

La Problématique du Taux d'Intérêt au Brésil

Tshimanga kabutakapua PHILIPPE¹

Résumé : Le Brésil est le pays où le taux d'intérêt réel est le plus élevé et qui a aussi présenté une croissance économique médiocre et très volatile parmi les pays émergents pendant les dix dernières années. La pratique des taux d'intérêt élevés inhibent les investissements productifs et favorisent la spéculation financière. La réalisation des excédents primaires en place depuis l'adoption de la politique monétaire de ciblage d'inflation n'a pas encore permis une réduction sensible des taux d'intérêt. Cet article a pour objectif d'ouvrir le débat sur le sujet et discuter les hypothèses qui peuvent expliquer les raisons de la pratique des taux d'intérêt élevés ainsi que les recommandations de politique qui visent la baisse des taux d'intérêt.

Mots-clés : Politique monétaire ; Ciblage d'inflation ; Taux d'intérêt réel ; Excédents primaires, Pays émergents.

Resumo : O Brasil é o país onde a taxa de juros tem sido a mais alta e também tem apresentado taxa de crescimento econômico baixa e instável entre os países emergentes nos últimos dez anos. A prática de taxa de juros elevada inibe os investimentos produtivos e favorecem a especulação financeira. A realização de superávits primários em curso desde a introdução do regime de metas de inflação não permitiu uma redução sensível das taxas de juros. Este artigo tem como objetivo abrir o debate sobre o assunto e discutir as hipóteses que podem explicar as razões da prática de taxas de juros altas assim como as recomendações de políticas que visam baixar as mesmas.

Palavras-chave: Política monetária; Metas de inflação; Taxa de juros real; Superávits primários; Países emergentes.

I. INTRODUCTION

Cet article a pour objectif de soulever les controverses et divergences récentes sur la politique monétaire au Brésil et discuter les hypothèses sur la pratique des taux d'intérêt élevés au Brésil. Dans une économie ouverte, le taux d'intérêt est un instrument de politique monétaire dont le rôle est très important pour la performance macroéconomique d'un pays. Le taux d'intérêt influence le comportement des principales variables macroéconomiques, qui à leur tour influe sur le bien-être social des citoyens. En fonction de la politique adoptée par un pays sur les fonctions du taux d'intérêt, ce dernier peut influencer le taux de change, la fixation des prix, sur la décision des investissements productifs ou en portefeuille, le flux des capitaux internationaux, la dette publique, le compte courant etc.

Les banques centrales des pays ayant adopté le régime monétaire de ciblage d'inflation utilisent les taux d'intérêt de court terme comme instrument principal de la politique monétaire dans leurs fonctions de réaction. Toutefois, au Brésil ces taux d'intérêt sont considérés extrêmement élevés par rapport à ceux pratiqués dans d'autres pays émergents. L'usage des taux d'intérêt pour des raisons de lutte contre l'inflation dans les pays en développement ou émergents suscite beaucoup de controverses. Dans la plupart des cas il faut que ceux-ci soient maintenus à des niveaux élevés pour contrôler l'inflation. Cette pratique se révèle contreproductive dans la plupart des cas comme nous le verrons dans cet article.

Depuis le début du programme de lutte contre l'inflation au Brésil en 1994, le taux d'intérêt de court terme est utilisé soit pour attirer les capitaux étrangers, nécessaires pour garantir la politique du régime monétaire du taux de change qui a prévalu jusqu'en janvier 1999, soit pour garantir l'équilibre de la balance de paiements. A partir de juin 1999, avec l'adoption du régime monétaire de ciblage d'inflation, le taux d'intérêt de court terme ou le taux directeur de la Banque Centrale du

¹ Maître en Economie et Finances. Actuellement, il est doctorant en Sciences Economiques à l'Université paris 13 et boursier financé par la Fondation CAPES.

Brésil (taux selic) est devenu la variable cruciale dans le modèle utilisé pour maintenir l'inflation à l'intérieur des cibles fixées.

