

# BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO

**Alain Sand-Zantman**

*Département analyse et prévision de l'OFCE  
Centre d'économie et de finances internationales, Université de la Méditerranée*

**Jérôme Trotignon**

*Groupe d'analyse et de théorie économique, Université Louis Lumière, Lyon 2*

Les deux mandats consécutifs du Président Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) se sont soldés par un bilan économique contrasté. Le premier défi — éradiquer une inflation à quatre chiffres — a été relevé avec succès. Le Plan real est parvenu à supprimer le système d'indexation généralisé sans provoquer les traumatismes caractéristiques des chocs « hétérodoxes » (gel des prix, des salaires et du taux de change) ou « orthodoxes » (politiques budgétaire et monétaire fortement récessives) des tentatives précédentes. Toutefois, la crédibilité de la politique menée a eu un prix : le maintien de taux d'intérêt élevés et la valorisation réelle du real vis-à-vis du dollar. L'accélération des entrées de capitaux a permis un temps d'en compenser les effets défavorables sur la balance courante. Mais la crise asiatique, et plus encore la crise russe, ont révélé l'irréalisme de la parité real/dollar et provoqué une crise du financement extérieur. Malgré le soutien financier de la communauté internationale, elle a débouché sur l'adoption, sous la contrainte des marchés, d'un régime de change flottant et sur une forte dévalorisation de la monnaie.

La crise fut brève, et la reprise vigoureuse, accréditant chez nombre d'observateurs l'idée d'une origine spéculative. Mais la multiplication des chocs externes (détérioration de la conjoncture internationale, crise argentine...) et les incertitudes politiques internes à l'approche des élections nationales et régionales d'octobre 2002 confirment la faible confiance des marchés à l'égard du Brésil. Nombre d'indicateurs d'équilibres interne (en premier lieu ceux relatifs aux finances publiques) et externe (niveau et structure de la dette, charges d'intérêt) sont au rouge. La dette publique interne (soit 4/5 de la dette publique totale) inquiète par sa maturité très courte et l'évolution défavorable de sa composition. La crise de change en cours fait augmenter la partie dollarisée de la dette et risque de précipiter sa restructuration.

En s'appuyant en partie sur la grille de lecture qu'offre la littérature récente relative aux crises de paiement, cet article tente d'évaluer l'héritage que laisse F. H. Cardoso à ses successeurs. La première partie rappelle les épisodes saillants qui caractérisent la gestion du Président sortant ; elle propose en particulier une analyse et une interprétation de deux des principales crises de paiement qui affectent le

## ■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

*pays, celle de 1998-1999 et celle en vigueur depuis juin 2002. Elle souligne la responsabilité de la mauvaise gouvernance, en tout premier lieu de la gestion inconsistante du secteur public, dans la faible crédibilité dont pâtit le Brésil sur les marchés internationaux. C'est donc à une réflexion approfondie sur les sources du déséquilibre budgétaire qu'est consacrée la seconde partie.*

*En définitive, cet article incrimine les défaillances de la gestion macroéconomique de l'équipe au pouvoir. Dans de nombreuses zones émergentes, la nervosité des créanciers tient beaucoup au dysfonctionnement des marchés financiers, dysfonctionnement attribué par nombre d'observateurs au processus de mondialisation contemporain. Mais les crises qui affectent sporadiquement l'économie brésilienne nous semblent sanctionner avant tout une mauvaise gestion du secteur public et une inconsistance de la politique macroéconomique. En bref, elles relèvent plus des modèles de crises dits « de première génération » (au sens de Krugman), que des récents modèles à équilibres multiples qui attribuent aux anticipations autoréalisatrices des spéculateurs internationaux la responsabilité du passage à un équilibre d'attaque.*

Lorsqu'en octobre 1994, Fernando Henrique Cardoso fut élu à la présidence de la République, la monnaie brésilienne valait près de 1,2 dollar. Fin août 2002, après deux mandats présidentiels ponctués par deux crises cambiales... et un recours récurrent aux financements du FMI, le real ne dépassait pas 32 cents. La trajectoire du taux de change ne saurait résumer à elle seule l'état de santé d'un pays. Elle n'en témoigne pas moins de la fragilité structurelle d'une économie marquée également par la stagnation relative des indicateurs réels, et la volatilité des indicateurs nominaux. Le premier mandat présidentiel s'était terminé par la réélection triomphale, dès le premier tour, du titulaire de la charge. Le bilan global de ces deux mandats n'est peut être pas étranger à la difficulté pour le Président sortant d'assurer l'élection de son successeur désigné, face à la montée des candidats de l'opposition, et en tout premier lieu des plus marqués à gauche.

À son arrivée au pouvoir, F. H. Cardoso disposait pourtant d'un immense capital de confiance. Cette confiance était fondée sur la réussite du programme de stabilisation anti-inflationniste qu'il impulsa comme ministre des finances du précédent Président Itamar Franco. Elle était due également au soutien quasi unanime des « élites » modernisatrices du capitalisme brésilien. Comme celles-ci, il défendait une intensification de l'ouverture commerciale, technologique et financière du pays. Comme elles encore, il proposait une profonde réforme du secteur public, réforme conditionnant en retour la consolidation du programme macroéconomique de stabilisation. Plus qu'elles enfin, il s'était battu, lors de la dictature militaire, pour la démocratisation et l'assainissement de l'univers politique qu'il avait par ailleurs contribué à

## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

décrypter comme sociologue<sup>1</sup>, et pour que le pays tourne enfin le dos à la « spirale inégalitaire » sur laquelle était fondée en grande part le « miracle brésilien » des décennies 1950-1970<sup>2</sup>. L'ouverture prônée par la nouvelle équipe était bien évidemment une ouverture au monde, et en particulier au monde développé, auquel le pays voulait s'identifier. Mais elle était également tournée vers les voisins les plus proches avec l'approfondissement du Mercosur, le Marché commun du sud de l'Amérique latine issu du traité d'Asunción (1991) et qui réunit Brésil, Argentine, Paraguay et Uruguay, et plus récemment à titre d'associés la Bolivie et le Chili.

Quel bilan peut-on tirer de ces deux mandats de quatre années (1995-2002) ? De quelle situation économique le successeur du Président actuel héritera-t-il ? Pour tenter d'éclairer le débat, nous rappellerons dans une première partie, les objectifs du gouvernement Cardoso lors de son arrivée au pouvoir, les difficultés prévisibles qu'il devait affronter et les premiers résultats des chantiers mis en œuvre. L'ampleur des déséquilibres structurels, mais surtout la multiplication des chocs externes, n'ont toutefois laissé qu'un court répit à ce gouvernement : une large part de cette première partie sera donc consacrée à l'analyse des crises majeures qui ont affecté la balance des paiements pendant les deux mandats.

Comme le soulignent beaucoup d'observateurs, nombre de problèmes passés et présents de l'économie brésilienne viennent du secteur public. C'est donc avant tout à une réflexion sur les déséquilibres qui affectent l'administration brésilienne, à leurs conséquences macroéconomiques et aux réformes menées que sera consacrée la seconde partie.

Nous concluons par un rappel des incertitudes économiques qui pèsent sur les objectifs du nouvel accord conclu le 7 août avec le FMI.

## La modernisation libérale à l'épreuve de l'instabilité financière

Le premier mandat du Président Cardoso devait permettre au nouveau gouvernement de tirer partie de la réussite du Plan real et de l'approfondissement des réformes. Soumis à la toute puissance des marchés financiers, il se conclura par l'une des plus grandes crises de change qu'ait connue l'économie brésilienne.

