

# Grandes espérances

La réussite économique du Brésil a changé la donne aussi bien pour le pays lui-même que pour ses partenaires étrangers

Mário Mesquita

Congrès national brésilien, à Brasilia.

**L**E BRÉSIL a beaucoup fait parler de lui récemment : Luiz Inácio Lula da Silva, son ex-président très populaire issu d'un milieu modeste, est une célébrité, le pays est la figure de proue des pays émergents après la crise, et il s'est vu attribuer à la fois l'organisation de la Coupe du monde de football de 2014 et celle des Jeux olympiques de 2016 à Rio.

Lula a hérité de son prédécesseur Fernando Henrique Cardoso des politiques macroéconomiques solides et a réussi à renforcer l'économie brésilienne malgré la crise de confiance de 2002 et la crise mondiale de 2008.

Le Brésil, l'une des dix premières économies du monde et la plus grande économie d'Amérique latine, aujourd'hui dirigé par la Présidente Dilma Rousseff, a désormais confiance en soi et a acquis une influence internationale que ses réussites récentes pourraient encore renforcer. Mais le pays doit rehausser sa croissance économique et mettre à profit tout son potentiel. L'amélioration des résultats économiques a engendré des attentes accrues de la part des Brésiliens, notamment parmi la classe moyenne qui s'est récemment élargie, et des observateurs extérieurs.

## Les trois piliers de la stabilité

Pour réussir, le Brésil devra se concentrer sur les piliers de sa politique macroéconomique : le ciblage de l'inflation, un taux de change flottant et le maintien d'un excédent budgétaire primaire (dépenses inférieures aux recettes), hors paiement des intérêts.

En 1994, après des décennies d'inflation galopante, M. Cardoso, alors ministre des finances, a engagé une réforme monétaire suivie en 1999 par l'adoption du ciblage de l'inflation (voir «La fin de l'instabilité» dans ce numéro). Depuis 2005, l'inflation des prix à la consommation a toujours été à moins de 2 points de l'objectif officiel de 4,5 %. Le Brésil est l'un des rares pays à avoir maintenu son inflation à peu près au niveau de l'objectif annoncé pendant la période 2008-09 marquée par l'augmentation puis l'effondrement des cours des matières premières. Néanmoins, il n'a pas su profiter du reflux généralisé de l'inflation dans le monde en 2009 pour abaisser son objectif d'inflation et ancrer ainsi les anticipations à la baisse des prix.

La politique monétaire a porté ses fruits mais les résultats budgétaires ont été contrastés. Malgré un excédent primaire et la stabilisation du ratio dette publique nette/PIB à un peu plus

de 40 %, la dette brute dépasse 65 % du PIB. L'augmentation des dépenses n'a pas été contenue : les dépenses primaires de l'administration centrale, hors charges d'intérêts, a augmenté de 23 points de PIB entre 2002 et 2010. La pression fiscale globale, y compris sur les États fédérés et les municipalités, ne s'est pas relâchée non plus. À 34,5 % du PIB, elle est très élevée pour un marché émergent et dissuade les investissements privés.

De plus, les dépenses publiques ont augmenté en 2009, ce qui est normal en temps de crise mondiale, ainsi qu'en 2010 alors que l'économie brésilienne se rétablissait déjà. Cela a alimenté la surchauffe de l'économie brésilienne, comme en témoigne la hausse de l'inflation et le creusement du déficit courant.

Les échanges commerciaux du Brésil ont profité de la hausse de la demande de matières premières en Asie (la Chine est aujourd'hui le premier partenaire commercial du Brésil), ce qui a poussé les prix brésiliens à l'exportation à des niveaux records. Les autorités ont pris des mesures pour transformer cette évolution positive temporaire de la conjoncture externe en des améliorations durables pour le pays.

