeux des investisseurs étrangers qui exercent actuellement une forte différenciation entre risques émergents. Aux phénomènes de contagion généralisée observés entre 1995 et 1999 ont succédé des évolutions très différenciées des marchés émergents. Une première raison tient à la structure du marché, avec une diminution du rôle des fonds spéculatifs (*hedge funds*). Une deuxième raison provient de l'évolution même des économies émergentes. Les possibilités de contagion purement mimétique se sont réduites avec la multiplication des régimes de change flottant. Mais les pays dont la marge de manœuvre apparaît faible sont logiquement pénalisés : aussi bien les Philippines que le Brésil en 2002 ont vu se dégrader la performance de leurs actifs – dette, action et taux de change – car leur capacité de gestion des finances publiques était mise en doute. Cette forme de discrimination accorde une place centrale au cadre politique et institutionnel.

L'approche des élections présidentielles d'octobre 2002 avait laissé le Brésil vulnérable à une contamination politique venue de l'Argentine qui s'est traduite par une baisse significative de l'investissement direct étranger (de plus de 30 % en 2002)

et des prêts bancaires (le taux de renouvellement des crédits bancaires internationaux a baissé jusqu'à 40 %). La gestion hétérodoxe de la dévaluation par les autorités argentines en 2002 (remise en cause des contrats de droit privé, dédollarisation asymétrique du secteur bancaire) avait inquiété. La possibilité que le cadre institutionnel de la politique budgétaire et monétaire soit remis en cause par le nouveau gouvernement après les élections d'octobre 2002 avait fait monter en flèche le risque-pays brésilien. Après un prêt exceptionnel de 30 milliards de dollars reçu du FMI en septembre, les premières mesures d'austérité monétaire et budgétaire et l'annonce du futur cadre de la politique économique ont permis au gouvernement élu de renverser le risque.

D'une part, le gouvernement Lula a inclus dans l'agenda des réformes le projet d'indépendance de la Banque centrale, malgré l'opposition traditionnelle du Parti des travailleurs. Comme dans beaucoup de pays émergents, le cadre de la politique monétaire est vulnérable à des décisions politiques : nominations du gouverneur, fixation des objectifs d'inflation. Même si le projet d'indépendance de la Banque centrale n'aboutit pas avant 2004, l'absence d'interférence du gouvernement dans la politique monétaire en 2003 suffit à démontrer une volonté d'orthodoxie.

GRAPHIQUE 3 – DYNAMIQUE DE LA DETTE PUBLIQUE



Source : Banque centrale. Pour la dette publique, le dernier chiffre est celui d'avril 2003.

D'autre part, le cadre institutionnel de la politique budgétaire a été réaffirmé par la nouvelle administration. La loi de responsabilité fiscale constitue un élément crucial de la discipline budgétaire qui a permis de différencier le Brésil de l'Argentine depuis 1999, et il faudrait un vote de la Cour suprême pour qu'elle soit modifiée. Alors que l'incapacité du gouvernement argentin à contrôler les dépenses des provinces a contribué au creusement insoutenable du déficit public, le Brésil a obtenu depuis 1999 une contribution croissante des États fédérés à l'excédent primaire du solde public consolidé, en établissant des obligations strictes de remboursement de leur dette vis-à-vis du gouvernement central. Selon cette loi, les États doivent transférer en moyenne 13 % de leurs revenus nets au gouvernement central, ce qui en pratique les forces à

dégager des excédents primaires. La gestion habile des relations entre le centre et les États fédérés a permis au gouvernement Lula d'obtenir le soutien des gouverneurs aux réformes structurelles dès février 2003, sans relâcher les obligations de cette loi. La détermination du gouvernement a été testée sur un cas concret : les pénalités prévues par la loi ont été appliquées à l'État de São Paulo qui n'avait pas honoré un paiement sur sa dette à l'égard du gouvernement central et des rallonges budgétaires lui ont été refusées.

Sur les trois prochaines années, maintenir comme annoncé l'excédent primaire au niveau de 4,25 % du PIB atteint en 2002 (avec des variations selon la croissance réalisée en 2005 et 2006) permettrait de stabiliser la dynamique de la dette publique et de gagner la confiance des investisseurs (graphique 3). Mais au-delà, deux réformes structurelles sont indispensables : réforme de la fiscalité, réforme des retraites.

Réformes de la fiscalité et des retraites

Les excédents primaires significatifs obtenus depuis 1999 l'ont été par une montée du ratio recettes fiscales/PIB, atteignant 33 %, soit l'un des taux les plus élevés parmi les pays de revenu comparable. Le but n'est pas d'augmenter la pression fiscale, mais de mieux l'organiser. D'une part, la multiplication des taxes, la révision de leurs taux et la prolongation de certaines taxes censées être temporaires (comme la taxe CPMF sur les transactions financières) rendent le système peu transparent ; les différences fiscales existant entre États créent en outre des distorsions dans l'allocation des ressources. D'autre part, l'importance des taxes indirectes (plus de la moitié des recettes totales) et celle des cotisations sociales (près du cinquième) contribuent à aggraver les inégalités de revenus et à élever le coût du travail. Les propositions de réforme visent à créer une TVA unifiée et à instaurer une taxe permanente sur les transactions financières à un taux plus bas que le taux actuel. Mais l'économie politique d'une telle réforme est compliquée. Comme le gouvernement n'a pas de marge de manœuvre pour réduire la base fiscale, il n'y a pas de gagnants évidents et donc pas de soutien automatique.