1. Voir par exemple Cardoso et Faletto, 1978.

2. Voir Furtado, 1974, et Taylor et Bacha, 1976.

## Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

## I. Principaux indicateurs macroéconomiques du Brésil

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Croissance du PIB (en %)	-4,5	1,0	-0,05	4,9	5,9	4,2	2,7	3,6	-0,1	0,7	4,4	1,7
Croissance du PIB par habitant (en %)	-5,5	-0,6	-2,1	3,4	4,3	2,8	1,2	2,2	-1,4	-0,6	3,0	0,3
Inflation annuelle (IPC en %)	1585	476	1149	2489	929	22	9,1	4,3	2,5	8,4	5,3	9,5
FBCF <sup>1</sup>	19,3	20,8	19,1	20,8	21,8	22,3	22,3	23,4	22,2	20,3	21,7	
Épargne domestique <sup>1</sup>	18,8	20,6	20,1	20,8	21,6	19,6	18,9	18,5	16,9	15,5	17,2	
Épargne étrangère <sup>1</sup>	0,5	0,2	-1,0	0,0	0,2	2,7	3,4	4,8	5,3	4,8	4,5	
Solde budgétaire primaire <sup>1</sup>	4,7	2,7	1,6	2,2	5,2	0,3	-0,01	-1,0	0	3,2	3,5	3,7
Solde budgétaire opérationnel <sup>1,2</sup>	1,3	-0,2	-1,7	-0,8	1,1	-5,0	-3,4	-4,3	-7,4	-3,4	-1,2	-1,4
Taux d'intérêt réel (en %)	3,3	34,7	31,9	23,0	26,0	24,8	16,5	17,8	24,1	19,8	10,5	9,5
Taux de change moyen (real/US \$)	$2,5 \cdot 10^{-5}$	$1,5 \cdot 10^{-4}$	$1,6 \cdot 10^{-3}$	$3,2 \cdot 10^{-2}$	$6,4 \cdot 10^{-1}$	$9,2 \cdot 10^{-1}$	1,01	1,08	1,16	1,85	1,9	2,55
Solde de la balance courante <sup>1</sup>	-0,8	-0,4	1,5	0,1	-0,1	-2,6	-3,1	-4,7	-4,5	-4,7	-4,1	-4,6
Dette extérieure brute <sup>1</sup>	26,5	30,4	34,8	33,1	27,1	22,6	23,2	24,9	30,0	45,5	40,5	44,9
Dette nette interne du secteur public <sup>1</sup>		14,1	17,4	17,5	21,6	25,2	29,3	30,0	35,6	39,0	39,7	42,7

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, Banque centrale du Brésil, CEPAL, FGV et calculs personnels.

## Forces et faiblesses du Plan real : l'épuisement des premières réformes

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 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 2 500 %, après 500 % en 1991 et plus de 1 100 % en 1992, ne cesse d'inquiéter (Zantman, 1993). 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 1<sup>er</sup> juillet 1994) elle passe à 28 % dans les 12 mois qui suivent, et ce sans blocage autoritaire des variables nominales. La nouvelle monnaie et, plus généralement, la politique économique proposée bénéficient rapidement d'une forte crédibilité, comme en témoigne sa valorisation brutale en 1994 (dans le cadre d'un régime d'ancrage cambiaire avec un plafond de 1 real pour 1 dollar, auquel succède à partir de 1995 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'État. 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.

■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

7. Promouvoir l'ouverture commerciale pour amplifier la concurrence et réduire le ratio des intérêts de la dette externe sur les recettes d'exportations.

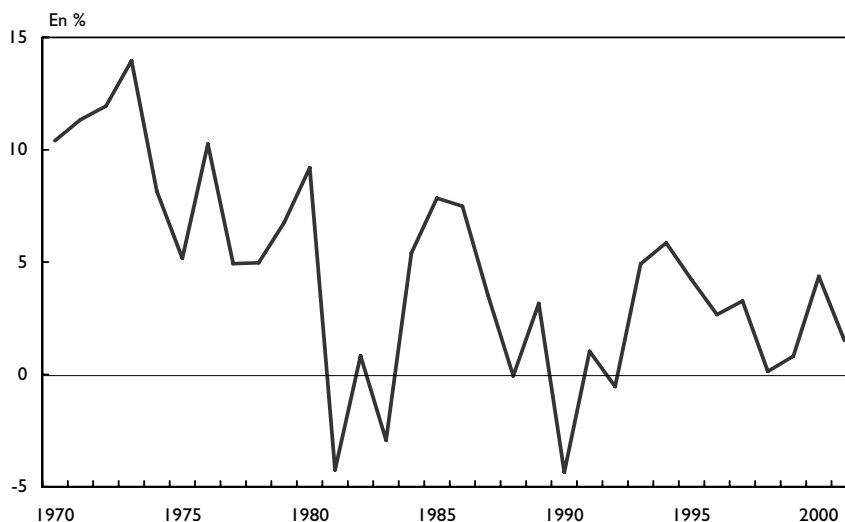
La réalisation d'objectifs structurels visant à améliorer le fonctionnement des marchés et l'affectation des ressources conditionnait la consolidation du programme de stabilisation macroéconomique de court terme. Il convenait toutefois de faire face aux tensions internes et externes de court terme que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

## 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<sup>3</sup> :

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 demande interne, atteint 5,9 % et 4,2 % respectivement en 1994 et 1995 (graphique 1) ;

I. Croissance du PIB en volume



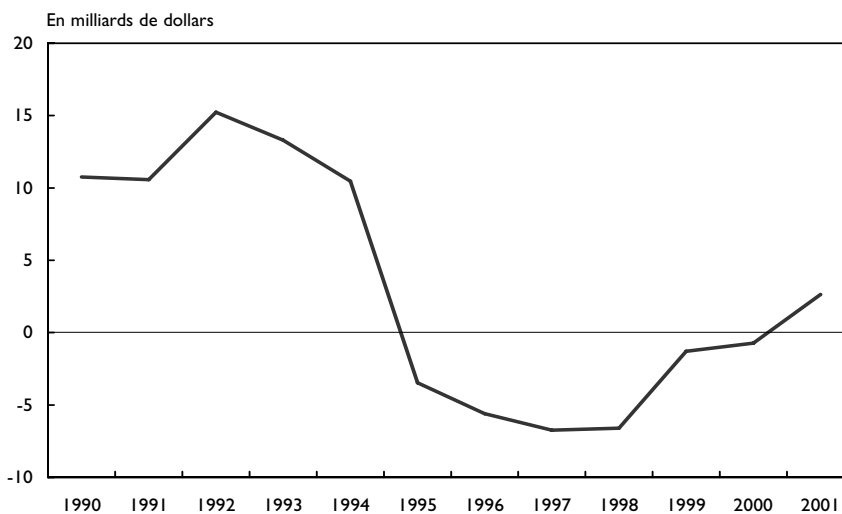
Source : IBGE.

3. Voir Végh, 1992, Calvo et Végh, 1994c, Easterly, 1996, Calvo and Végh, 1999, Chang, 1999.

## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

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 (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 (tableau 1) ;

## 2. Solde commercial



Source : IBGE.

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

## ■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

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'État 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. D'autant que ce retour sur le marché des capitaux rompait en grande part avec la logique de l'endettement bancaire des années 1970-1980 au profit de la dette obligataire, et des acquisitions d'actions — qu'il s'agisse d'investissements de portefeuille ou même d'investissements directs (tableau 2). 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 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



## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

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.

## 2. Évolution structurelle des flux de capitaux à destination du Brésil

En milliards de dollars

	IDE <sup>1</sup>	IP <sup>2</sup>	Autres <sup>3</sup>
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	2,0	44,7	- 38,8
1995	3,5	9,2	16,6
1996	11,7	20,8	0,6
1997	18,6	10,1	- 3,7
1998	29,2	18,4	- 27,5
1999	26,9	3,8	- 22,5
2000	30,5	6,9	- 7,9
2001	24,9	0,1	- 44,2

1. Investissements étrangers directs nets.  
 2. Investissements en portefeuille directs nets.  
 3. Crédits bancaires et autres financements.  
 Source : 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 été 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 » (encadré 1) — 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.