L'une des actions les plus avisées du gouvernement Lula a été sa réaction prudente aux possibilités offertes par une conjoncture favorable. En janvier 2004, la banque centrale a mis sur pied un programme, encore en vigueur, visant à faire passer les réserves de change de 48 à 300 milliards de dollars et à rembourser progressivement la dette intérieure libellée en devises. Cela a évidemment un coût, sous forme de la différence entre les intérêts servis sur la dette publique et le rendement financier des réserves, mais procure aussi de nombreux avantages.

En augmentant ses réserves et en devenant une économie créditrice nette, le Brésil a pu obtenir la note «catégorie investissement», ce qui devrait faire baisser le coût des financements publics et privés. À la fin 2010, les réserves dépassaient la dette extérieure de 33 milliards de dollars. Si le secteur public supporte le coût de ces réserves, c'est bien toute l'économie qui en profite.

Le Brésil a un passif extérieur net considérable, notamment sous forme d'investissements directs étrangers et d'investissements de portefeuille. Cependant, contrairement au début du siècle, le passif actuel est surtout composé de participations et non plus de dette, ce qui signifie que les paiements d'intérêts sont davantage en phase avec la conjoncture nationale. Cela permet

d'accélérer l'ajustement du compte courant en période de tension, comme ce fut le cas fin 2008-début 2009.

En accumulant de vastes réserves, le secteur public faisait le pari de protéger le Brésil d'une évolution néfaste de la conjoncture mondiale. Ainsi, lorsque la crise a éclaté fin 2008 et que la monnaie brésilienne, le real, s'est dépréciée, les finances publiques ont profité d'une augmentation de la valeur en monnaie nationale des actifs détenus hors du pays : de mai à décembre, le taux d'endettement net est passé de 44 % à 38,5 % du PIB. Ceci a permis au secteur public d'adopter des politiques expansionnistes pour soutenir la demande intérieure et non de procéder à des coupes budgétaires, comme il avait souvent dû le faire par le passé lorsque l'économie avait subi des chocs externes.

Après la chute de Lehman Brothers, il est apparu très nettement à quel point il avait été sage de préserver la stabilité monétaire avant la crise et de constituer un épais matelas de réserves. L'économie brésilienne s'est rapidement rétablie, ce qui a limité l'effet de la crise sur le marché du travail et permis de maîtriser l'inflation.

## L'avenir

Les résultats économiques du Brésil après la crise mettent en évidence les défis qui subsistent. Fin 2009-début 2010, ayant tout juste surmonté les effets de la récession mondiale, l'économie a commencé à montrer des signes de surchauffe semblables à ceux qui avaient précédé la crise fin 2008.

Cette surchauffe vient de ce que le Brésil n'épargne toujours pas assez. Entre 2005 et 2009, le taux d'épargne brut était en moyenne de 17 % du PIB contre 24 % au Chili et au Mexique. Tant que le taux d'épargne restera bas, toute augmentation des investissements pèsera sur les ressources intérieures, ce qui engendrera des pressions inflationnistes (que la banque centrale devra juguler) et fera augmenter le recours à l'épargne extérieure, par une hausse des importations et/ou un creusement du déficit courant.

Malgré le chemin parcouru depuis une dizaine d'années, l'économie brésilienne peut encore progresser. Il semble en effet que sa limite de vitesse (le rythme auquel elle peut croître sans aggraver l'inflation et/ou les déficits extérieurs) est bien inférieure à celle des économies émergentes les plus dynamiques, quoique supérieure à ce qu'elle était il y a dix ans. L'augmentation de cette limite de vitesse devrait être le principal objectif économique du nouveau gouvernement de M<sup>me</sup> Rousseff. Une croissance plus rapide permettrait d'atteindre le principal objectif affiché par le gouvernement : l'éradication de l'extrême pauvreté au Brésil, par la création, par exemple, des conditions nécessaires à l'augmentation de l'investissement dans le capital humain.