La réforme des retraites recueille un plus large consensus tant de la population que des pouvoirs régionaux. Le système actuel est non seulement coûteux mais aussi très inégalitaire. Les dépenses de retraites représentent 9 % du PIB, taux supérieur à la moyenne des pays de l'OCDE. Mais la moitié des dépenses publiques de retraite est versée aux retraités du secteur public qui ne représentent pourtant que 5 % de l'ensemble des retraités. Le déficit total du système de retraite atteint 5,5 % du PIB, dont 4,4 % pour le seul secteur public. Étant donné la structure démographique du Brésil, le système est une bombe à retardement, le nombre de retraités étant destiné à s'accroître fortement : 75 % des fonctionnaires ont actuellement entre trente-six et cinquante-cinq ans et l'âge moyen de départ à la retraite est de cinquante-six ans. La réforme proposée vise à aligner le système du secteur public sur celui du secteur privé : relèvement de l'âge de la retraite, allongement de la période de référence pour le calcul de la retraite, plafond fixé au montant des pensions, création de fonds de pension... Les points les plus litigieux (comme l'obligation faite aux retraités de payer des cotisations) seront probablement abandonnés et l'impact positif sur les finances publiques ne sera pas immédiat ; mais le vote de cette réforme fin 2003 ou en 2004

améliorerait considérablement les perspectives à moyen terme de solvabilité et de croissance. Sans réforme, le déficit du système de retraite pour le secteur public augmenterait à plus de 5 % du PIB sur les dix prochaines années. Avec la réforme, il pourrait être diminué à un horizon de 10-15 ans à 2-3 % du PIB, libérant ainsi des sources de financement pour l'investissement privé ou pour des dépenses publiques prioritaires comme l'investissement et l'éducation.

Une fenêtre d'opportunité

Les tensions récentes sur les marchés émergents ont montré qu'un taux de change flottant ne suffit pas à écarter les risques de défaut ni à éliminer l'instabilité financière (Turquie 2003, Brésil 2002), pas plus qu'un ancrage par le change ne suffisait à assurer la stabilisation macroéconomique (Turquie 2001, Brésil 1999). La gestion des finances publiques et le socle des réformes structurelles jouent un rôle clé dans l'ancrage des anticipations des investisseurs. Au-delà d'une politique macroéconomique dans la continuité de l'administration Cardoso, le succès du gouvernement Lula pourrait être de mettre en œuvre des réformes structurelles décisives pour le développement à moyen terme. La période de grâce dont bénéficie aujourd'hui le président en début de mandat (avec un taux de popularité de 78 % en juin 2003) procure une fenêtre d'opportunité. Celle-ci doit être saisie rapidement compte tenu du coût de la politique de rigueur en termes de croissance économique et des tensions sociales qui risquent d'en résulter : la prévision officielle de croissance a été revue à la baisse à 1,5 % pour 2003. Les conditions semblent aujourd'hui réunies pour créer un choc positif sur les anticipations, l'amélioration des variables financières ouvre en effet la possibilité d'amorcer un cercle vertueux.

D'une part, l'ampleur de la réduction du déficit courant (probablement à 1 % du PIB en 2003 contre 4,6 % en 2001) et le retour des investissements de portefeuille ont permis une appréciation du real dès la fin 2002. Conséquence directe du renforcement de la monnaie, le poids de la dette publique s'est allégé (53 % du PIB contre un pic à plus de 60 % en 2002). L'appréciation du taux de change fournit aussi à la Banque centrale les conditions favorables pour rembourser en partie la dette publique indexée sur le dollar en ne renouvelant plus la totalité des montants venant à échéance. La part de la dette domestique indexée sur le dollar a ainsi baissé à 17 % (contre 23 % en 2002).

D'autre part, après une période d'inflation élevée et persistante, l'appréciation du real et l'impact du resserrement monétaire sur la demande domestique ont fini par produire leurs effets et l'inflation montre une claire tendance à la baisse (vers 10 % en glissement annuel fin 2003). Cette évolution a permis d'amorcer une baisse – prudente – des taux d'intérêt directeurs à partir de juin 2003 (voir graphique 1). Outre les conditions macroéconomiques qui permettraient d'aller au-delà et d'abaisser les taux réels à des niveaux compatibles avec le décollage de la croissance, il reste à conforter la crédibilité monétaire en établissant l'indépendance de la Banque centrale. En effet, à cause de l'impact persistant de la dépréciation du change en 2002-2003, les anticipations d'inflation des agents ont eu tendance à se caler sur l'évolution du taux de change, rendant la politique monétaire moins efficace et obligeant à assouplir les

modalités du système (élargissement de la marge autour du taux central objectif, ajustements fréquents et significatifs de la cible en 2003).

Faute d'avancée décisive dans les réformes structurelles permettant de dégager des marges de manœuvre significatives pour la croissance, le prochain choc extérieur pourrait bien renverser ces premiers signes d'amélioration et faire resurgir le risque de déstabilisation sur la dynamique de dette publique.

Bibliographie

OCDE, (2001) Études économiques de l'OCDE – Brésil, juin.