■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

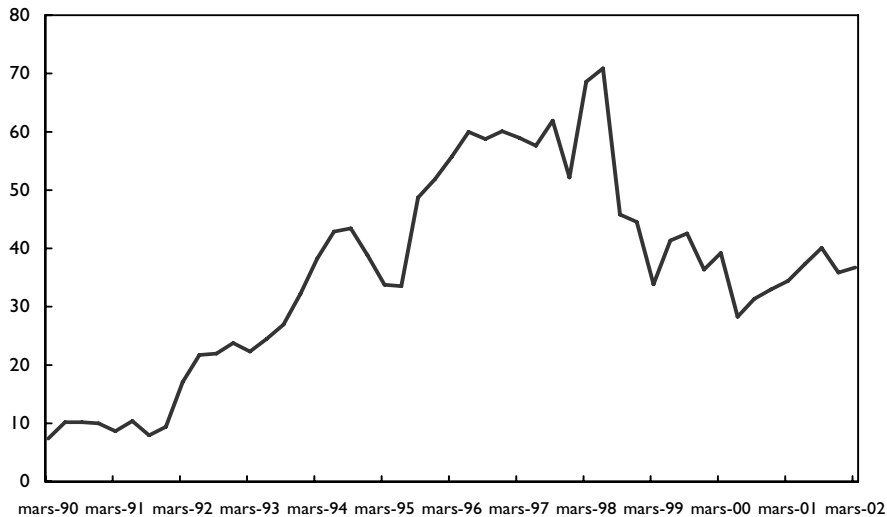
### I. Le syndrome hollandais

On appelle « syndrome hollandais » ou *Dutch Disease* les conséquences 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. Le raisonnement est fondé sur le modèle d'une petite économie ouverte à deux secteurs (biens échangeables et biens non échangeables). Cet accroissement de richesse provoque une augmentation de la demande. L'offre de biens non échangeables est inélastique, contrairement à celle des biens échangeables qui peuvent être importés grâce à l'afflux de devises. L'excès de demande dans le secteur des biens non échangeables provoque une hausse de leur prix relatif, une hausse du niveau général des prix, une baisse de compétitivité et, en définitive, une détérioration de la balance des paiements. Les Pays-Bas ont connu une telle situation à la suite de la découverte de gisements très importants de gaz naturel, dans les années 1960 (Corden, 1984).

En définitive, l'accumulation de réserves (graphique 3) 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.

### 3. Réserves officielles

En milliards de dollars, en fin de trimestre



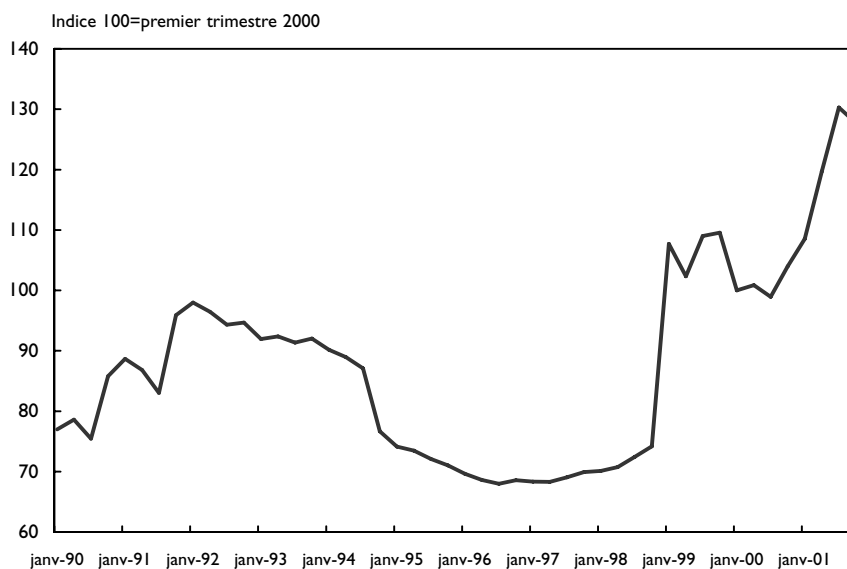
Source : BACEN.

## 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. Comment, en effet, justifier l'ampleur et la durée de la surévaluation réelle (graphique 4) ? 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.

### 4. Taux de change réel



Source : IPEA.

## ■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

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 » (encadré 2).

### 2. 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'État, c'est en

## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

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'État 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 ?

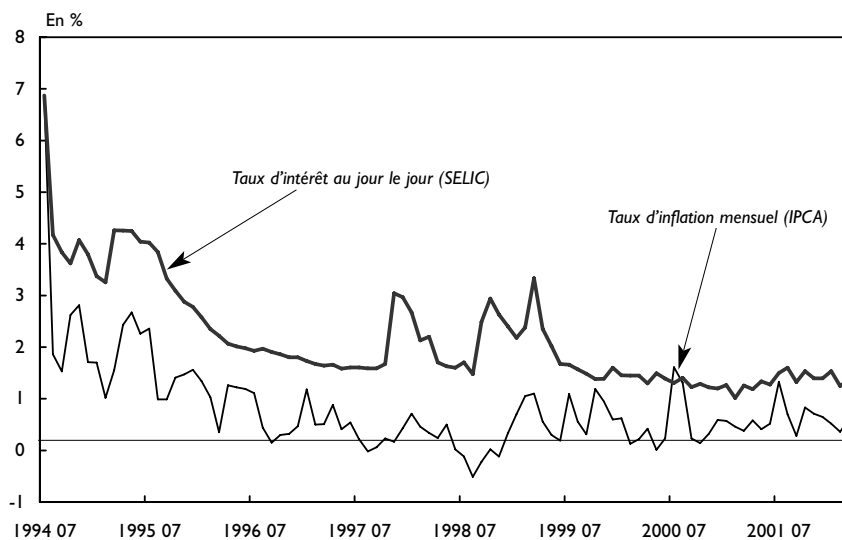
Dans un modèle à déséquilibres multiples visant à rendre compte de la crise mexicaine Calvo et Mendoza (1996) nous montrent que « la globalisation financière » incite les investisseurs à diversifier leur portefeuille. Et puisque l'incitation à s'informer décroît avec le nombre de marchés émergents, les 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 1980-1990 multiplient 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.

## ■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

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 (graphique 5) 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 cambiale, 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 %).

### 5. Taux d'intérêt réels



Les données sont exprimées en taux mensuels  
Source : IPEA.

## Un retour récurrent au guichet 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 politique 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.

## ■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

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 États-Unis et au-delà, pour les marchés financiers. Mais comme l'a prouvé le dénouement de la crise de 1998-1999, 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 ratios 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 États 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, c'est la publication des premiers sondages



## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

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 real par dollar d'avril à août 2002.

Les deux principaux candidats de gauche (Luiz Inacio Lula da Silva et Ciro Gomes) ne ménagent pourtant pas leurs efforts pour désarmer la spéculation. Ils ont construit des coalitions électorales incluant quelques-uns des responsables conservateurs les plus représentatifs ; ils reviennent maintenant sur les promesses de rupture, s'engageant à poursuivre la politique d'assainissement menée par l'actuel gouvernement. Rien n'y fait, les agences de notation suréagissant au moindre signe d'une montée de l'opposition dans l'opinion, et provoquant un cercle vicieux maintenant classique dans la littérature (la volatilité des marchés aggrave le risque pays, accentuant en retour la panique des marchés). Les anathèmes lancés par certains ténors des marchés financiers (comme G. Soros dans le grand quotidien brésilien la *Folha de Sao Paulo*) contre les candidats d'opposition, et la prédiction publique de l'un des économistes les plus respectés du FMI, Morris Goldstein, estimant à 70 % la probabilité d'une restructuration de la dette brésilienne avant la fin 2003, n'ont bien évidemment pas contribué à apaiser la situation.

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. Le dénouement reste incertain tant que le nom du futur Président et les contours de la majorité politique sur laquelle il s'appuiera ne seront pas connus. L'élection de l'un des candidats de la gauche pourrait bien évidemment parachever l'effondrement du real. Alternance politique ne signifie toutefois pas forcément alternance économique et la scène politique brésilienne a démontré depuis longtemps la capacité de ses acteurs à nouer les compromis les plus inattendus.

