

# LA LETTRE DU

N° 258 — AOÛT 2006

**CEPII** **CENTRE  
D'ETUDES PROSPECTIVES  
ET D'INFORMATIONS  
INTERNATIONALES**

## LULA 2 : QUELLE POLITIQUE ÉCONOMIQUE ?

Quatre ans après son élection triomphale, le Président brésilien Lula da Silva semble devoir être réélu pour un second mandat. Il peut en effet faire état d'un bilan globalement satisfaisant : des progrès appréciables sont enregistrés sur le plan de la pauvreté et des inégalités, tandis qu'une politique macroéconomique orthodoxe a apporté des bénéfices tangibles au pays. La principale ombre dans ce tableau reste une croissance toujours faible (3% en moyenne depuis dix ans), qui rend difficile la mise en oeuvre des réformes de structure. On reprend ici les éléments essentiels du débat macroéconomique afin d'identifier les principaux enjeux des années à venir.

### ■ Les bénéfices de l'orthodoxie

On se souvient que les mois ayant précédé l'élection de Lula, en octobre 2002, avaient vu des sorties massives de capitaux ; les investisseurs internationaux avaient confondu le candidat du Parti des Travailleurs avec le petit frère de Fidel Castro. Toutes les conséquences habituelles à ce type de scénario avaient suivi : chute de la Bourse et du taux de change, resserrement brutal de la politique monétaire, intervention du FMI, quasi-récession en 2003.

Cela étant, avant même de prendre le pouvoir, la nouvelle équipe gouvernementale avait confirmé et même amplifié les engagements pris avec le Fonds<sup>1</sup>. De fait, d'un côté, l'excédent budgétaire primaire a été ré-haussé progressivement à 4,8% du PIB, avec seulement un relâchement pré-électoral en 2006 (tableau 1) ; de l'autre côté, la politique de flottement du change et de ciblage de l'inflation a été confirmée. Le gouvernement n'a pas donné à la Banque centrale l'indépendance promise, mais la rigueur dans l'exécution n'a pas été démentie. Ainsi, en 2004, une reprise de la croissance a causé des tensions inflationnistes fortes (à plus de 8% annuels au quatrième trimestre), auxquelles a été opposée une hausse vigoureuse des taux d'intérêt (375 points de base entre septembre 2004 et avril 2005) (graphique 1). Résultat, la croissance a de nouveau ralenti en 2005, et les critiques de la politique économique

ont repris : comparé au fameux "vol d'oies sauvages" des économies asiatiques, le Brésil serait toujours condamné au "vol du poulet" - quelques battements d'ailes, un saut de deux ou trois mètres, et un nouvel effondrement.

Ce constat de stérilité n'est toutefois pas entièrement justifié. D'abord, la réaction agressive de la Banque centrale en 2004/05 n'a pas seulement calmé en quelques mois l'évolution des prix ; elle a aussi établi solidement la crédibilité de l'institution : depuis le début de 2006, les anticipations d'inflation des agents privés sont alignées sur la cible de moyen terme de l'institut d'émission (soit 4,5%). Par ailleurs, la dette publique nette a été réduite de 55,5% du PIB à la fin

