

Continentalisation

Notes et Études 00-1
Février 2000

Stabilisation et développement économique au Brésil : Le Plan real de 1994 à 1999

Soraia Tandel

(Ma. économie, Université catholique de Sao Paulo)
soraiat@hotmail.com

Groupe de recherche sur l'intégration continentale

Université du Québec à Montréal
Département de science politique
C.P.8888, succ. Centre-ville, Montréal, H3C 3P8

<http://www.unites.uqam.ca/gric>

Avec l'épuisement de son modèle de développement et la crise du financement externe, le Brésil a été confronté, au cours des années 80 et 90, à de multiples problèmes macro-économiques. Entre autres, la monnaie a presque perdu sa fonction de réserve de valeur, et avec l'indexation généralisée des prix, le Brésil est passé de l'inflation à l'hyperinflation.

Le Plan real fait partie d'un vaste programme de réformes qui, en plus de combattre l'inflation, visent à moderniser et à restructurer le système industriel, à augmenter les exportations, et à créer les conditions d'un développement économique soutenu à long terme. Sur le plan social, l'objectif principal demeure la réduction de la pauvreté et du chômage, de même qu'une meilleure répartition des richesses. Au niveau politique, la réussite du Plan real a permis, en 1994, l'élection de Fernando Henrique Cardoso à la présidence, et sa réélection en 1998.

Un peu plus de quatre ans après sa mise en place, le Plan real a connu son premier grand changement de cap : en janvier de 1999, la forte dévalorisation de la monnaie a mise en évidence ses insuffisances de même que la vulnérabilité de l'économie brésilienne aux chocs extérieurs ce qui forcera l'équipe économique à adopter de nouvelles mesures. S'il est clair que la stabilisation monétaire a permis d'éliminer l'inflation, il apparaît également que ceci n'est pas suffisant pour assurer la croissance et la stabilité de l'économie à plus long terme.

Les premiers scénarios du FMI sur la performance de l'économie brésilienne pour 1999 prévoyaient une forte récession, le retour de l'inflation et une augmentation des exportations. Ces prévisions ne se sont pas vérifiées : l'économie a enregistré une légère croissance, de 0,8 % pour l'année, l'inflation a été plus au moins contrôlée, et les exportations n'ont pas réagi aussi favorablement qu'on espérait.

Pour l'année 2000, le ministère de l'Économie prévoit le retour de la croissance économique, autour de 3,5%, sans inflation, le taux devant être maintenu autour de 6,0%, la cible visée par les autorités monétaires. On prévoit également une forte croissance des exportations, avec un impact favorable sur la balance des paiements.

Les impacts de la dévaluation du real se sont répercutés sur le Mercosur. En dépit des problèmes rencontrés, la poursuite de l'intégration régionale reste, pour le Brésil et ses associés, une priorité. Les débats économiques ont surtout été surtout dominés, en 1999, par deux questions critiques : la première, de nature économique, porte sur les mesures de sauvegarde ; et la seconde, de nature plus institutionnelle, sur la coordination des politiques macroéconomiques. La crise a aussi mise en évidence un problème désormais incontournable : celui des différences dans les régimes monétaires. Si l'intégration monétaire semble être aujourd'hui une condition nécessaire à la

poursuite du projet intégratif, les obstacles à surmonter sont cependant nombreux, le principal étant l'ancrage du peso argentin au dollar américain.

La présente étude esquisse une analyse de l'économie brésilienne depuis l'introduction du Plan real. Orienté sur la lutte contre l'inflation et la stabilisation de l'économie, ce plan comporte un grand nombre de volets. Dans cette étude, nous nous intéressons à quatre de ces volets, soit la politique monétaire, la politique fiscale, la politique des changes, et la politique de privatisation.

Le Plan real a été analysé sous plusieurs angles dans de nombreux articles et thèses. Il ne s'agira donc pas de refaire une étude détaillée de toutes les variables internes et externes du Plan, mais plutôt de faire une analyse rétrospective de certains éléments afin de mieux comprendre ce qui s'est passé, de fournir quelques données sur l'économie, et de voir quelles en sont les grandes tendances un an après la dévaluation du real en janvier 1999.

Malgré ses inconvénients, le Plan real a amorcé une nouvelle ère de stabilité des prix, mis fin à l'indexation et rétabli la confiance des acteurs économiques. Mais le Brésil a encore un long chemin à parcourir avant de parvenir à un développement économique soutenu.

Après une brève présentation du modèle de développement économique du Brésil durant la période de substitution aux importations, ce document examine les objectifs généraux poursuivis par le Plan real. Pour ce faire, nous analyserons les documents officiels publiés par le ministère de l'Économie et le processus de mise en oeuvre des politiques économiques.

La politique économique a essayé de s'adapter aux marchés internationaux afin de profiter de la relative abondance de liquidités sur les marchés financiers internationaux. Les flux internationaux de capitaux ont eu un impact considérable sur la nouvelle stratégie macro-économique du pays. Nonobstant les effets positifs sur la stabilisation du taux d'inflation, ils ont provoqué un fort déséquilibre de la balance des paiements, rendu l'économie plus vulnérable face aux chocs extérieurs, et détourné l'attention des pouvoirs publics de l'équilibre des finances publiques. Ce sont là des éléments dont nous discuterons dans la troisième partie.

L'incohérence de la politique économique à long terme a souvent été dénoncée par les analystes. Cette incohérence a été sanctionnée avec la dévaluation de la monnaie brésilienne en janvier 1999. Dans la partie 4, qui traite de la conjoncture en 1999, nous présentons le processus qui a conduit à la dévaluation du real et quelques uns de ses impacts sur l'ensemble de l'économie. À la cinquième section qui dresse la perspectives pour cette année, nous présentons des scénarios économiques possibles, selon les documents officiels de la Banque centrale du Brésil. Et, dans la dernière partie du document, nous présentons une brève analyse du Mercosur, de ses enjeux et de ses progrès récents.

LE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE AU BRÉSIL

Pour bien comprendre l'économie brésilienne d'aujourd'hui, il faut revenir quelques années en arrière et saisir la singularité du capitalisme dans ce pays.

Le développement économique du Brésil s'est caractérisé dans le passé par la présence marquée de l'État - celui-ci intervenant tantôt comme planificateur du développement, tantôt comme entrepreneur - par une forte participation du capital étranger, et par une croissance continue de la dette externe.

Le processus de substitution aux importations a réussi à promouvoir l'industrialisation, avec le résultat que, depuis les années 60, le Brésil possède une base industrielle assez diversifiée. Entre 1968 et 1973, le pays a connu un taux de croissance de 10% en moyenne par année. Pendant les années 70, aussi, le Brésil a présenté une très bonne performance économique. Cette croissance s'est accompagnée d'un taux élevé d'investissement, ce qui demandait en retour un taux d'épargne assez élevé. Pendant les années 70, et même auparavant, le Brésil a cru pouvoir s'appuyer sur l'épargne interne et les capitaux étrangers. À partir des années 80, avec l'explosion de la crise de la dette, les flux de ressources externes ont dramatiquement baissé, tandis que les flux internes ont été canalisés de plus en plus vers l'État et la couverture de ses besoins de financement alors en forte progression.

La croissance des années 70 a été presque toujours associée au déficit de la balance commerciale, notamment après le premier choc pétrolier. Cependant, dans les années 80, la compression des importations a rendu possible des soldes commerciaux positifs. Cette période est également marquée par un recul de la croissance, ainsi que par la hausse de l'inflation et la crise de la dette externe. Ce modèle de développement a fini par provoquer de graves distorsions ; entre autres, une économie assez fermée au marché international, une forte inflation, un État géant, une crise fiscale, une forte concentration des richesses, et une importante dette interne et externe.

Devant ces graves problèmes économiques, surtout l'inflation, plusieurs gouvernements ont mis sur pied des plans de stabilisation. En huit ans, six plans ont été mis en oeuvre, à savoir: Cruzado (1986); Bresser (1987); Verao (1989); Collor 1 (1990) et Collor 2 (1991). Cependant, après quelques mois de stabilité économique, l'inflation a toujours repris, favorisée en cela par un système institutionnalisé d'indexation des contrats.

En 1990, en plus de tous les problèmes économiques auxquels il était confronté, le Brésil a relevé le défi de promouvoir la démocratie. Fernando Collor de Mello fut le premier président à être élu après plus de vingt ans de régime militaire. La réussite du Plan real sera d'autant plus exemplaire, que, pour la première fois, le gouvernement parviendra non seulement à vaincre l'inflation et à recréer la confiance envers la

monnaie, mais également à consolider à travers lui les acquis encore fragiles de la démocratie.

LE PLAN REAL DE STABILISATION ÉCONOMIQUE

Le Plan real fut officiellement lancé le 1er juillet 1994. C'était un discours très optimiste que le Président Itamar Franco adressait alors à la population, aux entrepreneurs, aux banquiers et au marché international. Il déclarait que le Brésil était entré dans une nouvelle époque de stabilité économique et de justice sociale. Les objectifs généraux du Plan real consistaient à :

- mettre fin au processus d'inflation, l'objectif étant de ramener le taux annuel d'inflation à un seul chiffre;
- promouvoir un développement économique soutenable à long terme;
- moderniser l'économie pour en modifier les structures et d'augmenter sa compétitivité sur le marché international ;
- promouvoir l'équité dans la distribution des richesses, c'est-à-dire baisser l'indice de pauvreté.

Tout d'abord, il faut dire que le Plan real a été mis en place sans gel des prix, sans confiscation des biens ou des épargnes, ni rupture des contrats existants. Bien au contraire, il a été soumis à l'appréciation de l'ensemble des acteurs socio-économiques. En ce sens, le Plan real représente une avancée significative dans la démocratisation de la planification économique. Le commencement du Plan real date en fait de juin de 1993, avec le Programme d'Action Immédiate (PAI). Le Plan de stabilisation formulé par le ministre de l'Économie de l'époque, Fernando Henrique Cardoso, devait se dérouler en trois phases :

- l'élimination du déficit public ;
- la réalisation d'une réforme monétaire avec l'introduction d'une nouvelle unité de valeur l'URV (Unité Référencée de Valeur), laquelle devait être remplacée plus tard par une nouvelle monnaie, le real. L'URV était une indexation quotidienne de presque tous les biens et services pendant quelques mois, suivie d'une désindexation complète et finale ;
- l'utilisation de la politique des changes comme instrument clé pour obtenir la baisse de l'inflation.

Enfin, la mise en oeuvre du Plan real nécessitait quelques actions au niveau de la politique fédérale :

- une nouvelle politique budgétaire, monétaire et cambiale ;
- le renforcement du processus d'ouverture de l'économie aux produits et aux capitaux étrangers ;
- la privatisation des activités de production ;
- la déréglementation généralisée de l'activité économique, afin de donner plus de liberté aux agents économiques ;
- la réduction des dépenses publiques et des investissements d'infrastructure;
- l'introduction de réformes structurelles, en priorité dans le système fiscal et dans le système de sécurité sociale.

En somme, si les priorités économiques allaient dans l'immédiat aux réformes budgétaires, monétaires et cambiales, ces réformes, macro-économiques, devaient, en retour, être appuyées par des réformes plus structurelles, le tout devant permettre d'éliminer rapidement l'inflation, de recréer les conditions d'une croissance plus équilibrée et plus compétitive à moyen terme, et, grâce à celle-ci, d'atteindre les objectifs sociaux que s'était donné le gouvernement.

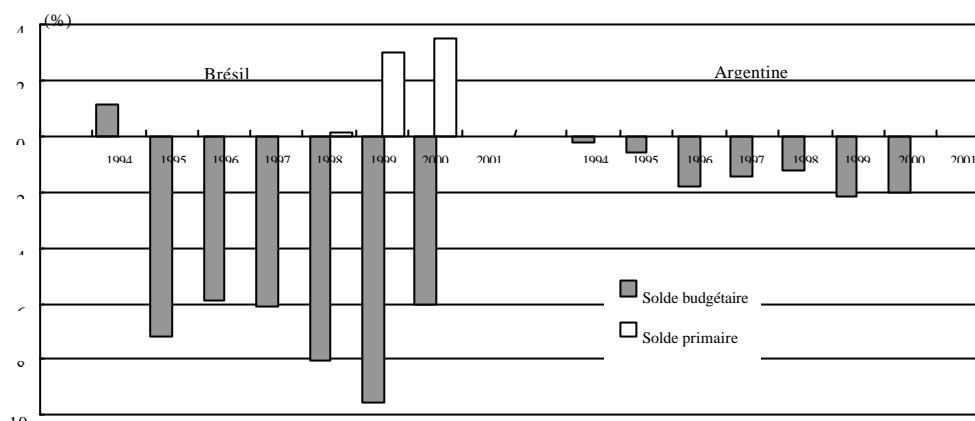
La politique fiscale

Les périodes d'hyperinflation sont toujours marquées par l'impossibilité de programmer avec précision l'évolution des comptes publics. C'est ce que l'on constate au Brésil où la situation des finances publiques était perçue depuis longtemps comme grave et en constante détérioration. Pour les concepteurs du Plan real, le contrôle des comptes publics était considéré comme une priorité dans la lutte contre l'inflation et le retour à la stabilité économique. Plusieurs initiatives furent prises en ce sens par le gouvernement. Entre autres initiatives, mentionnons :

- la planification et la négociation de la dette des États et des municipalités ;
- l'augmentation du contrôle des banques publiques afin de limiter les possibilités de financement des États ;
- l'augmentation des recettes fiscales;
- la création d'un Fonds Social d'Urgence pour donner plus de flexibilité au gouvernement fédéral au niveau des dépenses.