Quelle qu'elle soit, l'équipe qui gouvernera le pays en janvier 2003 ne pourra cependant pas restaurer ses marges de manœuvres sans une consolidation durable des finances publiques, avec ou sans soutien des marchés financiers et des institutions internationales.

## La détérioration des comptes publics

Le début du Plan real marque une rupture dans l'évolution du solde des comptes du secteur public consolidé (gouvernement et Banque centrale, États et municipalités, entreprises publiques). De 1990 à 1994, le solde budgétaire primaire (hors charges d'intérêts sur la dette

## ■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

interne et externe) enregistre un excédent confortable. En 1995, il se réduit à la portion congrue (tableau 3). 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 minimum de 43 % se répercute sur les retraites des secteurs public et privé, accentuant le déficit de la Prévoyance sociale <sup>4</sup>.

Les facteurs que nous venons d'évoquer sont principalement conjoncturels. Les comptes du secteur public sont également minés par des facteurs structurels, 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 États 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 1995-1998, et il lui est largement supérieur en valeur absolue sur la période 1999-2001 (tableau 3). 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 1995-1997, la hausse de ces charges financières induit une dynamique d'augmentation d'une dette interne à maturité très courte. Nous détaillerons plus loin cette dynamique, après avoir analysé les réformes en cours.

4. 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.

## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

## 3. L'évolution du solde des comptes du secteur public (1990-2001)

En % du PIB	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Solde budgétaire primaire</i>	4,69	2,71	1,57	2,19	5,21	0,27	-0,09	-0,87	0,01	3,23	3,51	3,68
Gouvernement fédéral et Banque centrale	2,75	0,98	1,1	0,81	3,25	0,52	0,37	-0,24	0,55	2,35	1,88	1,86
Etats et municipalités	0,20	1,40	0,06	0,62	0,77	-0,18	-0,54	-0,45	-0,19	0,22	0,55	0,88
Entreprises publiques	1,73	0,33	0,41	0,76	1,19	-0,07	0,08	-0,18	-0,35	0,65	1,08	0,95
<i>Service des intérêts</i>	-3,36	-2,90	-3,32	-2,98	-4,07	-5,26	-3,30	-3,38	-7,42	-6,64	-4,68	-5,07
Gouvernement fédéral et Banque centrale	-0,41	-1,06	-1,68	-1,49	-1,68	-2,26	-1,64	-1,52	-5,68	-5,53	-3,19	-3,32
Etats et municipalités	-0,61	-0,72	-0,71	-0,70	-1,57	-2,19	-1,27	-1,52	-1,59	-0,71	-1,25	-1,34
Entreprises publiques	-2,34	-1,12	-0,92	-0,79	-0,82	-0,81	-0,39	-0,34	-0,15	-0,40	-0,24	-0,41
<i>Solde budgétaire opérationnel</i>	1,32	-0,19	-1,74	-0,80	1,14	-5,00	-3,40	-4,25	-7,40	-3,41	-1,17	-1,38
Gouvernement fédéral et Banque centrale	2,34	-0,08	-0,59	-0,68	1,57	-1,74	-1,27	-1,76	-5,13	-3,17	-1,31	-1,46
Etats et municipalités	-0,41	0,68	-0,65	-0,08	-0,80	-2,37	-1,81	-1,97	-1,78	-0,50	-0,70	-0,46
Entreprises publiques	-0,61	-0,79	-0,51	-0,03	0,37	-0,88	-0,32	-0,52	-0,50	0,26	0,83	0,54

Source : IPEA-data.

■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

## Retraites et budget des États : deux réformes inachevées

### *La réforme du système de retraites*

Au cours de la décennie 1990, la dégradation des comptes de la Prévoyance sociale — qui englobe aussi la santé — concerne essentiellement les retraites. Le besoin de financement du régime des retraites est particulièrement aigu, le creusement du déséquilibre entre cotisations et prestations découlant non seulement de facteurs traditionnels, économiques et démographiques, mais également de facteurs plus spécifiques au Brésil.

La montée du chômage et le développement du travail informel expliquent, comme ailleurs, la baisse du nombre des cotisants. Mais c'est du côté des dépenses qu'il faut chercher une grande part des difficultés et donc des solutions, qu'il s'agisse du nombre des bénéficiaires ou du montant des prestations perçues. Le premier facteur résulte mécaniquement de l'allongement de l'espérance de vie : d'une cinquantaine d'années quand furent créés les premiers régimes de retraite dans les années 1920, elle est aujourd'hui de 69 ans, alors que l'âge moyen de départ à la retraite est de 53 ans. En conséquence, au milieu de la décennie 1990, le rapport entre cotisants et bénéficiaires n'est plus que de 2,3 pour 1, contre 4 pour 1 dans les années 1970 (Vidal, 1996).

Mais le vieillissement de la population est loin de constituer une explication suffisante. Comparé aux pays industrialisés pour lesquels le rapport actifs/inactifs est plus défavorable et le revenu par tête nettement plus élevé, le système de retraite brésilien apparaît particulièrement généreux. Les dépenses de pensions versées par un organisme public aux agents des secteurs privé et public représentent environ 9 % du PIB, soit un chiffre supérieur à la moyenne des pays de l'OCDE. Et l'âge moyen de départ à la retraite est systématiquement inférieur, ce qui pouvait se justifier par une espérance de vie moins élevée... mais n'est plus supportable à mesure qu'elle se rapproche de celle des pays industrialisés. La Constitution de 1988 a même permis de renforcer une législation déjà favorable aux départs précoces à la retraite, en particulier dans la fonction publique. Elle permet, par exemple, aux enseignants de bénéficier d'une pension au taux le plus élevé après 30 ans d'activité pour les hommes et 25 ans pour les femmes, contre 35 ans et 30 ans dans le régime général du secteur privé. Le régime spécial des fonctionnaires ne compte que 2,3 millions de bénéficiaires sur un total de 21 millions de salariés, mais il est responsable des trois cinquièmes du déficit du système de

## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

Prévoyance sociale en 1999, déficit équivalent à 5 % du PIB (BID, 2000) ! Et la réforme du système des retraites est d'autant plus difficile à mettre en oeuvre que plusieurs dispositions nécessitent un amendement constitutionnel qui doit être approuvé par 60 % des membres de la Chambre des députés et du Sénat.

Face aux résistances syndicales et à la complicité des parlementaires, eux-mêmes bénéficiaires d'un régime préférentiel (pension cumulable avec un salaire, après huit années de mandat), il a fallu attendre le second mandat Cardoso pour que débute une véritable réforme du système des retraites. Un « Amendement constitutionnel de la Prévoyance sociale » a été approuvé en 1998. Il institue un âge minimum de la retraite (60 ans pour les hommes et 55 ans pour les femmes) pour les nouveaux arrivants dans la fonction publique, et met fin aux régimes catégoriels les plus avantageux (professeurs, juges, contrôleurs financiers, ...). Il « déconstitutionnalise » les règles de calcul des pensions du secteur privé, en autorisant leur modification par la voie législative classique. Cette dernière disposition permet le vote, dès 1999, d'un nouveau mode de calcul des pensions :

— pour les nouveaux départs en retraite, le salaire servant de référence au calcul de la pension correspond à 80 % des salaires les plus élevés encaissés depuis juillet 1994 (il était basé auparavant sur les salaires des trois dernières années d'activité) ;

— ce salaire de référence doit être multiplié par un facteur inférieur à l'unité pour un départ précoce et/ou une faible durée de cotisations, et supérieur à l'unité pour une retraite tardive et/ou une grande période de cotisations, ce facteur étant fonction de l'âge et du temps de contribution.