Après une première vague de réformes en 2003-04, le gouvernement Lula s'est, semble-t-il, désintéressé du déficit de la sécurité sociale, encore relativement élevé aujourd'hui, du coût élevé de la fonction publique et de la bureaucratie, ce qu'on appelle le «*custo Brasil*». Les politiques budgétaire et structurelle n'ont pas été améliorées autant qu'elles l'auraient pu compte tenu de la conjoncture extérieure assez favorable de l'époque.

Le nouveau gouvernement devra engager des réformes importantes pour accroître l'épargne et introduire plus de rigueur dans la gestion des dépenses budgétaires.

Il serait aussi possible d'encourager l'épargne privée en augmentant les incitations à reporter la consommation, par exemple en

accordant des réductions d'impôts sur les investissements à plus long terme et en indexant le taux d'intérêt des livrets d'épargne, très populaires, au taux directeur de la banque centrale.

Cela renforcerait l'efficacité de la politique monétaire et pourrait permettre à la banque centrale d'atteindre son objectif d'inflation avec des taux d'intérêt plus bas. Pendant longtemps, le Brésil a connu des taux d'intérêt relativement élevés qui ne sont retombés que brièvement en dessous de 10 % pendant un rare épisode de récession en 2009. Des taux d'intérêt élevés, des termes de l'échange très favorables et de bonnes perspectives de croissance ont attiré de nombreux capitaux au Brésil, ce qui renforce le real, dont l'appréciation assombrit néanmoins les perspectives des secteurs les moins compétitifs de l'industrie manufacturière.

Le gouvernement brésilien ne peut ni ne devrait guère influencer sur les termes de l'échange ou l'attractivité du pays pour les investisseurs étrangers, mais il peut aider à ramener les taux d'intérêt à un niveau comparable au reste du monde. Il devrait d'abord renforcer la politique budgétaire, rester responsable en matière de finances publiques et améliorer la transparence tout en lançant une réforme de la sécurité sociale (malgré un environnement démographique favorable, le déficit global reste proche de 4 % du PIB, pour deux tiers attribuable au secteur public) et en assurant une plus grande souplesse des dépenses. À terme, le Brésil devrait suivre l'exemple chilien de neutralité conjoncturelle des objectifs budgétaires (resserrement en période faste, desserrement en période de ralentissement).

Le Brésil doit aussi réformer les institutions de la politique monétaire. Son objectif d'inflation est une référence élevée pour les taux d'intérêts nominaux et réels et incite à l'indexation. De plus, la banque centrale n'est pas juridiquement autonome, ce qui signifie que, même si cela est moins vrai que par le passé, les chocs inflationnistes à court terme sont en général plus durables et plus marqués que dans les pays où la capacité des autorités monétaires à maintenir la stabilité des prix n'est pas constamment remise en question. Le Brésil doit enfin réduire la proportion aujourd'hui élevée (environ un tiers) des crédits bonifiés dans des domaines aussi divers que l'agriculture, le logement et l'investissement dans le secteur manufacturier. L'existence des crédits bonifiés rend moins efficace la politique monétaire conventionnelle.

À l'extérieur, des réserves de change solides et un taux de change flottant devraient permettre au Brésil de s'intégrer plus encore dans l'économie mondiale en réduisant ses droits d'importation et en renforçant son ouverture.

Les gouvernements Cardoso et Lula ont su stabiliser l'économie. Reste désormais à accroître le potentiel de croissance et à combler l'écart entre le Brésil et les autres économies dynamiques à revenus intermédiaires comparables. Tout dépendra du renforcement des piliers de la politique macroéconomique et de la mise en œuvre d'un programme de réformes ambitieux, ce qui est toujours plus facile à faire en début de mandat présidentiel.

Si le Brésil y arrive, il sera mieux à même d'exploiter à fond son potentiel économique et de concrétiser ses ambitions internationales. ■

*Mário Mesquita est le Chef du bureau d'études sur l'Amérique latine de Brevan Howard, gestionnaire de fonds spéculatifs. Il a été vice-gouverneur de la banque centrale du Brésil.*