De plus, il était nécessaire de restructurer les systèmes fiscal et social. Pourtant, peu de choses ont changé : la plupart des réformes n'ont pas été réalisées et les actions gouvernementales ont été insuffisantes pour remédier aux problèmes structurels des finances publiques. C'est ce que permet de constater le graphique 1, l'Argentine servant de point de comparaison.

Graphique 1 : Solde budgétaire
Brésil et Argentine, 1994-2000, en % du PIB



Sources : CEPAL, *Indicadores Económicos*, 1999. OCDE, *Perspectives économiques*, déc. 1999.

Note : Brésil : secteur public non financier ; Argentine : administration centrale.

1999 : estimations ; 2000 : prévisions

La politique monétaire

Il est généralement admis que la monnaie remplit trois fonctions de base: (i) moyen de paiement; (ii) réserve de valeur; et, (iii) unité de compte. Il est aussi connu que, pendant une période de forte inflation, la monnaie perd d'abord sa fonction de réserve de valeur ; ensuite, sa fonction d'unité de compte – à cause de l'indexation; et, enfin, et progressivement, sa fonction de moyen de paiement sécuritaire.

Avant le Plan real, à cause de l'inflation, la monnaie brésilienne (le cruzeiro) éprouvait des difficultés à assurer ces trois fonctions. La singularité du cas brésilien est que, même si l'inflation était très forte, la quantité de monnaie en circulation (M1) dans l'économie était basse, parfois moins que 1% du PIB. L'explication de ce phénomène tient à la nature complexe du système d'indexation qui permettait la reproduction automatique de l'inflation passée, cette correction monétaire, étant prévue par la loi depuis 1964. - Si la quantité de monnaie en circulation (M1) était basse, le stock de M2 (fondé sur la base des titres du gouvernement) était par contre élevé. Une autre singularité du processus d'inflation de l'économie brésilienne est que, bien que la plupart des contrats à long terme étaient conclus en monnaie indexée, le moyen de paiement demeurait le cruzeiro. La législation du Brésil n'acceptait pas une autre monnaie, le dollar américain par exemple, comme moyen de paiement. Si un tel système avait l'avantage de préserver le pouvoir d'achat, il avait, par contre, pour défauts d'empêcher les autorités de lutter efficacement contre l'inflation - celle-ci étant automatiquement répercutée dans les contrats -, de fausser les choix économiques et d'empêcher toute prévision à long terme et de finaliser l'épargne et de faire perdre à la monnaie l'une de ses fonctions principales, celle de réserve de valeur.

L'un des objectifs du Plan real était donc de redonner à la monnaie ses fonctions de réserve de valeur et d'unité de compte. Pour y parvenir, le gouvernement agira de trois manières. Tout d'abord, il cherchera à mettre fin à ce système, au terme d'une courte période de transition. Ensuite, il cherchera à exercer davantage de contrôle sur les taux d'intérêt plutôt que de contrôler d'une façon plus rigide la quantité de monnaie en circulation, laquelle suivait la trajectoire de la demande. Enfin, et surtout, la politique de change prendra une place prépondérante dans sa stratégie de stabilisation.

Avec les déficits constants de la balance commerciale, dus à la valorisation du réal, l'équipe économique a jugé important de maintenir un taux d'intérêt très avantageux par rapport aux taux d'intérêt extérieurs afin d'attirer les investissements étrangers, leur rôle étant primordial dans l'équilibre de la balance des paiements.

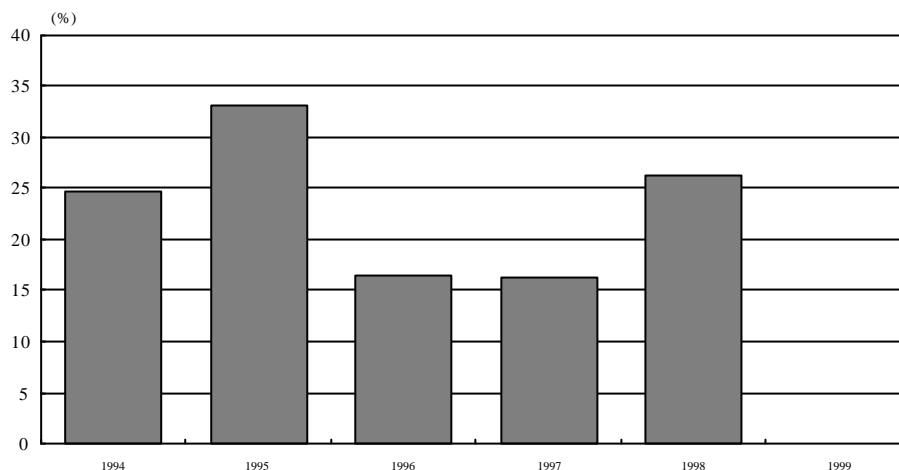
De façon simplifiée, on peut expliquer comme suit l'impact de la politique monétaire sur la chute du taux d'inflation : avec l'augmentation du taux d'intérêt interne, le change devient surévalué, augmente en conséquence la compétitivité des produits étrangers, ce qui favorise le contrôle de l'inflation. Parallèlement, le déficit commercial réduit le niveau d'activité interne et pousse les prix à la baisse. Le maintien de taux d'intérêt élevés était aussi associé au contrôle de la demande interne, car il fallait empêcher la croissance de la consommation. En même temps, le gouvernement a essayé de réguler les niveaux de liquidité dans l'économie à travers l'élargissement de son contrôle sur les banques, par voie de réglementaire, ou à travers la composition de leurs actifs.

Une telle gestion monétaire était toutefois difficile, particulièrement dans un contexte de volatilité des capitaux comme ce fut le cas lors de la crise mexicaine de décembre 1994 et lors de la crise asiatique de 1997. Dans les deux cas, les sorties de capitaux provoquèrent une forte baisse des réserves, ce qui, en retour, forcera les autorités à relever les taux d'intérêt et à resserrer davantage le crédit.

Bref, si la gestion des taux d'intérêt et le contrôle du crédit bancaire sont devenus les instruments clés de la gestion de la politique monétaire du Plan real, les choix qui ont été faits, l'ont été en rapport direct avec le secteur extérieur, l'objectif étant, d'une part, d'attirer les capitaux étranger - lesquels étaient nécessaires pour financer le déficit croissant de la balance courant - et, d'autre part, de lutter contre l'inflation à travers la baisse des prix des produits importés. Mais ils l'ont été aussi en rapport avec le secteur domestique, dans la mesure où il s'agissait de contrôler la demande interne et de rétablir l'équilibre financier du secteur public. Par contre, outre le fait qu'elle avait pour effet d'augmenter les prix à l'exportation, une telle politique, en rendant difficile l'accès au crédit, n'était pas non plus de nature à favoriser les investissements, pourtant nécessaires à la modernisation de l'économie.

Graphique 2. Taux d'intérêt réels moyens

1994-1998



Sources : Banque centrale /DIESSE

La politique des changes

Dans un régime d'hyperinflation, ce qui était le cas de l'économie brésilienne au début des années 90, on assiste inévitablement à la détérioration graduelle de la confiance économique, ce qui favorise la spéculation et les anticipations inflationnistes. La stabilisation de variables clés comme le taux de change et les taux d'intérêt devient fondamentalement importante pour renverser un tel processus. Ce qui explique les choix qui ont été faits et ce, malgré les effets négatifs sur l'économie que nous venons d'évoquer.

Lorsque fut conçue la politique des changes, l'équipe économique croyait qu'avec la globalisation des marchés financiers, il ne manquerait pas de capitaux étrangers disponibles pour financer les déficits du compte courant, à condition toutefois que la monnaie soit stabilisée et que soient mises en oeuvre des réformes économiques libérales.

La gestion de la politique cambiale du Plan real a suivi deux phases, entre lesquelles s'est intercalée la crise mexicaine de la fin de 1994.

Au départ, la politique de change reposait sur un régime de fluctuations surveillées, c'est-à-dire de libre fluctuation de la monnaie, avec intervention de la banque centrale seulement quand le réal tendait à rompre la parité avec le dollar (R\$1=1\$E.U.). Comme la monnaie pouvait varier à l'intérieur d'une bande de fluctuation et comme les taux d'intérêt élevés attiraient beaucoup de capitaux étrangers, la politique monétaire finit par entraîner la valorisation graduelle du real. En même temps, le

processus d'ouverture commerciale a été accéléré. Depuis le gouvernement Collor (1991), le Brésil a mis en place une politique très claire d'ouverture commerciale et financière. Ainsi, comme conséquence des facteurs décrits ci-dessus, l'apparition de déficits importants était inévitable au niveau de la balance commerciale. Afin d'éviter la formation d'anticipations sur la dépréciation de la monnaie, les taux d'intérêt ont été maintenus à un niveau très élevé, avec le résultat que l'économie brésilienne est entrée dans un cercle vicieux de valorisation de sa monnaie et de détérioration de ses comptes extérieurs. C'était inévitable dans un contexte d'ouverture financière et de maintien d'un grand différentiel entre les taux d'intérêt domestique et internationaux, lequel différentiel était fondamental pour attirer les capitaux étrangers et équilibrer les comptes courants.

**Tableau 1 : Taux d'intérêt et taux de change
1993-1998**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Taux d'intérêt nominal	2960,4	1136	53,1	27,1	24,6	28,6
Taux de change : R\$ / US\$	0,12	0,85	0,97	1,03	1,11	1,2

Source : Banque centrale du Brésil

La crise du peso mexicain à la fin de 1994 eut des effets immédiats sur les flux de capitaux dans tous les pays d'Amérique latine qui utilisaient le taux de change comme instrument de lutte contre l'inflation. Le Brésil n'a pas fait exception puisqu'on assista à une fuite massive de capitaux, les investisseurs étrangers anticipant une dévalorisation du real comme cela avait été le cas du peso mexicain. Le Brésil réagira : (i) en relevant de nouveau les taux d'intérêt afin d'éviter la chute de ses réserves internationales ; (ii) en reculant dans son processus de libéralisation commerciale, notamment en augmentant ses tarifs sur les produits importés ; (iii) en changeant la gestion de la politique cambiale, avec la création d'un régime de bandes de fluctuation.

Plus d'une fois, le Brésil laissera clairement entendre qu'il n'adopterait jamais un régime de change avec point d'ancrage, comme l'avaient fait le Mexique et l'Argentine. Le régime des changes entre 1995 et 1997, correspondait à une fluctuation contrôlée - appelé techniquement « change administré » - et non à un système de fixation de parité nominale. Ce régime permettait de changer périodiquement les limites de la bande, sans créer une indexation formelle.

Au début des années 90, il y avait abondance relative de liquidités internationales en Amérique Latine, ce dont profitera le Brésil pour accumuler des réserves internationales. Ainsi, lorsque la réforme monétaire du Plan real commença, le Brésil disposait d'un grand stock de devises en caisse. C'est ce qui explique pourquoi,

L'équipe économique a alors jugé que les conditions étaient réunies pour utiliser la politique de change pour vaincre l'inflation. La brève discussion sur les éléments de la politique des changes nous permet de conclure qu'à court terme, l'équipe économique a pris la décision de laisser une certaine autonomie aux mouvements du taux de change nominal, mais, à moyen terme, la soutenabilité d'une telle politique exigeait que les taux d'intérêt fussent maintenus à des niveaux assez élevés. Cette politique a eu pour effet d'entraîner en retour une baisse de la croissance économique, une augmentation du chômage, et une augmentation de la dette externe.