Si des aménagements significatifs permettent d'envisager une stabilisation du déficit du régime général du secteur privé, la réforme du système de retraites de la fonction publique n'est qu'ébauchée. Seules deux dispositions, incluses dans le programme de stabilisation budgétaire conclu avec le FMI en décembre 1998, sont adoptées : l'institution d'une contribution au régime de retraite pour les pensionnés et l'augmentation des cotisations versées par les actifs. Plusieurs mesures proposées par le gouvernement n'ont pas été votées, comme l'application immédiate du recul de l'âge de la retraite (à 60 ans pour les hommes et 55 ans pour les femmes) pour tous les fonctionnaires et non plus pour les seuls nouveaux arrivants. D'autres dispositions seraient nécessaires, telle l'élimination d'avantages spécifiques accordés aux militaires et la suppression des pensions versées à leurs filles non mariées... au-delà de leur majorité ! Enfin, la pierre angulaire d'une réforme en profondeur consisterait à étendre le nouveau mode de calcul des pensions du secteur privé aux fonctionnaires. Aujourd'hui encore, et conformément à la Constitution de 1988, le calcul de leur retraite est basé sur le dernier salaire perçu. L'inégalité de traitement

## ■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

entre l'administration publique et le secteur privé est d'autant plus flagrante que le salaire moyen des fonctionnaires est supérieur à celui du privé<sup>5</sup>.

### *Crise et réforme des finances publiques des États fédérés*

La seconde moitié de la décennie 1990 est marquée par une nette détérioration de la situation financière des États fédérés. Elle découle du laxisme budgétaire de leurs gouvernements, longtemps encouragé par les aides fédérales aux banques publiques de ces États, et favorisé par des dispositions de la Constitution de 1988. Elle résulte également des effets du Plan real.

Du retour de la démocratie (1985) jusqu'au Plan real, les banques publiques des États fédérés étaient mises à contribution pour financer les déficits budgétaires régionaux. Elles les couvraient par des émissions de titres publics et avaient aussi la possibilité, non de droit mais de fait, de transférer à l'Union les déficits, en sollicitant l'assistance financière de la Banque centrale. L'augmentation des taux d'intérêt, consécutive à la mise en place du Plan real, se traduit par un accroissement du service de la dette que les banques des États versaient à la Banque centrale, mais aussi aux souscripteurs de bons régionaux. Dans le même temps, la fin de l'hyperinflation supprimait les recettes significatives dégagées par le report des paiements et le placement financier au jour le jour des impôts perçus. Dès lors, les banques publiques de plusieurs États se retrouvèrent en situation de quasi-faillite.

Le retour du balancier en faveur du fédéralisme découlant de la Constitution de 1988 contribua assez largement au désordre budgétaire, en accroissant la part des recettes perçues par les États et les municipalités, au détriment de l'Union. Elle imposa même une date butoir mensuelle de versement de crédits budgétaires par l'Union aux assemblées législatives et aux institutions judiciaires des États fédérés. Or ce transfert de recettes ne s'est pas traduit par un transfert de charges équivalent. Cette anomalie, ajoutée au traditionnel renflouement des banques publiques régionales et locales par les autorités centrales, autorisa une gestion laxiste (et en grande part clientéliste) de la masse salariale des fonctionnaires. À la fin de la décennie 1980, dans certains États, la part de cette masse salariale était supérieure ou égale aux quatre cinquièmes des recettes (Espírito Santo, Mato grosso do Sul, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, ...). En outre, loin de favoriser une répartition égalitaire en contrepois du secteur privé, la

5. Ce constat s'explique en partie par la structure des emplois. Mais peut être aussi faut-il voir dans le niveau élevé des rémunérations de la haute fonction publique l'un des outils de lutte contre la corruption.

## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

Constitution de certains États avalisait l'octroi de salaires élevés et d'avantages exorbitants en faveur d'une petite minorité d'agents. Et à l'autre bout de l'échelle, la faible rémunération du reste du personnel ne facilitait guère le recrutement à de bons niveaux de qualification.

Trois réponses à la crise financière ont été apportées par le gouvernement central : une vaste restructuration des banques d'État, un réaménagement de la dette des États conditionné par un ajustement des comptes publics et le vote d'une loi de responsabilité budgétaire.

La restructuration du système financier des États fédérés s'est traduite, au terme d'un processus souvent très coûteux pour le budget de l'Union, par la liquidation, l'assainissement ou la privatisation des banques d'État. Celle de l'État de Rio de Janeiro (Banerj) fut l'une des premières à être privatisée (juin 1997). En 1997 débuta un programme de réaménagement des trois quarts de la dette des États (dette envers l'Union et dette obligataire), soit plus de 10 % du PIB, sur la base de contrats bilatéraux. La dette due au Trésor fut refinancée sur 30 ans à un taux d'intérêt de 6 %. Ce réaménagement était conditionné par le respect d'objectifs concernant le solde budgétaire primaire, les dépenses en personnel et en investissement, et la privatisation des entreprises publiques régionales, dont une partie des recettes devait être affectée à la diminution de la dette. Le paiement du service de la dette renégociée fut alors adossé aux recettes autonomes des États. Un blocage d'une partie des transferts de l'Union était explicitement prévu en cas de non-remboursement des dettes<sup>6</sup>, et une élévation du taux appliqué sur la dette renégociée en cas de non-respect des objectifs budgétaires. La loi de responsabilité budgétaire de mai 2000 compléta ce dispositif. Elle établit un plafond des dépenses en personnel de 60 % des recettes courantes pour les administrations d'État, et améliore la transparence des comptes publics et des procédures budgétaires.

La réforme des finances publiques des États fédérés leur a permis de dégager, à partir de 1999, un excédent budgétaire primaire et une diminution sensible de leur déficit opérationnel. Depuis 1995, la part de ce déficit dans le solde opérationnel de l'ensemble du secteur public a nettement diminué. Le retour à l'équilibre à long terme n'est cependant pas encore acquis. Deux problèmes restent en suspens :

1. les États se livrent à une surenchère pour attirer les nouveaux investissements, ce qui pourrait fragiliser leur ajustement budgétaire. L'absence de politique industrielle nationale les conduit à multiplier les exemptions fiscales et les subventions. Il serait essentiel d'établir une coopération entre l'Union et les États, afin d'éviter une « guerre fiscale » dispendieuse, et préjudiciable à l'équilibre global du secteur public ;

6. Cette disposition a été appliquée lors du moratoire de 90 jours déclaré par le gouverneur Itamar Franco sur la dette de l'État du Minas Gerais.

## ■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

2. les États contribuent, en 1999, à près de 40 % du déficit des régimes spéciaux de retraites du secteur public. En plus du niveau fédéral, chacun d'eux a son propre système de pension par répartition. Rares sont ceux qui ont entrepris une réforme. Lorsque c'est le cas, elle consiste généralement à créer un fonds, financé par le produit des privatisations et/ou une augmentation du taux de cotisation, et destiné à garantir les prestations existantes. Mais ces solutions ne permettent qu'un allègement temporaire des comptes (OCDE, 2001).

## La dynamique de la dette publique interne

Le gonflement du service de la dette interne reste la principale cause de déficit sur la période 1994-2001. L'encours de la dette publique interne nette s'est accru de 21,6 % à 42,7 % du PIB dans cet intervalle (tableau 1). Au tournant de la décennie 2000, cet encours correspondait aux quatre cinquièmes de la dette nette totale du secteur public, les engagements externes n'en constituant qu'un cinquième. La hausse de la dette interne est d'autant plus préoccupante qu'elle s'accompagne d'une évolution défavorable de sa composition, accentuée par la crise de l'été 2002. Elle est cependant freinée par les programmes de privatisation du gouvernement fédéral et des États.