Cependant, l'usage du taux d'intérêt à des fins de lutte contre l'inflation à n'importe quel prix est à la base des controverses entre économistes. Au sein du gouvernement brésilien, la pratique du taux d'intérêt élevé engendre des fortes divergences publiques parmi les principaux décideurs des politiques². Les événements de la crise des *subprimes*³ de l'été dernier aux Etats-Unis (déclenchée en 2006 par un krach des prêts hypothécaires à risque, révélée au monde en février 2007, puis transformée en crise financière mondiale) ont accentué ces controverses ainsi que divergences sur la conduite de la politique monétaire au sein du gouvernement. On constate que le Brésil est le pays où le taux d'intérêt réel est le plus élevé parmi les pays émergents. Indépendamment de la conjoncture macroéconomique internationale du moment, le pays figure à la tête de la liste des pays ayant le taux d'intérêt réel le plus élevé, malgré une relative maîtrise de l'inflation dont jouit le pays pendant les treize dernières années. La raison reste de découvrir pourquoi le Brésil pratique les taux d'intérêt les plus élevés au monde. Plusieurs hypothèses sont alors soulevées. Quand bien même aucune d'entre elles ne puisse donner une réponse définitive à cette problématique, elles nous présentent les pistes qui peuvent être explorées pour que le pays arrive à résoudre le cercle vicieux dans lequel il se trouve.

Cet article est divisé en quatre sections. À part cette introduction, dans la deuxième partie, nous introduisons la problématique du taux d'intérêt au Brésil en survolant les divergences entre les décideurs des politiques au Brésil. La section trois nous conduit à une brève discussion sur les hypothèses sur le maintien des taux d'intérêt élevé au Brésil. Dans la dernière partie nous présentons des conclusions.

II. Problématique de la Pratique des taux d'Intérêt Elevés au Brésil

Depuis le début du programme de lutte contre l'inflation au Brésil en 1994, le taux d'intérêt a été toujours utilisé soit pour attirer les capitaux étrangers dans le but d'augmenter le niveau des réserves internationales (nécessaires à l'époque pour garantir le régime du taux de change en vigueur à l'époque) et aussi pour garantir l'équilibre de la balance de paiements. A partir de juin 1999, avec l'adoption du régime monétaire de ciblage d'inflation, le taux d'intérêt de court terme ou le taux directeur de la Banque Centrale du Brésil (taux selic) sert d'instrument principal dans la lutte contre l'inflation. Même dans ce dernier cas, le taux de change continue encore comme instrument cible, quand bien même non explicite, pour les autorités monétaires dans la recherche de la stabilité des prix. Cette observation est déduite du comportement de la Banque Centrale à partir des interventions presque quotidiennes sur le marché de change. Ce qui montrerait que le taux de change constitue un objectif indirect ou variable intermédiaire de la politique monétaire dans la recherche de l'atteinte des cibles d'inflation fixées.

L'usage du taux d'intérêt dans la lutte contre l'inflation conduit à une pratique ou au maintien de celui à des niveaux élevés. La pratique des taux d'intérêt élevés dans les pays en développement prend ses origines, principalement, à partir des années quatre-vingts⁴. A ce stade, la stabilité monétaire dans les pays les plus avancés devient le principal instrument de régulation macroéconomique, conformément aux préceptes monétaristes. S'impose également une conception libérale du rôle de l'Etat qui doit se désengager de la gestion de l'économie, ce qui aboutit à

² Principalement entre la Banque Centrale et le Ministère des Finances (Ministério da Fazenda). Ces divergences se sont amplifiées dans le deuxième mandat de Lula.

³ *Subprimes* sont des crédits hypothécaires à haut risque.

⁴ On peut dire que la pratique des taux d'intérêt s'est révélée comme conséquence de la stagflation que les grands pays ont connue à la fin des années 1970.

contester l'efficacité de la politique budgétaire (Plihon, 1996). Ainsi, nous sommes arrivés à la libéralisation de l'économie et de la finance.

Ainsi, la pratique des taux d'intérêt élevés dans la plupart des pays émergents et en voie de développement fait partie des politiques économiques recommandées par les institutions financières internationales à partir des années 1980 et aussi des transformations du système capitaliste depuis les événements de la stagflation à la fin des années soixante-dix. Le maintien des taux d'intérêt élevés dans les économies en développement à partir des années quatre-vingts a été considérée comme nécessaire par les financiers internationaux depuis le consensus de Washington pour attirer le capital international et couvrir l'absence de l'épargne interne qui puisse permettre la réalisation des investissements nécessaires pour la croissance économique. Les résultats de ces recommandations des politiques ont été loin des objectifs prétendus.