Le processus de privatisation

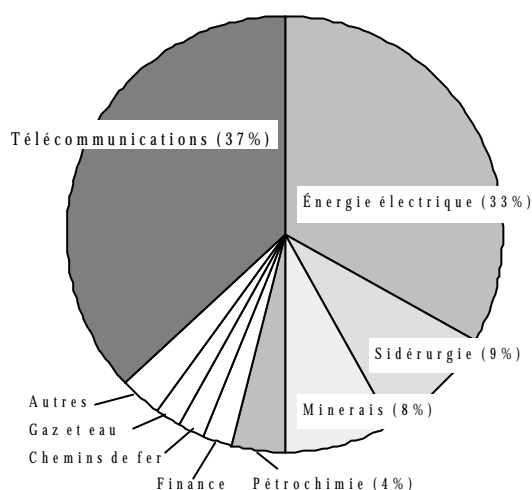
En appui aux mesures de stabilisation, le Brésil avait adopté, dès le début des années 1990, un ambitieux programme de privatisation du secteur public. Le Plan real vient renforcer ce processus. Le Programme national de désétatisation (PND) va reposer sur deux agents principaux, le Conseil national de désétatisation (CND) et la Banque nationale de développement économique et social (BNDES). Le CND est un organe qui relève directement du Président de la République, et la BNDES est l'organisme responsable de la gestion de la politique de privatisation. La privatisation du secteur financière est toutefois coordonnée par la banque centrale. Dans le processus de privatisation deux moyens de paiements sont prévus : la monnaie (real) et les "monnaies de privatisation", qui représentent des dettes du gouvernement fédéral. De cette façon, le gouvernement pouvait réduire sa dette interne. C'est le président de la république qui prend la décision de fixer le pourcentage de monnaie courante et de monnaie de privatisation à chaque processus de privatisation.

Les objectifs du Programme national de désétatisation consistaient à :

- promouvoir la modernisation de l'ensemble de l'économie ;
- libérer l'État de sa fonction d'entrepreneur économique ;
- diminuer la part du secteur public dans l'économie ;
- attirer les investissements directs internationaux ;
- augmenter l'influence et la part du secteur privé dans l'économie ;
- favoriser la compétitivité des produits brésiliens sur les marchés internationaux.

Entre 1990 et 1999, le gouvernement a ainsi privatisé plus de 70 entreprises, ce qui lui a permis d'amasser plus de 17 milliards de dollars. La privatisation a été appliquée davantage dans les secteurs considérés auparavant comme des secteurs stratégiques pour le développement du pays. Parmi les secteurs qui ont été touchés par ce programme mentionnons, notamment, la pétrochimie, les mines, la sidérurgie, les télécommunications, les engrais, l'électricité, les transports et le secteur financier. Pour l'année 2000, le gouvernement prévoit la privatisation de la Banque de l'État de Sao Paulo et Petrobras, entre autres. Le graphique 3 donne, en pourcentage, la répartition par secteur de privatisation.

Graphique 3 : Privatisations entre 1991 et 1999
par secteur d'activité



Sources : <http://bndes.gov.br/pndnew/already.htm>

LES RÉSULTATS

L'examen de la politique économique du Plan real fait ressortir un vaste éventail de résultats. Quelques facteurs sont nouveaux et découlent de la stratégie d'action du plan, d'autres remontent à une époque beaucoup plus ancienne. Nous aborderons quelques résultats de cette stratégie de gestion économique. Tout d'abord, nous pouvons déjà annoncer que l'ensemble des actions du gouvernement a donné des résultats contradictoires, car, si l'inflation fut maîtrisée en redonnant sa valeur à la monnaie, la politique économique a aussi été responsable de l'apparition de nouveaux problèmes macro-économiques, notamment sur le plan de la croissance et sur le plan extérieur.

L'inflation

En ce qui concerne l'inflation, le Plan de stabilisation fut une grande réussite. Le Brésil connaissait un des taux d'inflation les plus élevés au monde au cours des années 80 et au début des années 90 (avec des taux de 2.500% par an) ; en l'espace

de quelques années, ce taux fut ramené à moins de 10% par an. Définitivement, le Brésil est entré dans une période de basse inflation. Pendant les 38 dernières années (1961-1999), le Brésil n'avait connu une baisse de l'inflation qu'à trois reprises seulement auparavant (1970, 1972 et 1973). C'est donc dire à quel point ce résultat est important. (voir tableau 20)

Le combat contre l'inflation dépendait de la possibilité de mettre fin au mécanisme d'indexation. Ce qui fut fait avec l'introduction de l'URV en mars 1994. De plus, le gouvernement a utilisé la politique de change et l'ouverture des marchés comme instruments pour réduire l'inflation. Le contrôle du taux de change et la libéralisation des importations ont fait baisser les prix des produits. Le niveau général des prix des produits importés a influencé à la baisse celui des produits internes. Et comme prévu, l'inflation a fortement chuté.

Tableau 2 : Inflation annuelle,
Indice des prix de gros et indice des prix à Sao Paulo

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Prix de gros	2708,2	1093,9	14,8	9,3	7,48	1,7	20
Indice des prix à Sao Paulo	2491	1173	23,2	10	4,83	-1,8	8,64

Source : Institut brésilien de géographie et de statistique

Par contre, cette politique a créé des déséquilibres dans la balance commerciale et dans la balance des paiements. L'équipe économique du gouvernement n'ignorait pas les effets sur les comptes extérieurs et les comptes publics d'une telle politique. Elle estimait cependant que les déséquilibres seraient progressivement corrigés, au fur et à mesure que les réformes économiques, macro-économiques et structurelles produiraient leurs effets. Autrement dit, les mesures prises étaient draconiennes, mais elles étaient nécessaires pour rétablir la confiance en la monnaie d'une part, et elles devaient être de courte durée, le temps que se recréent les conditions favorables à la croissance, d'autre part.

Bien entendu, une baisse du niveau d'inflation signifie un maintien du pouvoir d'achat. Avant le Plan real, bien que les salaires fussent corrigés tous les mois, l'augmentation des prix était toujours plus rapide. Pour les salariés, la stabilisation des prix signifiait une augmentation de leur pouvoir d'achat (voir graphique 5) ; et, pour les entreprises, un environnement économique plus prévisible. Pour les épargnants et les milieux financiers, une telle politique n'avait aussi que des avantages. Ceci explique sans doute pourquoi le Plan de stabilisation fut une réussite non seulement sur le plan de la lutte contre l'inflation, mais aussi sur le plan politique comme le

confirmera la réélection, presque sans surprise, du président Cardoso en 1998, un phénomène observé également dans d'autres pays d'Amérique latine.

La croissance économique

Les premiers mois du Plan real sont marqués par une croissance économique rapide. Cependant, entre 1995 et 1999, le taux de croissance a commencé à décliner graduellement, surtout après la crise mexicaine de 1994-1995 et la crise asiatique en 1997 (tableau 3 et graphique 4). Cette tendance à la baisse est une conséquence directe du mixage des politiques monétaire et des changes pour lutter contre l'inflation, mais aussi de la fragilité de l'économie brésilienne sur la scène internationale. D'autre part, l'économie brésilienne était devenue plus dépendante des capitaux internationaux, donc plus vulnérable aux humeurs des investisseurs étrangers. Enfin, la surévaluation du real défavorisait grandement les producteurs brésiliens, tant sur le marché local que sur les marchés internationaux.

Tableau 3 : Taux de variation du PIB

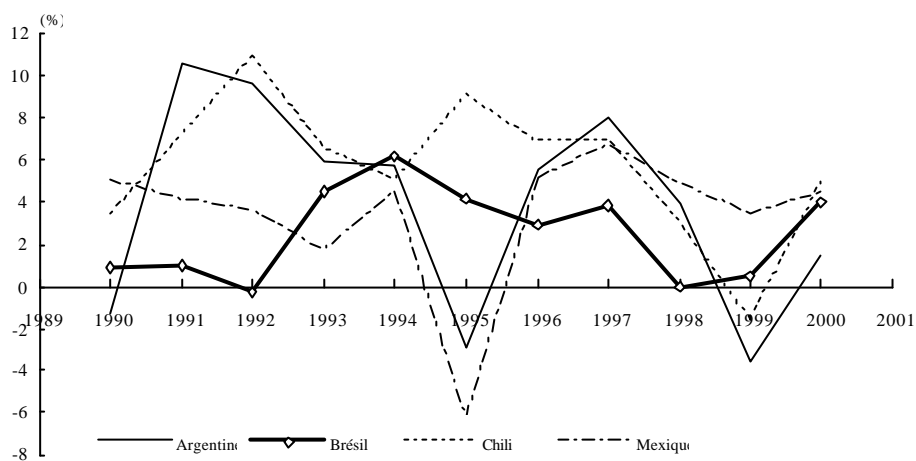
1993-1999, taux annuels

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB	4,9	5,9	4,2	2,8	3,7	0,15	0,8
Industrie	7,0	6,7	1,9	3,7	5,5	-1	-1,4
Agroindustrie	-0,1	5,5	4,1	4,1	2,7	0,4	7,7
Services	3,2	4,5	4,5	1,9	1,2	0,7	1,1

Source : Institut brésilien de géographie et de statistique

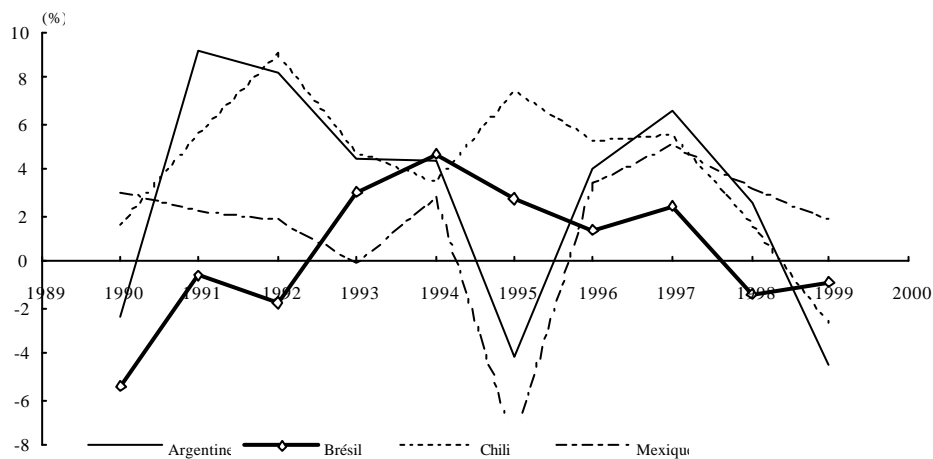
Le maintien de taux d'intérêt élevés, bien qu'utile pour assurer le niveau de réserves internationales nécessaire à la stabilisation des changes, a, non seulement, eu pour effet de créer des conditions peu favorables à la croissance économique, mais aussi de rendre celle-ci beaucoup plus instable. À ceci vient s'ajouter le fait que, malgré les effets stimulants du Mercosur sur le commerce extérieur, l'économie brésilienne souffrait d'un problème de compétitivité. À cet égard, les réformes économiques, bien qu'ambitieuses, rencontrèrent de multiples difficultés dans leur mise en application, et, d'une manière générale, ont tardé à produire leurs effets sur le plan structurel. Tout ceci fit en sorte que, dans les années 1990, l'économie n'a enregistré un taux de croissance significatif, de (6%), qu'en 1994. Les autres années, la croissance n'a été, au mieux, que de 3% à 4% par an, plus bas que ce qui était nécessaire pour diminuer le taux de chômage. Déjà, en 1998, avec un taux de croissance d'à peine 0,15 % du PIB, et une baisse de 1% de la production industrielle, on voyait clairement poindre les problèmes : l'économie avait accumulé une capacité de production oisive considérable, ce qui n'était pas de nature à favoriser l'investissement et l'équilibre des finances publiques.