### *Une détérioration de la structure de la dette*

La dette mobilière fédérale constitue la majeure partie de la dette interne du secteur public. Sa composition évolue en fonction des aléas conjoncturels et des priorités de la politique économique. L'accélération de l'inflation au cours de l'année 1993 s'est ainsi traduite par des émissions de titres dont la valeur nominale était indexée sur le cours du dollar ou sur l'indice général des prix — IGP (colonne b et d du tableau 4), de façon à garantir aux souscripteurs une progression réelle de leur capital et de sa rémunération. En 1994, la volonté de supprimer le système d'indexation généralisée de l'économie, largement responsable de l'inertie inflationniste, amena au contraire les autorités à privilégier les émissions de titres à taux préfixé (colonne a du tableau 4) : la rapidité des résultats enregistrés en matière de stabilité des prix et du taux de change favorisa son acceptation par le public.

Pour limiter les effets négatifs de la crise mexicaine sur la balance des capitaux, vers la fin de l'année 1994 et au premier semestre 1995, la Banque centrale maintint et parfois accrut des taux déjà élevés sur



## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

le marché monétaire. Il s'ensuivit une hausse de la rémunération des titres à taux variables, cette rémunération étant basée sur le taux dit SELIC (*Special system of settlement and custody*), moyenne quotidienne des taux du marché monétaire. Cela eut pour effet d'augmenter leur demande par le public (colonne c). La répétition du processus, au cours des crises financières asiatique et russe, contribua de la même façon à accroître la part de la dette à taux variable, alourdissant par là-même le service des intérêts versés. La perte de crédibilité de la politique macroéconomique, et en particulier du niveau du taux de change, encouragea aussi les agents à souscrire des titres dollarisés, ce qui alimenta le processus d'anticipations autoréalisatrices et contribua en janvier 1999 à la mise en flottement du real.

## 4. Structure de l'encours des titres publics fédéraux (1992-2002)

En %, en fin de période

	Titres à taux fixes	Titres dollarisés <sup>1</sup>	Titres à taux variables <sup>2</sup>	Autres <sup>3</sup>
	(a)	(b)	(c)	(d)
1992	54,8	3,0	9,0	33,2
1993	26,4	17,3	3,8	52,6
1994	40,2	8,3	16,0	35,5
1995	42,7	5,3	37,8	14,3
1996	61,0	9,4	18,6	11,1
1997	40,9	15,4	34,8	8,9
1998	3,5	21,0	69,1	6,5
1999	9,2	24,2	61,1	5,5
2000	14,8	22,3	52,2	10,7
2001	7,8	28,6	52,8	10,8
2002 <sup>4</sup>	9,6	30,6	49,2	10,6

1. Titres à taux fixes et dont la valeur nominale est indexée sur le cours moyen du dollar observé pendant leur durée de vie.

2. Titres rémunérés à terme à partir de la moyenne d'un taux interbancaire composite, le SELIC (*Special system of settlement and custody*), divulgué par la Banque centrale.

3. Principalement les titres à taux fixes et dont la valeur nominale est indexée en fonction d'un taux d'inflation calculé (IGP-M ou IGP-DI) ou implicite (TR - taux d'intérêt mensuel de référence).

4. Juillet 2002, estimation.

Source : Banque centrale du Brésil.

Le poids atteint par les composantes dollarisées et à taux variable de la dette mobilière fédérale rend les finances publiques beaucoup plus vulnérables aux perturbations externes. Toute dépréciation du real élève le service de la dette en monnaie nationale, mais un durcissement de la politique monétaire qui viserait à le stabiliser accroît le service de la dette à taux variable, et son caractère récessif constitue un frein aux rentrées fiscales. On estime qu'une hausse d'un point de

## ■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

pourcentage du taux SELIC induit une augmentation de 0,27 % du ratio de la dette nette du secteur public sur PIB, et qu'une baisse du real de un pour cent provoque une augmentation 0,21 % de ce même ratio. Apparemment, le rapport entre la dette publique (interne et externe) et le PIB n'est pas excessif, et il se situe même à un niveau proche du ratio de référence de 60 % adopté par les pays de l'Union européenne dans le traité de Maastricht<sup>7</sup>. Mais la forte sensibilité de l'encours de la dette interne aux dérèglements externes fait que le rapport peut connaître une croissance subite, même si un programme de rigueur budgétaire est en cours, comme c'est le cas en 2002. Une seconde spécificité par rapport aux dettes publiques des pays industrialisés concerne le terme moyen des échéances. Il est traditionnellement réduit au Brésil, ce qui se traduit par une forte concentration de remboursements à court terme. Ces deux spécificités accroissent le risque d'une crise de confiance des épargnants, qui pourrait empêcher le gouvernement d'émettre de nouveaux titres pour régler les anciens.

### *Les effets de la crise de l'été 2002*

La crise de l'été 2002 est symptomatique du lien entretenu entre déséquilibres externe et interne. La dépréciation rapide du real provoque un nouvel accroissement de la composante dollarisée de la dette mobilière fédérale, et la dette nette interne du secteur public connaît un sursaut supérieur à 2 points de PIB en l'espace de deux mois (de fin mai à fin juillet, au moment où le ratio atteint 46,9 %). Ajoutées aux incertitudes électorales et à la précarité de l'environnement économique international, trois raisons laissent prévoir une restructuration prochaine de la dette publique interne :

1. L'allongement du terme moyen de l'échéance des titres<sup>8</sup> constituait un succès tangible de la gestion de la dette publique des huit dernières années ; en dépit du nouvel accord conclu avec le FMI, la Banque centrale se voit à nouveau contrainte de privilégier l'émission de titres à échéance très courtes — précédant généralement l'entrée en fonction du prochain gouvernement, compte tenu des craintes de moratoire.
2. Bon nombre de simulations effectuées sur la base des tendances macroéconomiques de l'été 2002 et de l'objectif d'excédent primaire du FMI (3,75 % du PIB) conduisent à une situation

7. Au Brésil, il est d'usage de présenter le ratio dette publique/PIB en utilisant la dette nette du secteur public (interne et externe). En mai 2002, ce ratio s'élève à 54,5 % ; mais si l'on prend en considération la dette brute, comme le stipule le protocole sur les déficits publics excessifs du traité de Maastricht, le ratio s'élève à 75,6 %.

8. De 7 mois en juillet 1994 au moment de l'introduction du real, l'échéance moyenne des titres atteint 17 mois à la fin de l'année 1999 (Bevilaqua et Garcia, 1999).

## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

devenant rapidement insoutenable. Seule une révision des anticipations des opérateurs de marché éviterait donc une crise ouverte en permettant d'abaisser durablement le taux de change, et de renouer avec un financement interne et externe à des conditions favorables. Encore faudrait-il que les candidats d'opposition s'engagent formellement sur le contenu de la lettre d'intention envoyée fin août au FMI (Williamson, 2002).

Enfin, un doute s'installe sur la pertinence du concept de dette nette pour la définition des objectifs gouvernementaux. Une part des actifs soustraits à la dette brute, évaluée à 12 % du PIB par Favero et Giavazzi (2002), ne sont pas immédiatement mobilisables en cas de nécessité. Facteur aggravant, une partie de la dette passée longtemps occultée alourdit maintenant les comptes publics (selon la Banque centrale les corrections ont porté sur un montant équivalent à 10 % du PIB au cours des huit dernières années, soit les deux tiers des réajustements comptables à apporter).

*Les privatisations : un frein provisoire à la dynamique d'endettement*

Si une crise ouverte semble aujourd'hui de plus en plus probable, le programme de privatisations aura contribué à la retarder, en permettant d'endiguer un temps la dynamique de la dette publique interne.

Le lancement du PND (programme national de désengagement de l'État) remonte à 1990, au début du mandat présidentiel de Fernando Collor de Mello. Seules quelques entreprises des secteurs sidérurgiques, chimiques (engrais) et pétrochimiques furent privatisées sur la période 1991-1994, sans impact significatif sur les comptes publics. Le PND a été relancé au début du premier mandat Cardoso, par un vote de février 1995 établissant les conditions de concession à des tiers des droits d'exploitation des services publics. Sur la période 1995-1998, des secteurs comme les télécommunications, l'énergie électrique et les transports firent l'objet de vastes opérations de passage au secteur privé. La période est aussi marquée par la privatisation de l'une des plus grandes compagnies minières du monde, la CVRD (Compagnie Vale do Rio Doce). Les recettes du PND ont été prioritairement destinées au paiement des échéances en capital de la dette interne, ce qui allégea en même temps les paiements d'intérêt et réduisit le déficit opérationnel. De même, le transfert de passifs parfois non négligeables au secteur privé (3,6 milliards de dollars pour la seule CVRD) diminua le service de la dette interne du secteur public.