L'usage du taux d'intérêt au Brésil à des fins de stabilisation des prix est à la base de discussions et controverses au sein du gouvernement et académiques brésiliens. Les controverses sur les taux d'intérêt ou sur la conduite de la politique monétaire au sein du gouvernement se sont accentuées dans le deuxième mandat de Lula, très spécifiquement avec les événements de la crise des *subprimes* aux Etats-Unis et aussi de l'augmentation des prix des matières premières au niveau mondial observée depuis le début de l'année 2008. Si les taux directeurs (Selic) sont élevés, les taux d'intérêt pratiqués par les banques privées sont beaucoup plus élevés et peuvent être considérés comme scandaleux si on les compare à ceux pratiqués ailleurs.

Le taux faible des investissements productifs de la part des entreprises durant les dernières années est étroitement lié à la pratique des taux d'intérêt extrêmement élevés de la part des banques commerciales au Brésil, comme conséquence de la politique des taux d'intérêt élevés de la Banque Centrale. Les taux d'intérêt pratiqués par les banques commerciales sont parfois six fois plus élevés que le taux directeur. Une situation qui rend non viable quelconque projet d'investissement rentable.

Salama (2006) montre à ce sujet qu'il existe une relation banques/entreprises atypique et perverse. L'auteur montre qu'en Amérique Latine, les entreprises empruntent relativement peu aux banques pour investir. Alors que les entreprises des pays développés financent leurs actifs à 70 % par autofinancement, 20 % par endettement et 10 % par l'émission d'actions. Ces chiffres sont respectivement de 80 % pour l'autofinancement et de 20 % pour le reste dans les années 1990. À ce sujet, Christine Peltier (2005) montre dans une étude les différences entre les économies asiatiques et celles de l'Amérique Latine. En Asie, les crédits au secteur privé représentaient en moyenne 72 % du PIB et seulement 30 % en Amérique Latine. Le crédit devient donc inviable avec la pratique des taux d'intérêt prohibitifs.

La plupart des emprunts faits par les entreprises auprès des banques en Amérique Latine, comme le montre Salama (2006), sont surtout pour financer leur capital circulant et non pour investir dans les pays où les taux d'intérêt sont très élevés, comme le Brésil. Lorsque les entreprises demandent des crédits pour financer en partie des investissements, elles le font auprès d'organisme d'Etat spécialisés Banque Nationale pour le Développement Economique et Social (BNDES, pour le Brésil). Même auprès de ce dernier, les taux d'intérêt sont aussi élevés, quand bien même inférieurs à ceux pratiqués par les banques privées. Nous constatons que les banques ont un rôle marginal dans le financement de l'investissement. Les banques financent principalement le déficit de l'Etat en achetant des bons du Trésor très lucratifs. Ce comportement est plus compréhensif étant donné que les banques sont des entreprises actrices dans un système capitaliste et, pour cela, elles doivent avoir un comportement de maximisation de bénéfices ; ce qui veut dire qu'elles sont rationnelles. Cette situation ne peut être solutionnée aussi longtemps que le taux d'intérêt qui rémunère les bons du Trésor sont à des niveaux très élevés.

Pendant que la Banque Centrale des États-Unis (FED) a baissé ses taux directeurs en vue d'atténuer les risques d'une récession économique imminente, la Banque Centrale du Brésil voit dans cette crise américaine une menace inflationniste. Cette menace serait, selon elle, associée à l'ambiguïté sur les éventuels effets de la baisse de l'activité économique nord-américaine et à la reprise de la croissance économique brésilienne soutenue par la consommation interne qui montrerait que la demande serait entrain de croître à un taux supérieur au taux de capacité; ce qui représenterait des tensions inflationnistes supplémentaires pour lesquelles il faut augmenter les taux d'intérêt avant qu'il ne soit trop tard (Valor Econômico, 2008a).

La position du Ministère des Finances du Brésil est différente de celle de la Banque Centrale. Pour le premier, dans un moment actuel, qui augmente les incertitudes sur l'extension de la crise de l'économie américaine, augmenter les taux d'intérêt est une façon de freiner inutilement la croissance économique, ça serait une forme de soumettre l'économie à une thérapie d'une mort lente et progressive (Valor Econômico, 2008b). Une élévation des taux d'intérêt dans un tel environnement va créer une situation de *stop and go* sur l'économie.