Graphique 4 : Évolution du PIB,
Brésil, Argentine, Chili, Mexique,
aux prix de 1995



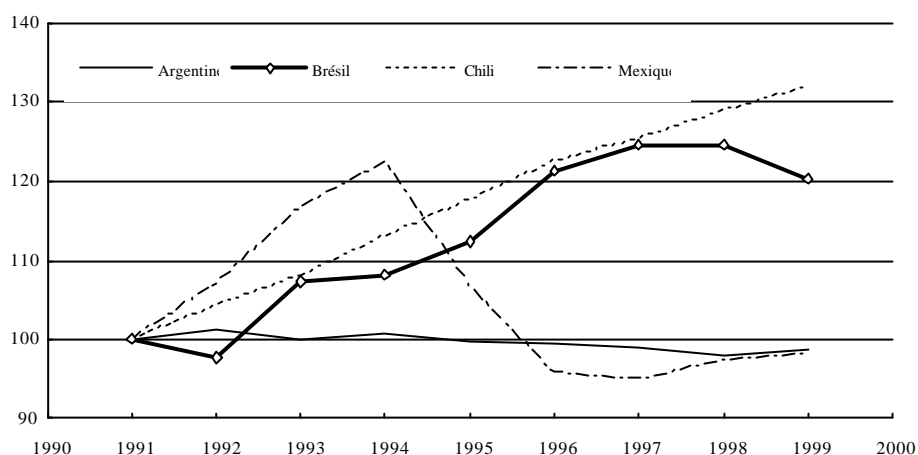
Sources : CEPAL, *Indicadores Económicos*, 1999 ;
OCDE, *Perspectives économiques*, déc. 1999.
2000 : prévisions.

Graphique 5 : Évolution du PIB par habitant
Brésil, Argentine, Chili, Mexique,
aux prix de 1995



Sources : CEPAL, *Indicadores Económicos*, 1999.

Graphique 6 : Évolution du salaire réel moyen
Brésil, Argentine, Chili, Mexique,
aux prix de 1995, 1991 = 100



Sources : CEPAL, *Indicadores Económicos*, 1999.

La dette publique

Comme nous l'avons souligné, le maintien de taux d'intérêt élevé, a provoqué des effets contradictoires. D'un côté, cette mesure favorisait l'entrée des capitaux étrangers ; de l'autre, elle a provoqué des effets négatifs sur l'économie : une baisse du taux de croissance, un fardeau très lourd sur les comptes publics, et de nombreuses faillites d'entreprises. En ce qui a trait aux comptes publics, les hauts taux d'intérêt ont entraîné une surcharge financière et rendu impossible un ajustement significatif tel que prévu initialement. D'autre part, le gouvernement a rencontré de nombreuses difficultés pour baisser le niveau des dépenses primaires, ce qui mettait en évidence la nécessité de réaliser les réformes structurelles. En plus, l'analyse du profil de la dette du gouvernement fédéral montre qu'il était relativement difficile pour ce dernier d'allonger le terme des titres publics sur le marché interne. Ces différents facteurs ont fait qu'après avoir connu un excédent, de l'ordre de 1.1 % du PIB en 1994, les comptes publics vont connaître d'importants déséquilibres à partir de 1995 : -7,2% du PIB en 1995 ; -5,9% en 1996 ; -6,1% en 1997 ; -8% en 1998. Et ce, sans qu'il ne soit vraiment possible pour le gouvernement d'y remédier malgré les engagements pris. Résultat : la dette publique nette va passer, en pourcentage du PIB, de 30,5% en 1995 à 33,5% en 1996, 34,5% en 1997 et 43,5% en 1998.

La balance des paiements

Le balance des paiements est formée de deux éléments : le compte courant, soit la balance commerciale et la balance des services, laquelle inclut les paiements au titre des revenus de placements ; et (2) le compte de capital, qui inclut toutes les transactions financières avec l'extérieur.

Depuis le début du Plan real, dans un contexte de valorisation du change et d'ouverture des marchés, la balance commerciale est fortement négative, avec le résultat, comme le montrent le tableau 4 et le graphique 7, que le déficit du compte courant s'est creusé pour atteindre plus de 4 % du PIB en 1997 et 1998.

Tableau 4 : Indicateurs extérieurs

Milliards de \$E.U.

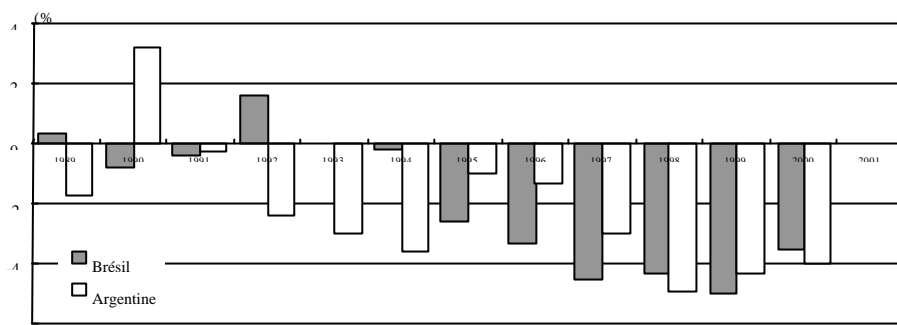
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Transactions courantes							
Exportations	38,6	43,6	46,5	47,8	53,2	51,1	48
Importations	25,3	33,1	50	53,3	59,8	57,6	49,2
Solde (biens)	13,3	10,5	-3,5	-5,5	-6,6	-6,5	-1,2
Solde des biens et services	8,7	5,5	-10,6	-13,4	-19,6	-16,5	
Solde des revenus de placement	-10,3	-9,1	-11,1	-11,9	-16,4	-19,6	
Solde du compte courant	0	-1,2	-18,1	-23,3	-30,5	-33,8	
Réserves	32,2	38,8	51,8	60,1	52,2	44,6	
Dettes extérieures	145,7	148,3	159,3	179,9	200	234,7	
Dettes / Exp. (en %)	377,5	340,1	342,6	376,4	377,4	459,3	

Source : Banque centrale du Brésil ; FMI : *Statistiques financières Internationales*, janvier 2000

Il est clair qu'au début du Plan real, les conditions favorables à l'utilisation de la politique des changes comme instrument anti-inflationniste étaient présentes. Cependant, le gouvernement a abusé de cette politique et, en conséquence, il y a eu un déplacement de problème : la baisse de l'inflation s'accompagne maintenant d'un déséquilibre externe croissant. D'un autre côté, si la croissance économique est nécessaire à la poursuite des réformes structurelles et aux investissements productifs, toute accélération de celle-ci risque d'aggraver le déficit à travers les importations et, ce faisant, d'augmenter les tensions sur les marchés des changes.

Graphique 7 : Solde du compte courant

Brésil et Argentine, 1989-2000, en % du PIB

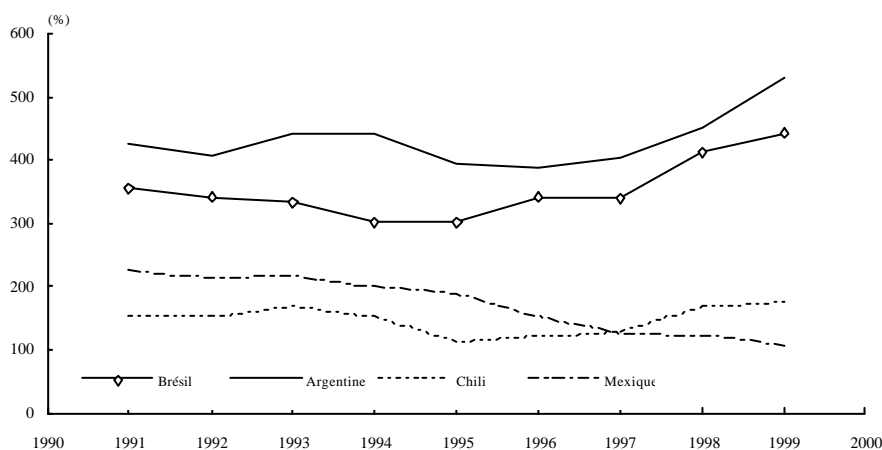


Sources : FMI, *Statistiques financières internationales*
1999 : estimations ; 2000 : prévisions

Le graphique 8 nous donne la dette extérieure totale, en pourcentage du PIB, pour quatre pays d'Amérique latine : le Brésil, l'Argentine, le Chili et le Mexique. Il permet de constater deux choses : premièrement, alors que le poids de la dette est stable au Chili, du moins jusqu'en 1997, et orienté à la baisse au Mexique, il s'alourdit au contraire au Brésil et en Argentine à partir du milieu des années 1990. Deuxièmement, sans être extravagant, le degré d'endettement des deux principaux membres du Mercosur, le Brésil et l'Argentine, est aujourd'hui quatre et cinq fois respectivement, plus élevé que celui du Mexique.

Graphique 8 : Dette extérieure totale

Brésil, Argentine, Chili et Mexique, 1991-1999, en % du PIB



Sources : CEPAL, *Indicadores Económicos*, 1999. World Bank, *Global Finance Development*
1999 1999 : estimations

S

Le graphique 9, quant à lui, illustre le degré d'ouverture des économies brésilienne et argentine, tel que mesuré par le rapport au PIB des importations et des exportations de biens et services, en prix constants de 1995. Dans les deux cas, le solde est déficitaire : depuis 1991, dans le cas de l'Argentine, et depuis 1993-1994, dans le cas du Brésil. Second constat : mis à part le fait que, dans les deux cas, le taux de pénétration des importations étrangères a considérablement augmenté depuis 1990, pour passer de 6% environ du PIB à 16% entre cette date et 1998 dans le cas du Brésil, et de 4% environ du PIB à plus de 16% dans le cas de l'Argentine, on peut noter la quasi stagnation de la part des exportations pour le Brésil depuis la mise en place du Plan real, et une légère augmentation pour l'Argentine. En tenant compte du fait que le commerce bilatéral entre ces deux pays a considérablement augmenté depuis la mise en place du MERCOSUR, on peut prendre toute la mesure de l'importance des enjeux commerciaux de cet accord, et de son rôle de soupape de sûreté dans un contexte de libération du commerce.

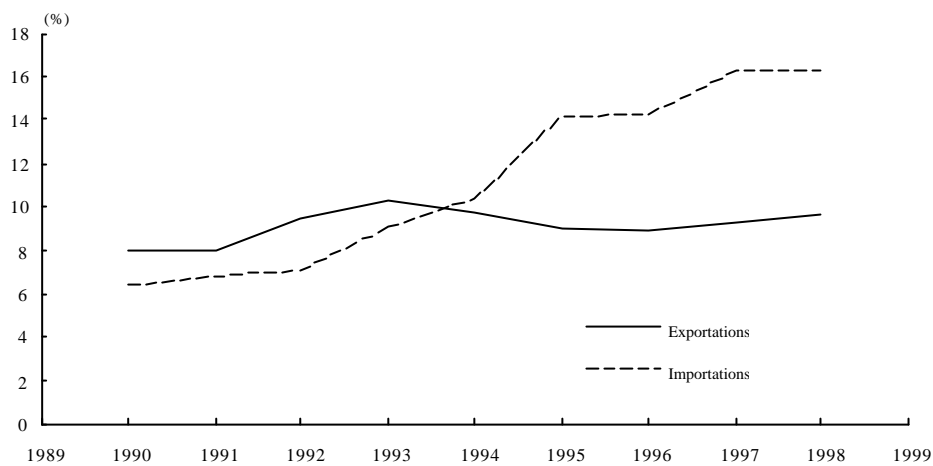
*

* *

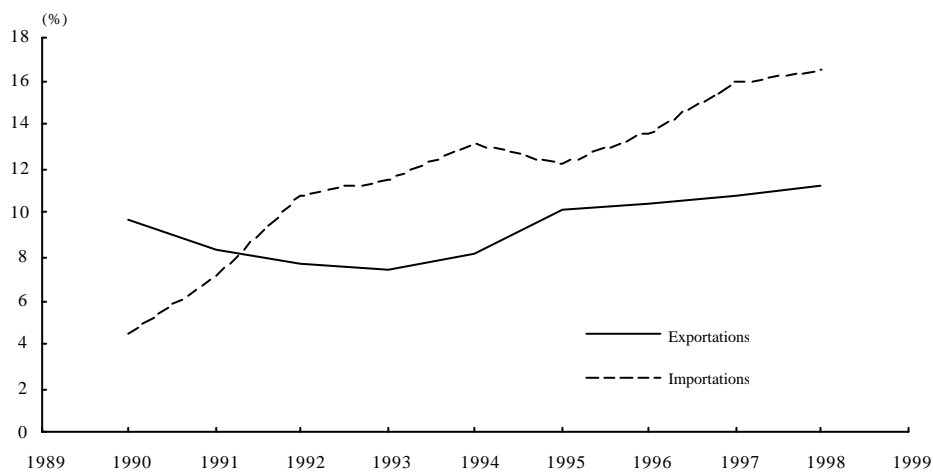
En résumé, bien que l'inflation ait été vaincue, le Brésil rencontre encore beaucoup de difficultés à créer les conditions d'une croissance économique soutenable à long terme. Parmi les problèmes que nous pouvons identifier : (i) un taux de croissance en dessous du potentiel de l'économie ; (ii) le faible dynamisme des exportations ; (iii) le déficit de la balance commerciale ; (iv) le maintien d'une grande différence entre les taux d'intérêt internes et externes ; (v) les déséquilibres dans les comptes publics ; (vi) le fort endettement interne et externe ; (vii) et le taux de chômage élevé. Ce qui fait quand même beaucoup !