À partir de 1996, le programme national fut complété par les privatisations menées par les États de la fédération, en particulier dans les

■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

secteurs de la distribution d'eau, d'électricité et de gaz. Conformément aux contrats bilatéraux signés avec l'Union (voir *supra*), une partie des recettes a alors été affectée à la diminution de la dette des États. Au total, les programmes nationaux et régionaux de privatisation ont permis une réduction de la dette nette du secteur public de 8,4 % sur la période 1995-99 — dont 3,6 % sont attribuables au programme des États, et une diminution de 5,4 % du déficit opérationnel (De Sousa Carvalho, 2001). Ils ont donc limité la dérive financière, en laissant ainsi le temps aux pouvoirs publics de procéder aux réformes favorables à l'équilibre budgétaire de long terme. Mais manifestement, cette marge de manœuvre n'a pas été pleinement exploitée.

## Une inflation enfin jugulée mais une économie menacée par une crise de surendettement

Le premier mandat du Président Cardoso s'était achevé sur une violente crise de change et l'adoption, sous la pression des marchés, d'un régime de change flottant. Sur fond de fragilité des finances publiques, ce coup de semonce pouvait être attribué à une suite de chocs exogènes — crise asiatique, puis crise russe — entraînant un processus de contagion par différents canaux : comportements mimétiques, besoin de liquidités des créanciers imposant la réalisation d'une partie des actifs, fuite vers la qualité... ; l'amélioration relative du cadre macroéconomique et le retour de la croissance tendront d'ailleurs à valider le diagnostic de crise de liquidité et la confiance dans l'équilibre intertemporel de la balance des paiements.

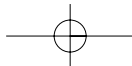
C'est sur la perspective d'une crise de solvabilité que se termine le second mandat, la restructuration de la dette publique interne devenant de plus en plus probable. L'hypothèse d'une situation d'« équilibres multiples » n'est certes pas encore définitivement exclue. Elle explique les efforts des dirigeants actuels de la majorité comme de l'opposition, et l'aide du FMI, pour convaincre les créanciers que le passage durant l'été 2002 à un « équilibre d'attaque » était fondé sur une erreur d'anticipations. Deux facteurs fragilisent pourtant une telle interprétation : d'une part la dynamique de la dette et la faiblesse des marges de manœuvre qu'elle laisse à la politique économique, d'autre part la tentation de tout nouveau gouvernement à apurer la situation en début de mandat, les dénégations présentes ne donnant bien évidemment sur ce point aucune garantie.

Quel que soit l'épilogue de cette crise et les réformes qu'elle imposera, il ne faut cependant pas attendre d'une réforme de l'État une baisse miraculeuse des dépenses publiques : les besoins insatisfaits demeurent considérables et, comme l'a montré la crise énergétique

## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

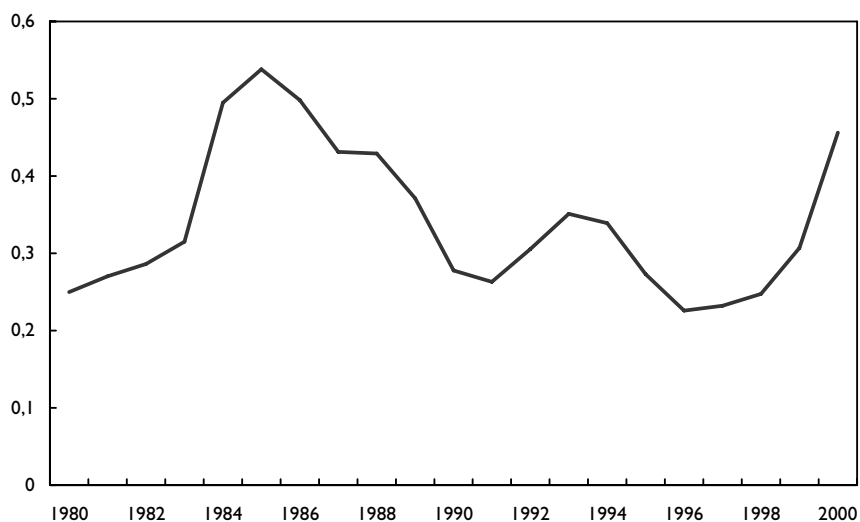
récente, les privatisations n'ont pas constitué un « remède miracle » à l'amélioration des services publics et aux goulets d'étranglement productifs. Le climat sec en vigueur dès le début de l'année 2001 a révélé les insuffisances chroniques de l'offre d'énergie électrique, dépendante à plus de 90 % d'usines hydroélectriques. Et certains calculs évaluent à 1 point de PIB le manque à gagner dû au rationnement imposé aux ménages et aux entreprises au second semestre. Ajoutons que les opportunités de privatisations s'épuisent, et avec elles les recettes qu'elles procurent. Seule une hausse des recettes fiscales — notamment par une lutte efficace contre la fraude — donnerait donc aux futurs gouvernements les moyens d'une politique de développement économique et social.

Le niveau d'endettement externe (graphique 6) souligne la faiblesse de l'épargne domestique, qu'elle soit privée ou publique ; en outre, le service de la dette publique constitue une 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 (graphique 7) 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.

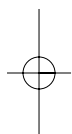


Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

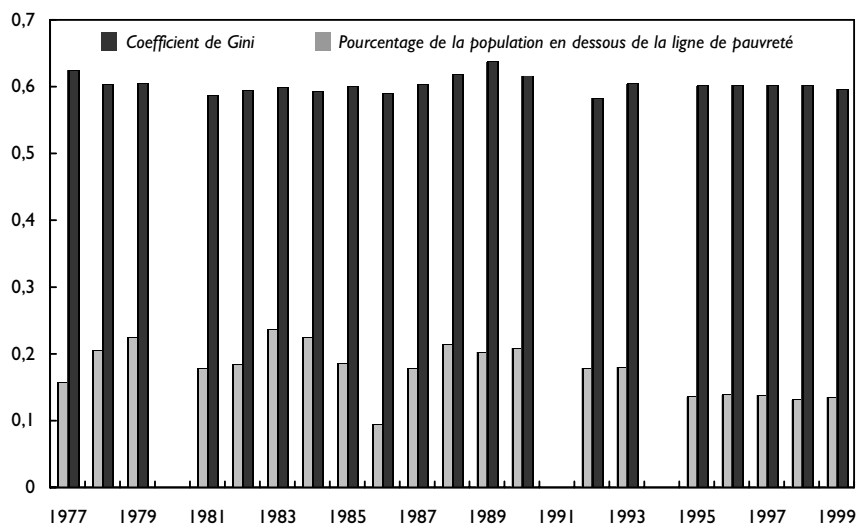
### 6. Ratio dette externe en dollars / PIB



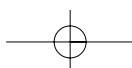
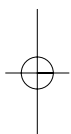
Sources : BACEN et IBGE.



### 7. Indices de pauvreté et de répartition



Sources : IBGE et IPEA.