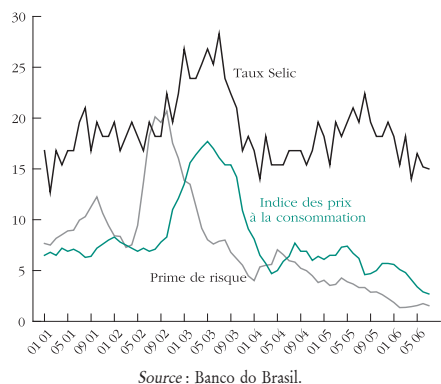
Tableau 1 – Macroéconomie, 2001-2006

|   | 2001 | 2002  | 2003 | 2004 | 2005 | 2006p |
|---|------|-------|------|------|------|-------|
| ● Croissance (taux annuels en %)        |      |       |      |      |      |       |
| PIB volume                              | 1,3  | 1,9   | 0,5  | 4,9  | 2,3  | 3,8   |
| Investissement volume                   | -0,2 | 0,5   | 0,8  | 10,9 | 1,6  | 8,0   |
| Exportations valeur                     | 9,6  | 8,6   | 15,7 | 18,0 | 11,6 | 15,0  |
| Importations valeur                     | 3,0  | -12,2 | -3,7 | 14,3 | 9,5  | 22,0  |
| ● Hausse des prix à la consommation (%) | 7,7  | 12,5  | 9,3  | 7,6  | 5,7  | 4,3   |
| ● Solde courant (% PIB)                 | -4,5 | -1,6  | 0,8  | 1,9  | 1,8  | 1,6   |
| ● Finances publiques (% du PIB)         |      |       |      |      |      |       |
| Recettes fiscales                       | 33,4 | 34,9  | 34,0 | 35,9 | 37,0 | 37,3  |
| Dépenses primaires                      | 29,8 | 31,0  | 29,7 | 31,3 | 32,2 | 33,2  |
| Solde primaire                          | 3,6  | 3,9   | 4,3  | 4,6  | 4,8  | 4,1   |
| Paiement d'intérêts                     | -7,2 | -8,5  | -9,4 | -7,3 | -8,1 | -7,9  |
| Solde budgétaire total                  | -3,6 | -4,6  | -5,1 | -2,7 | -3,3 | -3,8  |
| Dette publique totale                   | 52,6 | 55,5  | 57,2 | 51,7 | 51,1 | 51,0  |

Sources : Banco do Brasil, IPEA, CEPII.

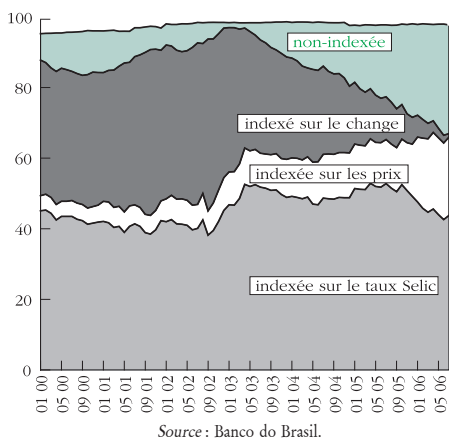
1. La fin de la haute inflation, en 1994, avait été suivie d'une période marquée par une politique budgétaire relâchée et un ancrage glissant du change (voir J. Sgard 1998, "Le Brésil et la Russie face au risque de crise financière", *La Lettre du CEPII*, n° 166, mars). Ceci avait conduit à la crise de change de janvier 1999, à la suite de laquelle le régime actuel de ciblage d'inflation et de flottement a été adopté.

Graphique 1 – Inflation, risque souverain et taux directeur (en %) 2001 - 2006



2002, à 50% en juin dernier. Toutefois la structure de cet endettement reste fragile (graphique 2) : 44% du total est indexé sur les taux monétaires, et 22% sur l'inflation ; quant à la dette non-indexée, dont la part est passée de 2% (janvier 2003) à 31%, elle reste émise à des maturités très courtes (12 mois en moyenne au premier semestre 2006). Le vrai progrès, au cours des dernières années, est la réduction de la part des engagements exposés au risque de change, de 41% à 1% du total (dette extérieure comprise) ; compte tenu de réserves de change s'élevant à 63 milliards de dollars, l'ensemble du secteur public présente une position extérieure nette de l'ordre de 5% du PIB.

Graphique 2 – Structure de la dette publique (en %), 2000-2006



Ce renforcement des conditions d'insertion internationale marque une rupture majeure par rapport aux décennies passées, accentuée par la réouverture commerciale du pays : les exportations sont passées à près de 20% du PIB cette année, contre 7% il y a dix ans (comme d'ailleurs dans les années 1950). L'excédent courant est désormais substantiel (tableau 1).

Il ne faudrait pas voir seulement ici un motif de fierté privée pour un banquier central conservateur et son *alter ego* des Finances. L'expérience des mois de mai et juin derniers a montré pourquoi. Pendant quelques semaines, l'ensemble des

marchés émergents a en effet subi une forte correction, due à une remontée de l'aversion au risque des investisseurs internationaux. Reflux des capitaux, augmentation des primes de risque, chute des indices boursiers et des taux de change ont suivi, tant en Asie qu'en Europe de l'Est et en Amérique latine. Or, cette fois-ci, l'économie brésilienne a été largement épargnée. Le taux de change et la Bourse de Sao Paulo ont certes baissé respectivement de 7% et de 24%<sup>2</sup>, mais – point décisif – aucune correction de politique économique n'a été nécessaire. La Banque centrale a même poursuivi en mai et en juillet sa politique de baisse des taux, assurant ainsi la poursuite de la reprise observée depuis la fin de 2005, sur un rythme de l'ordre de 3,5%. Si l'on avait besoin de démontrer les bénéfices de l'orthodoxie monétaire, on aurait ici un cas d'école.