Graphique 9 : Exportations et importations de biens et services
en pourcentage du PIB, à prix constants de 1995, en %

Brésil



Argentine



Sources : CEPAL, *Indicadores Económicos*, 1999.

LA CONJONCTURE EN 1999

La crise du Real

Bien que la Banque Centrale ait commencé à partir du mois de mai de 1998 à mettre graduellement en place un système de bandes de fluctuations, lequel pouvait éventuellement aboutir à un régime de change libre dans le futur, l'approche était alors de réaliser de petits ajustements et d'élargir progressivement la bande jusqu'à ce que la valeur du real sur les marchés corresponde à sa valeur réelle. Cette stratégie d'ajustement graduel fut mise en échec au moment de la crise russe. En raison d'une forte diminution des réserves, le gouvernement a essayé de soutenir le change en élargissant la bande de fluctuation mais, après deux jours de vains efforts, il fut obligé d'introduire un régime de libre fluctuation.

Pour bien comprendre la séquence des événements qui ont poussé le gouvernement à abandonner sa politique de réajustement graduel du change, il faut retourner au contexte de la crise asiatique. Après les turbulences d'octobre 1997, et afin de maintenir cette politique, le gouvernement dû se résoudre à prendre une série d'actions pour réduire le déficit budgétaire d'une part, et augmenter de nouveau les taux d'intérêt d'autre part. Cependant, en raison des difficultés politiques internes, il ne put procéder à l'ajustement fiscal annoncé. En outre, comme les capitaux étrangers affluaient de nouveau vers le Brésil (les réserves atteignirent un niveau record en avril 1998) et comme les élections approchaient, le gouvernement n'était que modérément disposé à mettre en œuvre les réformes fiscales.

La reprise des flux de capitaux étrangers vers le Brésil refléta la confiance des investisseurs étrangers à l'égard de ce qui avait été annoncé, une confiance d'autant mieux justifiée que l'inflation avait été maîtrisée. Cette confiance s'effrita cependant peu à peu, au fur et à mesure que les investisseurs prirent conscience des problèmes économiques et des difficultés du gouvernement à tenir ses engagements. Parmi les sources d'inquiétudes, mentionnons, entre autres, (i) la fragilité de la politique fiscale ; (ii) le retournement jusque là favorable des exportations, en raison des incertitudes sur les marchés internationaux et de la chute des prix des produits de base ; (iii) le déficit élevé du compte courant ; (iv) l'augmentation des engagements externes à court terme ; (v) le chute du niveau des réserves, celles-ci fléchissant (or non compris) de 69,6 milliards au premier trimestre de 1998 à 43,9 milliards de dollars au deuxième trimestre puis à 42,9 au troisième. (Elles tomberont à 31,9 milliards au premier trimestre de 1999).

Avec la crise russe, ce tableau déjà sombre prit une dimension plus grave, en raison de la situation fiscale du pays, toujours sans solution, et de la baisse aussi subite que brutale des flux des capitaux vers les pays en développement.

Encore une fois, le gouvernement essaya de répondre à cette situation par l'annonce de mesures budgétaires destinées à rééquilibrer les comptes publics. Il entendait poursuivre sa politique de gradualisme fiscal, une politique qui devait cependant être renforcée par l'augmentation des contributions des fonctionnaires à leur système de sécurité social, ainsi que par la mise à contribution des États au programme de redressement fiscal du gouvernement fédéral. D'un autre côté, le gouvernement était finalement parvenu à une entente avec le FMI. Mentionnons qu'à l'époque, la dette totale des États envers le gouvernement fédéral était évaluée à plus de 96 milliards de dollars, et que 17 des 27 États étaient plus ou moins au bord de la faillite. Outre le fait qu'il mettait à sa disposition des ressources financières de l'ordre de 41 milliards de dollars, cet accord apportait au gouvernement un appui de taille, sa politique macro-économique étant, dans l'ensemble, jugée tout à fait adéquate par le FMI pour éliminer les déséquilibres dont souffrait l'économie.

Cependant, après quelques tentatives pour essayer de faire adopter son Programme de stabilité fiscale - la réforme de la sécurité sociale, par exemple, fut votée par le Congrès après plus de trois ans de discussions -, le gouvernement subit un échec cuisant lorsque vint le moment d'augmenter les contributions des fonctionnaires à leur régime. Le rejet de cette mesure eut un impact immédiat sur les flux de capitaux, les sorties de capitaux s'accéléraient en décembre, atteignant près de \$E.U. 120 millions par jour sur le marché libre. Le climat politique devait se détériorer davantage encore après l'annonce par le gouvernement du Minas Gerais d'un moratoire sur le paiement de la dette envers le gouvernement fédéral, ce qui mettait en doute l'objectif du surplus budgétaire.

Les problèmes internes et externes ont considérablement affaibli la crédibilité du Brésil à l'étranger. Début 1999, il était clair que le Brésil éprouvait de plus en plus de difficulté à attirer les capitaux étrangers malgré des taux d'intérêt élevés. En plus, la Banque Centrale était obligée de vendre de grandes quantités de devises étrangères pour défendre le real sur le marché des changes. Le 13 janvier, le directeur de la banque centrale, Gustavo Franco, est remplacé par Francisco Lopes. Comme première mesure, la nouvelle direction modifia les bandes de fluctuations du real, celles-ci étant fixées à R\$/E.U.\$ 1,20 et R\$/1,32. Cette nouvelle façon d'orienter le taux de change, techniquement appelé de "bande diagonale", marquait l'abandon du régime de bandes contrôlées par la banque centrale et donnait plus d'autonomie au marché pour définir le taux de change. Selon le communiqué officiel 6.560, la valeur centrale du real à l'intérieur de la nouvelle bande, était fixée à R\$/E.U.\$ 1,26, et la variation à chaque trois jours pouvait être de 4,76% à la hausse ou à la baisse. Cependant, la nouvelle formule d'établissement du taux de change n'a pas bénéficié de la confiance du marché puisque le jour même de cette annonce, le taux de change devait subir une dévalorisation plus forte que prévue, les capitaux continuant de quitter le pays. Devant cette situation, la banque centrale dû émettre le 15 janvier 1999 un nouveau communiqué (6.563), annonçant qu'à partir de ce jour là, elle s'abstenait d'opérer sur le marché de change. Autrement dit le régime de bandes contrôlées était temporairement suspendu. Le dollar sera coté ce jour là à R\$/E.U.\$

1,4659. Cette mesure n'eut que peu d'effet, sinon d'accroître la nervosité du marché et d'augmenter la défiance des investisseurs envers le Plan real. La banque centrale, par le Communiqué 6.565, prit alors la décision de laisser flotter la monnaie. À partir de ce moment, le real commença à se déprécier rapidement ; le 29 janvier, dernier jour d'affaire du mois, le dollar était vendu à R\$/E.U.\$ 1,9832. Pendant tout le premier trimestre en 1999, le real a vécu de fortes oscillations : il clôturait le mois de février à R\$/E.U.\$ 2,0648 et le mois de mars à R\$/E.U.\$ 1,722. Il devait tomber au plus bas le 3 mars, à R\$/E.U.\$ 2,1647. Le 4 mars, le directeur de la banque centrale sera encore une fois remplacé, par Arminio Fraga Neto.

À ce tableau déjà préoccupant s'ajoutait une forte baisse des réserves internationales qui oscillaient autour du niveau plancher de \$E.U. 20 milliards. Depuis lors, les choses se sont quelque peu rétablies, les réserves s'établissant à la fin de l'année 1999, autour de 40 milliards de dollar.

L'année 1999

L'activité économique en 1999 a enregistré une meilleure performance que celle qui était projetée par le FMI. En mars, le FMI prévoyait une baisse du PIB de -3,5%, chiffre qui sera révisé en juin à -1%. Selon les premières estimations, c'est finalement avec une augmentation de 0,8% que le PIB terminera l'année 1999. En fait, il apparaît que l'économie brésilienne a traversé beaucoup mieux que prévu la tourmente financière. Le gouvernement, tirant habilement partie de celle-ci, parvint à faire passer ses réformes fiscales, avec le résultat que son programme économique retrouva la confiance des investisseurs étrangers. Ce qui, en retour, permit de desserrer plus rapidement les mesures de restrictions financières qui avaient été prises et de réduire graduellement les taux d'intérêt.

Les indicateurs présentent le tableau suivant : le seul secteur qui enregistre une forte croissance, 7,7%, est l'agroindustrie, en raison d'une récolte record et de la croissance de la production animale; le secteur des services a crû de 1,1%, la dévaluation du real ayant stimulé le tourisme et les investissements dans le secteur hôtelier de telle façon que pour l'année prochaine, ce secteur devrait encore enregistrer une bonne croissance ; quant à l'industrie manufacturière, elle enregistre une baisse de production de l'ordre -1,4%, les secteurs les plus affectés étant ceux des biens de capital et des biens de consommation durable, plus sensibles aux conditions de crédit que les autres.

Après quatre ans de stabilisation, la dynamique des prix est très différente de celle de l'époque de l'inflation. La fin des mécanismes d'indexation et l'augmentation de la flexibilité du marché du travail ont permis que, le changement des prix relatifs, dû au réajustement monétaire, ait peu d'impact sur le taux d'inflation. Deux autres facteurs ont également contribué à ce résultat : le processus de décélération de l'activité économique (récession) et la bonne performance de la récolte agricole en 1999. Ceci

explique pourquoi l'impact de la dévaluation monétaire sur l'inflation a finalement été moindre que prévu.

L'inflation a enregistré une augmentation de 8,64% en 1999, selon l'indice des prix à la consommation pour la ville de Sao Paulo. Elle dépasse le plafond annuel de 8% fixé par le gouvernement, la majeure partie de l'augmentation est due aux ajustements des prix administrés, en particulier les tarifs d'électricité (19,2%) et le prix de l'essence (50,8%). Les prix administrés correspondent aux prix qui sont déterminés ou influencés par un organe du gouvernement. Ces prix sont fixés indépendamment des conditions du marché et des interactions de l'offre et de la demande. À partir de juillet 1999, le gouvernement a mis en vigueur un régime de cibles en matière d'inflation : celle-ci ne doit pas dépasser 8% par an en 1999, 6% en 2000 et 4% en 2001. Il revient à la banque centrale d'atteindre ces objectifs par le biais de la politique monétaire. Le maintien des taux d'intérêt à des niveaux élevés répond à deux objectifs : attirer les capitaux et freiner la croissance économique afin d'empêcher les pressions inflationnistes de se développer. Après une augmentation des taux d'intérêt au début de 1999, la banque centrale a réduit graduellement les taux au jour le jour ; ceux-ci ont atteint 19% au mois de novembre et décembre, soit le niveau le plus bas depuis le début du Plan real en juillet 1994.

L'ajustement fiscal demeure encore l'élément de base du rétablissement de la stabilité économique à moyen terme. Le gouvernement a réussi à atteindre ses objectifs budgétaires et à dégager, en 1999, un surplus primaire de R\$ 25 milliards soit (2,5% du PIB), contre seulement R\$ 4,4 milliards en 1998.

En 1999, la conjoncture internationale a été défavorable au Brésil. Les principaux produits exportés ont souffert d'une réduction de prix, tandis que les prix des produits importés ont continué leur tendance à la hausse. À cause de cette détérioration des termes de l'échange (de 18%), les prix moyens des exportations ayant enregistré une baisse de 11% et les importations une hausse de 7%, la dévaluation du change n'a pas donné les résultats attendus. De plus, en raison des difficultés économiques des pays voisins, de l'Argentine en particulier, les exportations du Brésil vers les pays d'Amérique Latine ont diminué de 32 % au cours des six premiers mois de l'année. Le déficit commercial devrait être de l'ordre de 1.2 milliards de dollars en 1999, et le déficit du compte courant se situer aux alentours de 4.5% du PIB. Toutefois, il faut noter que les investissements étrangers ont de nouveau afflué vers le Brésil. On estime que les investissements directs devraient être de l'ordre de 30 milliards de dollars, dont près de 2 milliards serviront à acquérir les entreprises privatisées.