## Références bibliographiques

- ABRUCIO F. L., 2000 : « Brésil : la réforme de l'État dans l'impasse », *Problèmes d'Amérique latine*, n° 37, Documentation française, Paris.
- BENAROYA F., 1996 : « Brésil : de la stabilisation aux réformes », *Problèmes d'Amérique latine*, n° 21, Documentation française, Paris.
- BEVILAQUA A. et GARCIA M., 2002 : « Debt Management in Brazil : Evaluation of the Real Plan and Challenges ahead », *Journal of International Finances and Economics*, Vol. 7, n° 1, janvier.
- BID (Banco interamericano de desenvolvimento Brasil), 2000 : Brasil, Documento de país, juillet.
- CALVO G.A., 1986 : « Temporary Stabilization : Predetermined Exchange Rates », *Journal of Political Economics*, Vol.94, n°2.
- CALVO G. A. et VÉGH C., 1993 : « Exchange Rate based Stabilization under Imperfect Credibility », in *Proceedings from IEA Conf. on Open Economy Macro-economics*, sous la direction de H. Frisch and A. Worgötter, Mac Millan Press Ltd, (reproduit dans Calvo G. A., 1996, *Money, Exchange rates, and output*, Chapitre 18, MIT Press).
- CALVO G. A. et MENDOZA E., 1996 : « Mexico's Balance of Payment Crisis : A chronicle of a Death Foretold », *Journal of International Economics*, 41, n° 3/4, novembre.
- CALVO G. A. et MENDOZA E., 2000 : « Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets : an Informational-Frictions Approach », *American Economic Review*, Vol.90, n°2, mai.
- CALVO G.A. et VÉGH C., 1994a : « Stabilization Dynamics and backward looking Contracts », *Journal of Development Economics*, vol. 43, n° 1.
- CALVO G. A. et VÉGH C.A., 1994b : « Credibility, and the Dynamics of Stabilization Policy : a Basic Framework » in *Advances in econometrics, 6<sup>th</sup> World Congress*, sous la dir. De C.A. Sims, Cambridge University Press.
- CALVO G.A. et VÉGH C.A., 1994c : « Inflation Stabilization and Nominal Anchors », *Approaches to Exchange Rate Policy, Choice for Development and Transition Economics*, Barth R.C. and Wong C. H. (Eds.) IMF Institute, IMF.
- CALVO G. A. et VÉGH C. A., 1999 : « Inflation Stabilization and BOP Crisis in Developing Countries », *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C, J.B. Taylor, and M.Woodford (Eds.), N.H. Elsevier.
- CARDOSO F. H. et FALETTO E., 1978 : *Dépendance et développement en Amérique latine*, Politiques, PUF, Paris.

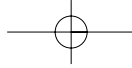
■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

- CHANG R., 1999 : « Understanding Recent Crises in Emerging Markets », *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review*, Vol.84, n° 2.
- CORDEN W. M., 1984 : « Booming Sector and Dutch Disease Economics : Survey and Consolidation », *Oxford Economic Papers*, novembre, cité dans *Macroeconomics in the Global Economy*, J.D.Sachs, et F.Larrain, 1993, Harvester Wheatsheaf.
- DE SOUZA CARVALHO M., 2001 : *Privatizacao, divida et deficit publicos no Brasil*, Texto para discussao, n° 847, IPEA, novembre.
- DORNBUSCH R., GOLDFAJN I. et VALDES R., 1995 : « Currency Crises and Collapses », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- DORNBUSCH R., 1998 : *After Asia : New Directions for the International Financial System*, juillet, Web.mit.edu/rudi/www.
- DORNBUSCH R., 1999a : *Emerging Market Crises : origins and remedies*, juillet, Web.mit.edu/rudi/www.
- DORNBUSCH R., 1999b : *The Brazil Problem : V-Shaped Recovery and Beyond*, Roneo, avril.
- DORNBUSCH R. et WERNER, 1994 : Mexico, « Stabilization, Reform, and no Growth », *Brooking Papers on Economic Activity*, n° 1.
- EASTERLY W., 1996 : « When is Stabilization Expansionary? Evidence from High inflation », *Economic Policy*, Vol.11, Issue 22.
- FAVERO C. A. et GIAVAZZI F., 2002 : *Why are Brazil's Interest Rate Sop High ?*, Roneo.
- FLOOD R. P. et GARBER P. M., 1984 : « Collapsing Exchange Rate Regimes : Some Linear Exemples », *Journal of International Economics*, vol.17, n° 1.
- FLOOD R. P., GARBER P.M. et KRAMER C., 1996 : « Collapsing Exchange Rate Regimes : Another Linear Exemple », *Journal of International Economics*, vol. 41, n° 3-4.
- FLOOD R. P. et MARION N. P., 1998 : *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*, IMF WP/98/130, septembre.
- FURTADO C., 1974 : *Analyse du modèle brésilien*, Anthropos, Paris.
- GALLARDO R. et LEVEEL B., 2002 : « Amérique latine : la stabilisation inachevée », *Conjoncture BNP Paribas*, mars.
- GIAMBIAGI F., 2000 : *As muitas reformas da Previdencia social*, Texto para discussao, n° 430, Departamento de Economia, PUC-Rio, septembre.
- GIAMBIAGI F. et RIGOLON F., 1999 : *A Renegociação das dividas e o regime fiscal dos Estados*, Textos para discussao, n° 69, BNDES, juillet.



## BRÉSIL : L'HÉRITAGE DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO ■

- KAMINSKY G. L., LIZENDO S. et REINHART C.M., 1998 : « Leading Indicators of Currency Crisis », *IMF Staff Papers*, 45, n° 1, mars.
- KAMINSKY G. L. et REINHART C.M., 1999 : « The Twin Crises, The Causes of Banking and Balance of Payments Problems », *American Economic Review*, Vol.89, n° 3.
- KRUGMANN P., 1979 : « A Model of Balance of Payments Crises », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, n° 2.
- KRUGMAN P., 1991 : « Target Zones and Exchange Rate Dynamics », *Quarterly Journal of Economics*, vol.106, n° 3.
- KRUGMAN P. et ROTEMBERG, 1992 : « Speculative Attacks on Target Zones », in *Exchange Rate Targets and Currency Bands*, P. Krugman and M. Miller (Eds) Cambridge University Press.
- LAHIRI A. et 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, Banque de France*, n° 43.
- OBSTFELD M., 1995 : « International Currency Experience : New Lessons and Lessons Relearned », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- OCDE, 2001 : *Brésil, Etudes économiques*.
- REINHART C.M., 2000a : *The Anatomy of Financial Crises*, mimeo, University of Maryland, [www.puaf.umd.edu/papers/reinhart.htm](http://www.puaf.umd.edu/papers/reinhart.htm).
- RODRIGUEZ C.A , 1982 : « The Argentine Stabilization Plan of December 20<sup>th</sup> », *World Development*, Vol. 10, n°9.
- SACHS J., TORNELL A. et VELASCO A., 1996 : « Financial Crises in Emerging Markets : the Lessons from 1995 », *Brookings Paper on Economic Activity*, n° 1.
- SACHS J. et RADELET S ., 1998 : « The East Asian Financial Crisis : Diagnosis, Remedies, Prospects », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- STIGLITZ J., 2002 : *La Grande désillusion*, Fayard.
- TAYLOR L. et BACHA E. L., 1976 : « The Unequalizing Spiral : a First Growth Model for Belindia », *Quarterly Journal of Economics*, vol.90, n° 1.
- VÉGH C. A., 1992 : « Stopping High Inflation », *IMF Staff Papers*, Vol. 39, n° 3.
- VIDAL D., 1996 : « Les Réformes de F. H. Cardoso : paralysie ou gradualisme ? », *Problèmes d'Amérique latine*, n° 23, Documentation française, Paris.



■ Alain Sand-Zantman et Jérôme Trotignon

WILLIAMSON J., 2002 : « Is Brazil Next ? », *International Economics Policy Briefs*, I.I.E., août.

ZANTMAN A., 1990 : « Le Plan Collor dans l'œil du cyclone : de l'hyperinflation à l'hyperstagflation ? », *Problèmes d'Amérique latine*, n° 97, Documentation française, Paris.

ZANTMAN A., 1993 : « Un nouveau plan de stabilisation... Pour quoi faire ? », *Problèmes d'Amérique latine*, nouvelle série n° 9, avril-juin, Documentation française, Paris.