Il serait toutefois excessif de conclure que le Brésil est désormais sorti de la zone des tempêtes : le risque de refinancement sur la dette publique continue d'exercer une pression sur la politique monétaire. Mais les problèmes de fond se sont désormais déplacés : aujourd'hui la dette publique et la politique budgétaire posent surtout problème en raison de leur impact sur le financement de l'économie et sur la croissance. C'est dans cette perspective que la question de la soutenabilité de la dette publique doit désormais être abordée. Reprenons les principaux éléments de ce débat.

## ■ Pourquoi la croissance brésilienne est-elle si faible ?

Parmi les nombreux facteurs qui expliquent la croissance faible du Brésil, un certain nombre renvoient à l'environnement économique et à la structure d'offre au sens large. Les infrastructures de transport en particulier sont sous-dimensionnées ; les exportations agro-alimentaires sont par exemple handicapées par la mauvaise qualité du réseau routier et des équipements portuaires. De même, les réseaux de production et de transport énergétiques réclament des investissements majeurs. Autre enjeu, le marché du travail pose des problèmes lourds. Par rapport à des pays de niveau de développement comparable, le Brésil a une population nettement moins éduquée, avec des défaillances importantes en matière d'encadrement intermédiaire et de formation supérieure. Ces handicaps sont aggravés par un niveau élevé d'informalité ; celui-ci semble dû à une législation du travail et à une fiscalité qui créent des effets de seuil importants dans le passage à la formalité.

Ces différents facteurs font évidemment obstacle à la diffusion du progrès technique et à la croissance de la productivité totale des facteurs. Ils contribuent aussi aux inégalités énormes observées en matière de distribution des

2. Entre le 27 avril et le 16 juin 2006.

revenus<sup>3</sup>. Des réformes importantes ont été mises en œuvre depuis le début des années 1990, et accentuées depuis 2003, mais elles s'inscrivent clairement dans le long terme<sup>4</sup>.

Au-delà, le débat sur la croissance brésilienne se concentre sur les enjeux de financement, et singulièrement sur la question du coût du capital, qui est de fait extrêmement élevé : en 2005, les taux bancaires moyens étaient de 27% en termes réels pour les entreprises et de 55% pour les ménages. À ce niveau-là, on s'étonne que l'économie puisse connaître la moindre croissance. De nombreux facteurs sont mis en avant pour expliquer cette situation<sup>5</sup> : la taxation des transactions financières, des réserves obligatoires importantes, la concurrence faible entre établissements, les distorsions créées par les crédits à taux bonifié offerts par les banques publiques. L'environnement juridique et institutionnel pèse également ici : la qualité de l'information sur les emprunteurs est souvent douteuse, la saisie des collatéraux est compliquée (par exemple en matière de logement), la justice commerciale fonctionne de manière très inégale selon les régions.

Reste que le problème du coût du capital au Brésil ne se limite pas à la microéconomie des intermédiaires privés. Les taux monétaires, dirigés par la Banque centrale, s'inscrivent eux aussi à des niveaux très élevés : plus de 9% en moyenne en termes réels depuis le début de 2003. Un argument monétariste classique relèverait ici un problème de crédibilité : les épargnants et investisseurs resteraient marqués par les errements passés de la politique économique (haute inflation, crise de la dette) ; ils demanderaient donc une prime d'assurance élevée, indépendamment de la situation actuelle de l'économie. Toutefois, cet argument soulève des problèmes sérieux : les anticipations d'inflation sont basses, la prime de risque souverain également, et l'orthodoxie macroéconomique est inscrite dans les règles du jeu institutionnelles et politiques ; qui plus est, historiquement, le Brésil n'est pas le pays où les épargnants ont subi les transferts de revenu les plus importants du fait de l'inflation<sup>6</sup>. C'est pourquoi il faut sans doute regarder plutôt du côté des anticipations relatives à l'évolution future des finances publiques. On l'a dit, la dette publique reste importante (51% du PIB) et pourrait présenter à nouveau une menace si le contrôle macroéconomique se relâchait : il est normal que les taux monétaires incorporent cette probabilité. Cela étant, il

faut aussi tenir compte des anticipations relatives à la croissance : si celle-ci reste faible et instable, le ratio dette/PIB sera plus vulnérable à des chocs ponctuels. En somme, une trajectoire à risque sur la dette publique semble peser sur les taux d'intérêt qui, eux-mêmes, rendent la consolidation des finances publiques plus difficile.