Tableau 5 : Investissements internationaux

Flux nets, milliards de \$E.U., 1993-1998

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Investissements directs	0,8	2,1	3,5	11,7	18,6	29,2
Investissements de portefeuille	12,3	44,7	9,3	20,8	7,1	13,1

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales*, 1995

Comment expliquer le fait que la crise du real n'ait eu qu'un impact négatif limité sur l'économie brésilienne, en contraste avec ce qui s'est passé au Mexique en 1995 ? Une première raison tient au fait que le passif en devises étrangères des entreprises est peu élevé ; la dévalorisation de la monnaie n'a donc pas eu d'impact significatif sur le système productif et financier et ce, contrairement aux autres pays émergents qui ont traversé le même genre de crise monétaire.

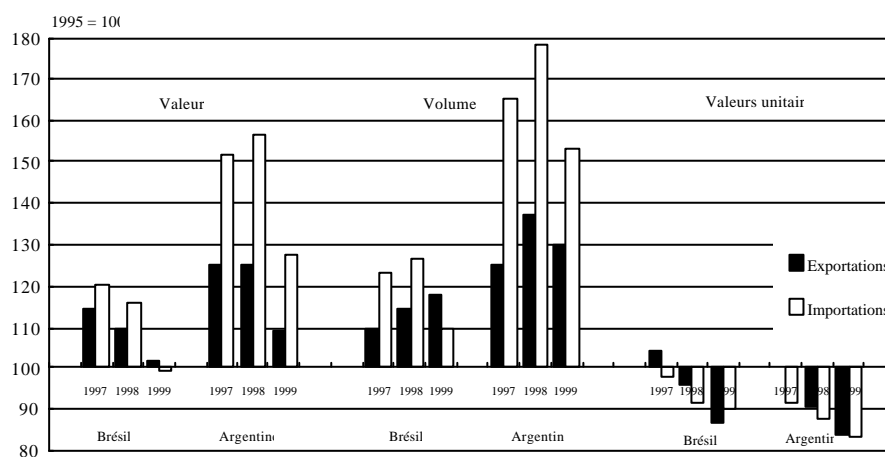
En second lieu, l'accord avec le FMI a joué grandement dans le retournement des anticipations négatives. L'argent obtenu du FMI a été utilisé pour stabiliser les marchés des changes et aussi pour rétablir la crédibilité du Brésil auprès des investisseurs internationaux. En contrepartie, les mesures prises dans un climat d'urgence ont montré le sérieux et la détermination du gouvernement à poursuivre les réformes économiques en cours. Enfin, comme autres facteurs, on peut invoquer le fait que l'économie brésilienne n'est que très modérément dépendante des marchés extérieurs, beaucoup moins que ne peut l'être celle du Mexique par exemple. Ce à quoi s'ajoute aussi le fait qu'elle est pour les investisseurs étrangers, avec celle du Mexique d'ailleurs, l'une des économies du continent qui offre le plus grand potentiel de croissance et les meilleures perspectives d'investissements. Il est significatif de constater à cet égard qu'entre 1994 et 1998, le Brésil a reçu à lui seul près du tiers des investissements directs étrangers (IDE) qui sont entrés en Amérique latine et dans les Caraïbes, ce qui le place en première place, devant le Mexique (27 %) et l'Argentine (10 %). En 1999, les premières estimations de la CEPALC montrent que le Brésil reste toujours la première destination, devant l'Argentine et le Mexique.

**Tableau 6 : Balance commerciale, (biens)
et dette extérieure publique,**
1999, milliards de \$E.U.

	Exportations	importations	Solde	dette ext. publique
janvier	2,95	3,65	-0,7	134,4
février	3,27	3,16	0,11	134,6
mars	3,83	4,05	-0,22	112,8
avril	3,71	3,67	0,04	111,1
mai	4,39	4,08	0,31	111,5
juin	4,31	4,46	-0,15	113,4
juillet	4,12	4,03	0,09	113,4
août	4,28	4,46	-0,18	119,8
septembre	4,19	4,24	-0,05	117,5
octobre	4,3	4,46	-0,16	117,2
novembre	4	4,53	-0,53	114,4
décembre	4,67	4,42	0,25	
Total	48,02	49,21	-1,19	

Sources : Banque centrale du Brésil

**Graphique 10 : Indices des exportations et des importations de
marchandises**
1997, 1998 et 1999, 1995 = 100



Sources : CEPAL, *Indicadores Económicos*, 1999.
1999 :données préliminaires

PERSPECTIVES POUR L'ANNÉE 2000

Selon le ministère de l'Économie, la politique économique vise à maintenir les taux d'intérêt annuels autour de 19,0% pour l'an 2000. On prévoit également une croissance économique annuelle de 3,2%, avec une inflation contenue en deçà de la cible fixée de 6%, ce qui est réaliste compte tenu du fait que l'économie est bien en deçà de son potentiel de croissance.

Le gouvernement entend encore poursuivre le réajustement des comptes publics afin d'atteindre un surplus primaire d'environ 36,8 milliards R\$, soit 3,25% du PIB. Cependant, il faut tenir compte du fait qu'il y aura des élections municipales, ce qui est propice à l'augmentation des dépenses publiques. Compte tenu toutefois de la fermeté affichée par le gouvernement, l'impact devrait être limité et les engagements pris envers le FMI devraient être tenus. Le gouvernement travaille avec l'hypothèse que la conjoncture internationale sera plus favorable l'année prochaine. Pour l'année 2000, il s'attend à ce que le balance commerciale affiche une sensible amélioration et enregistre un surplus. Trois facteurs devraient jouer en ce sens : (i) les effets de la dévaluation sur les exportations doivent être plus forts qu'en 1999, surtout si, comme le prévoient les divers scénarios, la croissance économique repart dans les pays voisins, l'Argentine faisant toutefois exception ; (ii) l'économie mondiale devrait enregistrer une croissance plus rapide, encore que l'on s'attend à un ralentissement, voire à une récession, aux États-Unis ; (iii) la tendance à la hausse observée à la fin de 1999 des prix des produits exportés par le Brésil devrait se poursuivre, et ce faisant, améliorer les termes de l'échange. Ces différents facteurs conjugués, le gouvernement s'attend à un solde positif de la balance commerciale d'environ 4 milliards de dollars, avec une hausse des exportations de 16,6%, une hausse de 6% des importations, et un déficit du compte courant pouvant atteindre 20 milliards de dollars, soit environ 3,2 % du PIB.

Tableau 6 : Indicateurs socioéconomiques

MERCOSUR		ARGENTINE	BRÉSIL	PARAGUAY	URUGUAY	CHILI *
Superficie (Km) (2)		2 776 889	8 456 508	406 752	177 508	756 629
Population (milliers)	1998	36 123	165 851	5 222	3 289	14 824
moins de 15 ans (%)	1998	28,1	30	40,5	24,9	29
60 ans et plus (%)	1998	13,3	7,5	5,2	17,1	9,9
Taux de croissance annuel moyen (%)	89-98	1,2	1,3	2,5	0,6	1,4
Population rurale (%)	1998	12,9	17,4	46,5	14,4	11,9
Densité (nombre d'habitants au Km) (2)	1998	13	19,6	12,8	18,5	19,6
Indicateurs sociaux						
Mortalité infantile (taux par 1000)	1997	22	34	23	16,4	11
Espérance de vie (années)	1997	73,1	67	69,7	73,7	75,2
Coefficient de Gini (distr. des revenus, %)	1989	0,46	0,63	0,52	0,42	0,57
Salaire minimum réel (1995 = 100)	1998	98,5	110,9	100,7	102,7	109,5
Taux de scolarisation-secondaire	1996	76,8	47,4	43,5	81,7	74,9
N. années de scolarité (de plus de 25 ans)		7,2	3,9	5,1	7	6,7
Indicateurs économiques						
PIB par habitant (taux moyen annuel)	89-98	2,4	0,4	0,1	2,8	5,9
PIB (taux de croissance annuel moyen)	89-98	3,8	1,9	2,8	3,5	7,6
Agriculture	89-98	2,7	3,7	2,9	3,9	5,1
Industrie	89-98	3,9	0,5	3,1	1,2	6,2
Services	89-98	3,8	2,1	2,7	4,7	7,8
Formation brute de capital fixe (% du PIB)	1998	19,9	21,3	21	15,8	26,5
Épargne domestique brute (% du PIB)	1998	17,4	18,6	7,2	15,3	22,5
Indice des prix à la consom. (12 mois)	1998	-0,7	3	14,6	8,6	4
Solde budg. du gouv. central (% du PIB)	1998	-1,4 ¹	-2,4 ¹	0,1	-1	0,2
Comptes extérieurs						
Taux de change (2)	99	1	1,9	3328,6	11,6	494,5
Nov.						
Bal. Paiements courants (Millions de \$US)	1998	-14 698	-33 825	-3 791	-400	-4 143
Balance commerciale (Millions de \$US)	1998	-3 014	-6 604	-114	-762	-2 516
Solde des paiements courants (% du PIB)	1998	-4,9	-4,4	-3,5	-1,9	4,4
Dette extérieure totale (Millions de \$US)	1998	139 317	191 084	2 042	6 652	31 546
Ratio de la dette (% du PIB)	1998	46,7	23,8	20,5	33,3	43,2
Ratio du service de la dette (% des exp.)	1997	41,8 ³	65,2	10,9	17,6	19,8

Sources : BID, *Statistics and Quantitative Analysis Unit*, 18 octobre 1999

* : Membre associé

Notes : 1. Secteur public non financier

2. Taux de change : Argentine : Pesos/US\$; Brésil : Reals/US\$; Paraguay : Guaranies/US\$; Uruguay : Pesos/US\$; Chili : Pesos/US\$

3: 1998.

LES EFFETS DE LA DÉVALORISATION DU REAL SUR LE MERCOSUR

Pour comprendre les difficultés actuelles du Mercosur, il faut analyser la différence de perception qu'ont l'Argentine et le Brésil du sens à donner à ce projet régional d'intégration. Mais, auparavant, quelques rappels s'imposent.

La population du Brésil est cinq fois plus importante que celle de l'Argentine ; son territoire trois fois plus grand et son PIB deux fois plus grand. (tableau 7). Tandis que le Brésil a reçu presque le tiers des exportations argentines des dernières années, l'Argentine a reçu à peine le septième des exportations brésiliennes. Le graphique 1 montre, en pourcentage des exportations et des importations totales, la part du commerce bilatéral pour chacun des deux pays. On le constate, le commerce bilatéral entre l'Argentine et le Brésil a rapidement progressé depuis le début des années 1970. Toutefois, la part du Brésil dans les exportations argentines a progressé plus rapidement que celle de l'Argentine dans les exportations brésiliennes. Dans le cas des importations, les évolutions ont été similaires, à ceci près toutefois que la part du Brésil dans les importations totales de l'Argentine est deux fois plus élevée que celle de ce pays dans les importations brésiliennes. Ces parties ont aussi été ramenées en pourcentage du PIB (graphique 12), ce qui permet d'avoir une meilleure vision encore du caractère quelque peu asymétrique de la relation commerciale qui unit les deux pays.

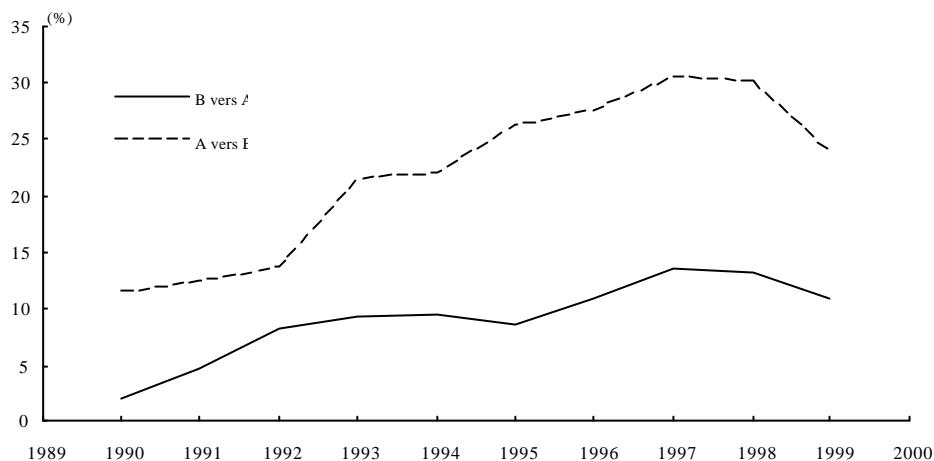
Après l'ALENA et l'Union Européenne, le Mercosur est le troisième plus grand bloc d'intégration économique au monde. Il représente environ 12% du territoire du monde, 3% de sa population, 4% de son P.N.B., et 3% du commerce mondial. À eux deux, l'Argentine et le Brésil, représentent les deux tiers de l'Amérique du Sud en termes de PIB. Ce sont eux qui donnent le sens de la dynamique régionale ; le Paraguay et l'Uruguay, deux petits pays, n'ont ni le poids économique ni l'influence politique suffisante pour imposer vraiment leurs vues à l'alliance.