Un dernier élément doit alors être pris en compte : les prélèvements fiscaux, passés de 25% du PIB en 1995 à 37,5% en 2005. De fait, le Brésil est, parmi les grandes économies émergentes, la seule à avoir réduit un problème structurel de déficit public par un accroissement des impôts plutôt que par des coupes budgétaires. Le niveau actuel de prélèvement est largement au-dessus de la moyenne des pays comparables.

Le fait nouveau est que désormais tant le patronat qu'une part croissante des classes moyennes mettent en question à la fois le niveau de prélèvement et la qualité de la dépense publique. Des arguments nombreux sont apportés à l'appui. La masse salariale et les retraites pèsent d'un poids excessif ; le budget social est important dans l'absolu (17% du PIB en 2005), mais reste peu redistributif au total ; la part de l'investissement est insuffisante (2,2% du PIB en 2004) ; les dépenses en matière d'éducation et de santé sont transférées de plus en plus vers les ménages ; enfin la tendance à "sanctuariser" de nombreux postes a réduit fortement la flexibilité de la politique budgétaire<sup>7</sup>.

## ■ Quelle stratégie budgétaire à moyen terme ?

3

Ce constat nourrit désormais les critiques adressées au gouvernement, dans le cadre de la campagne électorale. L'orthodoxie financière et les innovations sociales du premier mandat Lula résument un bilan certes satisfaisant, mais qui serait en somme très conservateur : on a laissé en suspens la question de la croissance et donc les réformes de structure qui pourraient seules assurer à moyen terme la soutenabilité des finances publiques, et en particulier celle du budget social. Ainsi, la stratégie orthodoxe de reconquête lente de la crédibilité monétaire ne saurait produire dans un horizon raisonnable la baisse des taux et l'accélération de la croissance dont le pays a tant besoin. Celui-ci resterait donc enfermé dans un équilibre de bas niveau : pression fiscale excessive, doutes

3. Cf. J. Sgard (2003), "Pauvreté, inégalités et politiques sociales au Brésil", *La Lettre du CEPII*, n° 229, décembre.

4. En particulier, le programme Bolsa Família (transferts aux plus pauvres soumis au respect par les bénéficiaires de certaines conditions, notamment la scolarisation des enfants), lancé en 2003, a désormais un impact tangible sur la pauvreté, qui devrait s'accroître au cours des prochaines années. Ses effets s'ajoutent au progrès réalisés depuis le début des années 1990 en matière d'éducation primaire, qui contribuent aussi à une réduction lente mais régulière des inégalités. On relève aussi que, depuis deux ans, l'emploi croît plus vite dans le secteur formel que dans l'informel, cela en rupture avec les tendances des trois dernières décennies.

5. Voir le dernier rapport de la Banque centrale, *Relatorio de Economia Bancaria e Credito* (2005). Également : T. Afanasieff, P. Lhacer & M. Nakane (2002), "The Determinants of Bank Interest Spread in Brazil", Banco Central do Brasil, *Working Paper Series* 46, août.

6. Cf. F. Giambiagi (2005), "Uma agenda fiscal para 2007-2010", IPEA, *Texto para discussão* 1123. Ainsi que G. Favero & F. Giavazzi (2002), "Why are Brasil's Interest Rates so High?", IGER *Working Paper Series* 224, Bocconi. Également : Fonds Monétaire International (2005), "Brazil - Staff Report for the 2005 Article IV Consultation and Tenth Review Under Stand-By Arrangement", mars.

7. Cf. F. Giambiagi (2006), "A Política Fiscal do Governo Lula em Perspectiva Histórica: Qual é o Limite para o Aumento do Gasto Público?", IPEA, *Texto para discussão* 1169.

latents sur la soutenabilité de la dette publique, taux d'intérêt élevés et croissance lente s'entretenaient mutuellement.

Si l'on suit cette analyse, l'objectif du prochain mandat devrait être sans doute de confirmer les progrès sur le plan de la pauvreté, mais aussi de passer à un équilibre macroéconomique supérieur : une accélération de la croissance, avec une dette moins menaçante, des taux d'intérêt plus bas et une pression fiscale progressivement réduite. La question est comment réaliser ce changement d'équilibre.

Comme le pays n'a pas les moyens d'une politique de baisse immédiate des impôts, il n'y aurait en fait qu'une seule alternative au "conservatisme" de Lula : prendre un engagement de réduction à moyen terme du ratio de dette/PIB, et abandonner la cible de surplus primaire ; ce dernier pourrait donc être accru. On évoque par exemple une dette réduite à 40% du PIB (contre 51% aujourd'hui), cela en un mandat présidentiel de quatre ans. Et de fait, dans cette hypothèse extrême, quatre années de déficit budgétaire nul, sur une hypothèse de croissance moyenne inchangée, donnerait arithmétiquement le résultat attendu. Le problème serait de contrôler les risques récessifs. On pourrait sans doute compter ici sur des effets ricardiens (réduction de l'épargne privée en contrepartie de l'épargne accrue de l'État). Mais sans doute faudrait-il aussi s'appuyer sur une baisse des taux monétaires plus agressive que ne le demanderait une pure stratégie de crédibilité. En somme, la Banque centrale devrait faire crédit au gouvernement de son engagement, dans une stratégie pouvant rappeler celle de l'administration Clinton pendant les années 1990 : super-orthodoxie budgétaire et politique monétaire relâchée.

Idéalement, dans une telle stratégie, la crédibilité de l'engagement sur la dette publique permettrait une baisse de l'ensemble de la courbe des taux, avant même que les objectifs budgétaires aient été atteints. Ceci soutiendrait la croissance de manière auto-réalisatrice, réduirait le coût *ex post* de l'ajustement budgétaire et autoriserait *in fine* la

réduction de la pression fiscale. Le pari est d'autant plus tentant que le niveau actuel des taux laisserait espérer une correction importante.

Le problème est qu'une telle stratégie impose au gouvernement d'annoncer des arbitrages explicites entre priorités publiques concurrentes. Les dépenses sociales seraient en première ligne, mais on sait que cette voie est coûteuse en termes politiques : la réforme des retraites publiques, au cours de la première année du gouvernement Lula, en a fourni un exemple. Reste les dépenses d'infrastructure, en dépit des goulots d'étranglement et des risques inflationnistes déjà observés en 2004, lorsque la croissance a dépassé 4%. La réponse sera vraisemblablement de recourir beaucoup plus largement sur ce plan à un financement privé (contrats de concession et de partenariats privé-publics)<sup>8</sup>. Mais la menace reste importante : il serait quand même dommage que le passage à un équilibre macro-financier plus favorable à la croissance soit compromis par des décennies de sous-investissement. Cadre juridique et instruments de financement devront donc être mis en place au plus vite.

Tels seront au total les points sur lesquels juger la politique économique du prochain gouvernement brésilien : le déficit public, l'objectif à moyen terme en matière de prélèvements fiscaux, l'arbitrage entre les différents postes budgétaires et, enfin, la crédibilité politique du programme ainsi construit. Mais si le Président (probablement) réélu fait le choix de la continuité, ou s'il est confronté à un Congrès (éventuellement) peu coopératif, alors on entrera vraiment dans une phase de conservatisme. Les plus pauvres bénéficieront de l'extension des nouveaux programmes sociaux et les plus riches seront les gagnants de la stabilité financière. Quant à la croissance et aux classes moyennes salariées, elles devront attendre.

Jérôme Sgard  
jerome.sgard@cepil.fr

4

8. Peu développés au niveau fédéral, les contrats de type PPP sont très répandus dans l'État de São Paulo (pour les autoroutes par exemple).

## LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2006  
REDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris.  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Lionel Fontagné

REDACTION EN CHEF :  
Agnès Chevallier

GRAPHIQUES :  
Didier Boivin

REALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION :  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 48,50 € TTC  
Europe 50,10 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
49,10 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
50,10 € HT  
Supl. avion rapide 0,89 €

Adresser votre commande à :  
**La Documentation française**,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepil.fr](http://www.cepil.fr)

ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD  
3<sup>ème</sup> trimestre 2006  
AOÛT 2006  
Imp. ROBERT-PARIS  
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du  
CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.