Pour l'Argentine, le Mercosur et sa relation privilégiée avec le Brésil répondent surtout à des objectifs d'ordre économique et commercial. De son côté, le Brésil perçoit le Mercosur davantage comme un enjeu de politique extérieure et un moyen de favoriser son intégration compétitive à l'économie mondiale.

Graphique 11 : Commerce bilatéral Brésil-Argentine

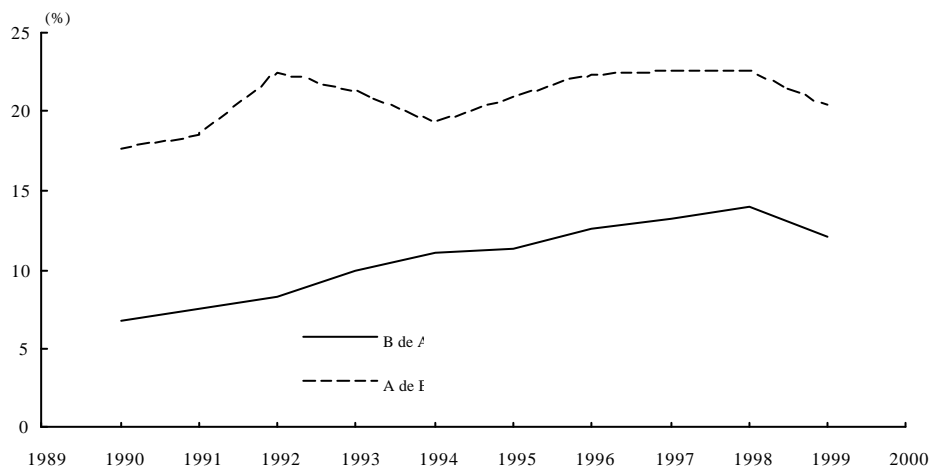
En pourcentage des exportations totales, 1989-1999

Exportations



Note : B vers A : part de l'Argentine dans les exportations du Brésil ;
A vers B : part du Brésil dans les exportations de l'Argentine

Importations



Sources : IMF, *Directions of Trade Statistics*, janvier 2000.

Note : 1999 : estimations

B de A : part de l'Argentine dans les importations du Brésil ;

A de B : part du Brésil dans les importations de l'Argentine

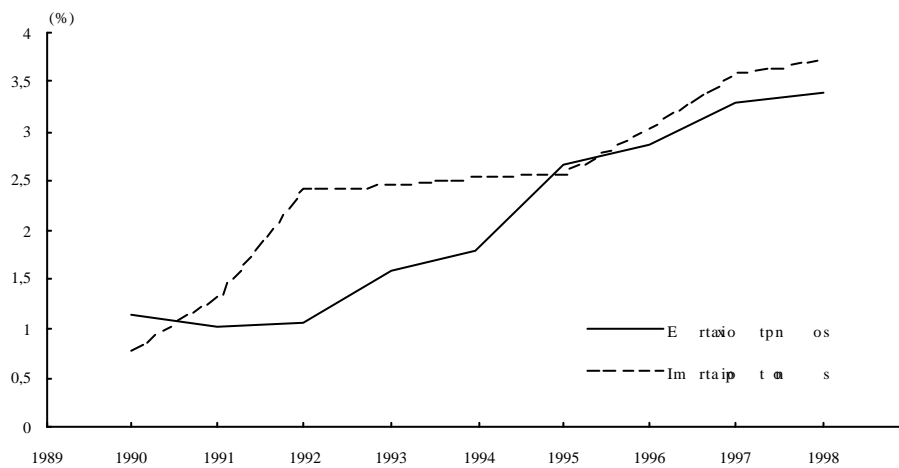
Graphique 12 : Commerce bilatéral Brésil-Argentine

en pourcentage du PIB, à prix constants de 1995

Part de l'Argentine dans les exportations et les importations du Brésil



Part du Brésil dans les exportations et les importations de l'Argentine



Sources : CEPAL, *Indicadores Económicos*, 1999 ;
IMF, *Direction of Trade Statistics*, décembre 1999

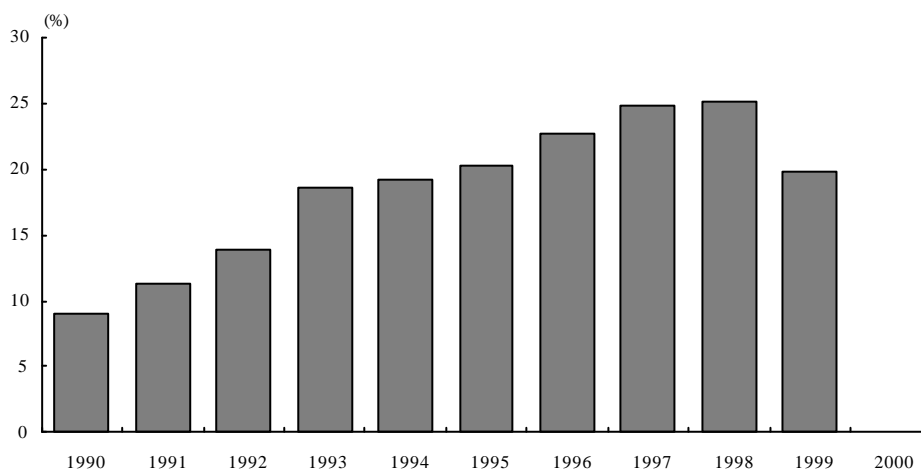
L'année 1999 a été une année économiquement et politiquement difficile pour le Mercosur. La dévaluation du real a provoqué de grands changements dans les parités réelles entre les monnaies de la région et introduit un élément de perturbation dans le commerce intra-régional. C'est ce que permet de constater le graphique 13, le commerce intra-régional ayant fortement reculé en 1999.

Au moins deux questions se sont avérées critiques pour l'avenir du Mercosur. La première est de nature économique et porte sur trois points : les disparités monétaires, résultat de la dévaluation du real, la chute de l'activité économique et la baisse du commerce réciproque.

Depuis 1991, c'est la première fois que les principales économies de la région n'ont pas eu de croissance simultanée. Au cours du premier semestre 1999 uniquement, le commerce intra-Mercosur a diminué de 30%, un événement sans précédent depuis la création du bloc.

Graphique 13 : MERCOSUR : commerce intrarégional

Exportations, en pourcentage des exportations totales



Sources : IMF, *Direction of Trade Statistics*

1999 : données préliminaires

Avec la dévaluation du real, de 26% par rapport au peso argentin jusqu'au mois d'août, les entrepreneurs argentins ont, pour la première fois, commencé à percevoir le Mercosur et leurs relations avec le Brésil comme un problème et non plus, comme c'était le cas jusque là, comme un moyen de développer de manière sécuritaire leurs exportations. La crainte que les produits brésiliens "envahissent" le marché argentin et provoquent au même temps une chute de leurs exportations vers le Brésil est devenue maintenant une réelle préoccupation. À la fin de l'année, les données

commerciales entre les deux pays ont montré que les dommages du libre commerce ont été moindres que prévu à l'origine, même si, dans quelques secteurs, les effets ont été plus évidents. Mais le mal est fait. Trois questions ont été à l'agenda des autorités argentines après la dévaluation du real : (i) comment administrer les impacts provoqués par les disparités de change ; (ii) comment résoudre les problèmes provoqués par l'augmentation des importations des produits brésiliens sur un marché devenu plus difficile en raison de la récession; (iii) et, comment éliminer les mesures de restriction aux importations et les subventions aux exportations qui distordent le commerce intra-régional.

Comme il était impossible d'atteindre, à court terme, un niveau convenable de coordination des politiques économiques, l'Argentine a cherché à négocier avec le Brésil, le Paraguay et l'Uruguay des "mesures échappatoires" de nature limitée et temporaire dans certains secteurs sensibles. Les secteurs et produits qui ont davantage attiré l'attention sont : la sidérurgie, les chaussures, les papiers, le textile, les produits laitiers, le riz, la production porcine, l'aviculture. Il y a eu également quelques accords dans les secteurs de la chimie et du plastique. Pour l'Argentine, il y avait urgence de prendre de telles mesures, car la dévaluation du real menaçait de provoquer une détérioration des avantages mutuels, principal fondement de tout processus d'intégration entre nations souveraines. Mais ces mesures ne sont que des mesures de sauvegarde, justifiées dans un contexte où la dollarisation de l'économie argentine empêche tout réajustement monétaire, - donc toute flexibilité en matière commerciale. C'est toutefois la troisième question comment éliminer les restrictions brésiliennes aux importations et les aides aux exportations – qui prend la plus grande place dans l'agenda du Mercosur depuis 1998.

Déjà, en juin 1998, l'Argentine avait décidé d'en appeler de manière formelle de la décision prise, en 1997 par le gouvernement du Brésil d'adopter des mesures commerciales restrictives (communiqué n 37, 1997). C'était la première fois que deux pays membres recourent au mécanisme d'arbitrage prévu par le Protocole de Brasilia de 1991. La décision finale a été favorable à la thèse argentine, avec le résultat qu'à partir du 1er janvier 2000, aucun pays du Mercosur ne pourra utiliser légitimement des mesures non-douanières dans le commerce réciproque. Lors du Sommet d'Asunción de juin 1999, les pays du Mercosur se sont également entendus pour adopter un programme destiné à faciliter les opérations de commerce intra-régional. Ce programme devait permettre d'adopter, en décembre 1999, des mesures qui assurent l'élimination des restrictions au commerce. Il reste maintenant à voir comment, dans les faits, ce programme sera mis en œuvre.

Le deuxième problème n'est pas de nature économique mais de nature systémique et institutionnelle : alors que les pays membres traversent une conjoncture économique difficile, le Mercosur et ses institutions n'ont pu formuler de réponses efficaces. Dans un contexte de changement brutal des parités monétaires, le système a démontré au contraire un manque de flexibilité et une incapacité flagrante à faire face à une situation de crise financière qui a dégénéré en crise commerciale.

Revenons sur la question des “mesures échappatoires”. L’Argentine avait exprimé le besoin de recourir à de telles mesures avant et après la dévaluation du real. Il l’a fait, pour la première fois, en 1994, à Ouro Preto (Brésil), à l’occasion d’un sommet du Mercosur. À l’époque, il était clair que les discussions dans le champ de la coordination macro-économique n’avaient guère enregistré de progrès significatifs. En 1996, à Fortaleza (Brésil), l’Argentine devait présenter une proposition formelle de régime de sauvegarde pour le Mercosur. Et, en 1998, l’Argentine avait encore une fois attiré l’attention sur les risques qu’il y avait de continuer à développer le commerce intra-régional sans un système de coordination macro-économique, les pays n’ayant d’autre choix que de prendre des mesures de sauvegardes lorsqu’il y avait urgence. Ce n’est toutefois qu’en janvier 1999, après la dévaluation du real, qu’ont été formulées quelques propositions qui vont dans ce sens. Mais, là encore, il reste à voir si ces propositions vont se concrétiser ou bien, au contraire, si les pays continueront, comme par le passé, à faire cavalier seul en cas de crise, avec pour conséquence de mettre le Mercosur sous tension.

Une analyse rétrospective de l’intégration des pays du Mercosur montre que le processus est soumis à une sorte de “stop and go”. L’expérience passée montre en effet que, si le projet intégratif a à plusieurs reprises été confronté à des situations de crise - parfois très graves comme on a pu le voir en 1998 et 1999 - en aucune façon les problèmes n’ont été insolubles, ni n’ont freiné le processus d’intégration du Cône Sud. Bien au contraire, ce sont les difficultés rencontrées, naturelles dans la construction d’une intégration économique et politique entre différents pays, qui, chaque fois, ont fourni l’occasion de faire avancer l’intégration. Comme l’expérience de l’Europe l’a bien montré dans le passé, ces difficultés sont souvent l’occasion, pour les pays concernés, d’adapter les institutions aux nouvelles situations et de faire passer ainsi l’intégration à des niveaux supérieurs. Dans le cas présent, deux facteurs poussent dans ce sens : l’Argentine et le Brésil ont trop besoin l’un de l’autre, d’une part ; et la conjoncture économique et politique semble aujourd’hui plus favorable à l’apaisement des conflits commerciaux que ce n’était le cas durant les deux dernières années, d’autre part. Autre facteur favorable : les négociations commerciales hémisphériques sont actuellement au ralenti. L’administration présidentielle américaine est sortie affaiblie de ses démêlés commerciaux avec le Congrès, ce qui laisse un certain répit à l’Argentine et au Brésil pour trouver une solution aux problèmes commerciaux qui ont envenimé les relations à l’intérieur du MERCOSUR et ainsi se replacer en position de force dans les négociations comme cela avait été le cas lors du Sommet hémisphérique de Santiago du Chili d’avril 1998. L’année 2000 devrait donc s’avérer cruciale, tant pour l’avenir de cette organisation régionale que pour l’avenir des relations commerciales à l’intérieur de l’hémisphère. La stratégie du cavalier solitaire reste cependant toujours tentante, surtout s’il apparaît, comme ce fut le cas dans les années 1980, que l’intégration régionale semble davantage être pour les pays concernés un problème qu’une réponse aux problèmes auxquels ils sont confrontés. Les appuis politiques, plusieurs fois réitérés en 1999, au projet régional laissent entrevoir que, si le scénario le plus optimiste, celui d’une coopération

macroéconomique étroite entre les pays accompagnée éventuellement d'une intégration monétaire, a peu de chance de se vérifier à très court terme, le scénario pessimiste, celui du cavalier solitaire, peut être écarté. C'est plutôt vers une sorte de scénario médian, comme ce fut toujours le cas jusqu'ici, que l'on semble évoluer.

CONCLUSION

Tout au long des années 80 et au début des années 90, le processus inflationniste a fait que la monnaie a perdu ses fonctions de réserve de valeur et d'unité de compte, étant graduellement remplacée par des "quasi-monnaies" pour l'exercice de ces fonctions. Face à la détérioration du climat économique et à la perte de confiance en la monnaie, le contrôle des changes est devenu un élément central du programme de désinflation et de rétablissement de la valeur de la monnaie. Pour mettre fin à l'inflation, il fallait briser les anticipations inflationnistes et rétablir la confiance en la monnaie, ce qui passait par la stabilisation du change et l'élimination des mécanismes formels d'indexation. C'est ce raisonnement qui peut expliquer la réussite à court terme du Plan real. La mise en oeuvre de ce plan a provoqué un changement significatif dans la gestion économique, permis au gouvernement de rétablir sa capacité de contrôler les politiques économiques et, finalement, mis fin au processus inflationniste. Cependant, le rétablissement du standard monétaire, n'a pas suffi à lui seul à assurer la transition de la phase de la lutte contre l'inflation à celle de la consolidation de la stabilité macro-économique nécessaire à la fois au redressement à long terme de l'économie et à la poursuite des réformes économiques. Autrement dit, si la stabilisation monétaire est une condition *sine qua non* de tout redressement économique, le programme de stabilisation s'est surtout limité à l'objectif immédiat d'éliminer l'inflation. Il n'a pas évolué vers un scénario de stabilité à moyen terme accompagné d'une croissance économique soutenue.

Bien que les politiques mises en oeuvre dans le cadre du Plan real représentent un progrès par rapport aux tentatives de stabilisation des années 80 et 90, on détecte cependant une série d'inconsistances entre les objectifs à court terme et ceux à moyen terme. La gestion de la politique des changes est un exemple très clair. La valorisation de la monnaie, entre 1994 et 1998, conjuguée à une politique d'ouverture commerciale, a provoqué des déficits majeurs de la balance courante et augmenté la vulnérabilité du secteur extérieur, ainsi que la dépendance du pays à l'égard des financements étrangers. Enfin, les mêmes facteurs qui ont permis la désinflation, se sont avérés aussi être des obstacles à l'avancement vers la pleine stabilité. L'aspect contradictoire réside dans le fait que la stabilisation interne s'est appuyée sur une variable potentiellement instable, le taux de change. L'utilisation des flux internationaux de capitaux, qui était un élément clé dans la stabilisation du taux de change, a également introduit un élément de vulnérabilité supplémentaire dans

l'économie. La dévaluation du real en janvier 1999 ne vient que confirmer la fragilité de l'économie face à la volatilité des capitaux internationaux et remettre en question la possibilité d'atteindre la stabilité en même temps que la croissance économique à moyen terme lorsqu'un programme de stabilisation monétaire n'est pas accompagné de mesures fiscales appropriées et de mesures à caractère structurel destinées à contrer les effets négatifs d'une monnaie surévaluée sur les comptes extérieurs en économie ouverte. De nouveau, et comme d'autres pays d'Amérique latine en ont fait l'expérience avant lui, on constate qu'au Brésil, l'ouverture de l'économie, bien que nécessaire, a peut-être été trop précipitée, avec le résultat que, si les importations et les entrées de capitaux ont permis au gouvernement d'atteindre plus facilement ses objectifs en matière de désinflation, elles ont également contribué à la déstabilisation de l'économie, à travers le creusement du déficit extérieur et sa perte de compétitivité en particulier. Le Mercosur a permis au Brésil de compenser en partie ces effets négatifs, du moins jusqu'à ce qu'avec la dévaluation du real, prenne davantage conscience de ses faiblesses institutionnelles. Les tensions au sein du Mercosur ont également été exacerbées par une conjoncture économique internationale défavorable et les difficultés économiques auxquelles ont été confrontés ses deux piliers l'Argentine et le Brésil. Les quatre pays ont néanmoins réitéré leur appui politique au projet d'intégration régionale. Il en ressort que, si les difficultés rencontrées ne remettent pas en question l'existence du Mercosur en tant que mécanisme d'intégration et de développement économique régional, le débat, par contre, porte maintenant sur la façon de rendre le Mercosur plus efficace dans l'accomplissement de sa mission.

Le Mercosur, avec son projet politique (l'affirmation de la démocratie) et son plan économique (la création d'un marché commun) est un grand et prestigieux projet qui pourra permettre aux pays membres de renforcer leur crédibilité mondiale. C'est aussi un instrument politique de développement qui peut permettre à ces pays de mieux gérer leur ouverture sur l'extérieur. Il reste à voir, maintenant que les difficultés économiques et politiques commencent à être surmontées, quel programme vont se donner les pays membres pour en renforcer les structures. Les débats en cours autour de la coordination des politiques macroéconomiques, de même que ceux plus récents, autour d'une possible union monétaire, devraient servir de test à cet égard.

BIBLIOGRAPHIE

- Almonacid, Ruben e Scrimini, Gabriel (1999), « O desequilíbrio externo e a taxa de câmbio », *Revista de Economia Aplicada do Departamento de Economia da USP*, São Paulo, janeiro.
- Azambuja, Marcos (2000), « Um decálogo para o Mercosul », *Revista de Política Externa*, Paz e Terra, São Paulo, dezembro-janeiro-fevereiro.
- Banco Central do Brasil (1996), *Relatório Anual*. (www.bcb.gov.br)
- Banco Central do Brasil (1997), *Relatório Anual*. (www.bcb.gov.br)
- Banco Central do Brasil (1998), *Relatório Anual*. (www.bcb.gov.br)
- Banco Central do Brasil (1999), « Análise do Mercado de Câmbio », *Relatório Trimestral*, janeiro a março. (www.bcb.gov.br)
- Banco Central do Brasil (1999), *Relatório de Inflação*, dezembro. (www.bcb.gov.br)
- Banco Central do Brasil (1999), *Relatório de Inflação*, junho. (www.bcb.gov.br)
- Banco Central do Brasil (1999), *Relatório de Inflação*, setembro. (www.bcb.gov.br)
- Banco Central do Brasil, Secretaria de Política Econômica (1999), *Boletim de acompanhamento macroeconômico*, junho-julho. (www.bcb.gov.br)
- Banco Central do Brasil, Secretaria de Política Econômica (2000), *Programação monetária para o primeiro trimestre e para o ano 2000*, fevereiro (www.bcb.gov.br)
- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (1999). *Privatização*. (www.bndes.gov.br)
- Belluzzo, Luiz Gonzaga (1999), « Plano Real: do sucesso ao impasse », *Revista de Economia Aplicada do Departamento de Economia da USP*, São Paulo, janeiro.
- Brasil, Confederação Nacional do Comércio (1999), *Síntese da economia*, Rio de Janeiro, abril.
- Brasil, Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos (1999), *Cinco anos de Plano Real*. (<http://www.dieese.org.br>)
- Brasil, Ministério das Relações Exteriores (1996), *Mercosul*, Brasília, maio.
- Brasil, Presidência da República, Secretaria de Comunicação Social (1999), *Cinco anos de Plano Real* (<http://www.planalto.gov.br>)
- Brasil, Presidência da República, Secretaria de Comunicação Social (1995), *Fatos e Dados sobre o Brasil do Real*, Brasília.

- Brasil, Presidência da República, Secretaria de Comunicação Social (1997), *Três anos de Real*, Brasília.
- Brasil, Presidência da República, Secretaria de Comunicação Social (1998), *Real: quatro anos que mudaram o Brasil*, Brasília.
- Brazil, Federative Republic of Brazil, Ministry of Finance (1996), *The Real plan (after eighteen months) current situation and prospects*, Brasilia, february.
- Brazil, Ministry of Finance (1999), *Five years of the Real Plan: stability and development*, Brasilia.
- Cardoso, Fernando Henrique (2000), « Governança progressiva para o século XXI », *Revista de Política Externa, Paz e Terra*, São Paulo, dezembro-janeiro-fevereiro.
- Carvalho, Carlos Eduardo (1999), *As finanças públicas no Plano Real*, FUNDAP, São Paulo.
- Carvalho, Carlos Eduardo (1999), *Surpresas da economia brasileira depois da desvalorização*, FUNDAP, São Paulo, julho.
- Carvalho, Fernando J. Cardim de (1994), « Reforma monetária, indexação generalizada e o plano de estabilização », *Revista de Economia Política da Universidade Federal de Pernambuco*, abril.
- Flores, Jorge Oscar de Mello (1996), *A economia brasileira em gráficos*, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.
- Franco, Gustavo H. B. (1994), « O Plano Real e outros ensaios ». *Revista de Economia Aplicada do Departamento de Economia da USP*, São Paulo, janeiro.
- Giambiagi, Fábio (2000), « Mercosul: a unificação monetária faz sentido? », *Revista de Política Externa, Paz e Terra*, São Paulo, dezembro-janeiro-fevereiro.
- Grabendorff, Wolf (2000), « A relação da União Européia e América Latina », *Revista de Política Externa, Paz e Terra*, São Paulo, dezembro-janeiro-fevereiro.
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (1998), *Carta de Conjuntura*, dezembro.(www.ipea.gov.br)
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (1999), *Boletim de Conjuntura*, janeiro.(www.ipea.gov.br)
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (1999), *Boletim de Conjuntura*, abril.(www.ipea.gov.br)
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (1999), *Boletim de Conjuntura*, julho.(www.ipea.gov.br)
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (1999), *Boletim de Conjuntura*, outubro.(www.ipea.gov.br)

- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (1999), *Carta de Conjuntura*, junho.(www.ipea.gov.br)
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2000), *Boletim de Conjuntura*, janeiro.(www.ipea.gov.br)
- Junior, Paulo Nogueira Batista (1999), « O Brasil depois do Plano Real », *Revista de Economia Aplicada do Departamento de Economia da USP*, São Paulo, janeiro.
- Pastore, Affonso Celso e Pinotti, Maria Cristina (1995), *Câmbio e inflação*, Instituto Nacional de Altos Estudos, Rio de Janeiro, maio.
- Peña, Félix (2000), « Sobre o futuro do Mercosul », *Revista de Política Externa, Paz e Terra*, São Paulo dezembro-janeiro-fevereiro.
- Ramos, Ana Paula (1998), *Estabilização e política econômica: a experiência do Plano Real*, Tese de Mestrado na UNICAMP, Campinas, outubro.
- Ribeiro, Airton (1998), « Privatization of telecommunications does away with infrastructure bottleneck », *Review Brazil Now*, september.
- Sainz, Pedro y Calcagna, Alfredo (1999), *La economía brasileña ante le Plan real y su crise*, (<http://www.eclac.cl/espanol/investigacion/series/coyuntura/lcl1232p/intro.htm>)
- Sayad, João (1999), « A política cambial do Plano Real », *Revista de Economia Aplicada do Departamento de Economia da USP*, São Paulo, janeiro.
- Simonsen, Mario Henrique (1994), *Trinta anos de indexação*, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.
- Simonsen, Mario Henrique (1995), *Novos desafios da economia brasileira*, Instituto Nacional de Altos Estudos, Rio de Janeiro, janeiro.