Comme, on peut le constater, le Ministère des Finances ne partage pas le point de vue de la Banque Centrale selon lequel les probables tensions inflationnistes observées depuis le mois de décembre au Brésil sont liées à la demande interne, mais plutôt à l'offre - principalement des prix internationaux des matières premières – ces tensions, dans la vision du Ministère des Finances, auraient considérablement diminué pour le Brésil comme cela est démontré par certains indicateurs. Ce qui montre que les taux d'intérêt ne devraient pas être élevés. Le Ministère des Finances s'appuie sur l'ensemble des indicateurs, dont certains sont publiés par la Banque Centrale elle-même, entre autres, le taux d'investissement, la capacité de l'utilisation de l'industrie et les anticipations de l'inflation. Tout démontrant que l'inflation est sous contrôle et que le pays peut croître sans tensions inflationnistes. Ces arguments ne semblent pas avoir convaincu la Banque Centrale assoiffée de sa politique orthodoxe car cette dernière analyse aussi de sa façon la conjoncture internationale sur la crise américaine liée aux *subprimes*, à l'augmentation des prix des matières premières et les effets de l'accélération de la consommation interne qui pourraient échapper au contrôle.

La position du Ministère de Finances est suivie par d'autres institutions tel que l'Institut de Recherche Economique Appliquée (IPEA). Selon les économistes qui représentent cet organe de recherche, une augmentation des taux d'intérêt directeurs serait une action précipitée de la part de la Banque Centrale. Ainsi, la réduction des taux d'intérêt par la Banque Centrale américaine est l'un des indicateurs selon lesquels le Brésil ne peut pas faire le contraire. Une élévation des taux d'intérêt augmenterait davantage l'écart des taux d'intérêt entre le Brésil et d'autres pays émergents. Cet écart stimulera l'entrée des capitaux spéculatifs, contribuant davantage à l'appréciation du Real avec des conséquences négatives sur la production locale et aussi sur le compte courant (Vianna et al, 2008).

Le duel entre les décideurs de politiques au Brésil est remporté par la Banque Centrale qui a initié un processus d'augmentation des taux d'intérêt. Les divergences entre la Banque Centrale et le Ministère des Finances semblent être annulées par la publication des certains indices des prix qui ont montré que l'inflation risque de dépasser les cibles fixées pour l'année en cours. Le Ministère des Finances se montrant en ligne avec la Banque Centrale ces derniers jours. Il est peut être difficile de savoir si le comportement du Ministère des Finances est due à l'acceptation du radicalisme de l'orthodoxie monétaire de la Banque Centrale ou par des pressions au sein du gouvernement pour éviter de transmettre de signes négatifs aux agents sur la coordination de la politique économique du Président Lula.

Quand bien même, l'inflation s'est montrée un peu plus forte que prévue dans le rapport de l'inflation publié par la Banque Centrale, il est important d'observer que les tensions inflationnistes

actuelles, si elles ne sont pas dues à une croissance de la demande globale supérieure à la capacité de production de l'économie brésilienne, l'augmentation des taux d'intérêt ne fera que freiner la croissance inutilement. Le Brésil pouvait avoir d'autres alternatives pour contrôler l'inflation plutôt qu'augmenter les taux d'intérêt. Nous ne croyons pas que la Banque Centrale du Brésil puisse contrôler les tensions inflationnistes mondiales des matières premières. Quand bien même elle peut agir pour freiner que celles-ci ne puissent contaminer la dynamique de l'inflation au Brésil. Le problème se poserait plus sur la dose de l'augmentation du taux d'intérêt que sur la pertinence de son élévation.

Pour augmenter le taux d'intérêt, la Banque Centrale du Brésil fait références dans le Rapport d'Inflation (Mars 2008) aux autres banques centrales de certains pays, selon les termes utilisés dans le Rapport, qui seraient plus ouverts au commerce international que le Brésil, qui ont augmenté leurs taux d'intérêt ou adopté des politiques restrictives depuis le début de l'année 2008 comme forme de freiner l'accélération de tensions inflationnistes observées et espérées dues au *boom* des matières premières et à l'utilisation des facteurs de production dans plusieurs parties du monde. Parmi ces pays, la Banque Centrale cite l'Australie, Chili, Chine, Colombie, Pérou, Pologne, République Tchèque, Russie et Suède.

Il ne nous revient pas de discuter du degré de l'ouverture de ces pays par rapport au Brésil. Cependant, nous remarquons que le *boom* des matières premières (surtout des produits agricoles) n'a pas les mêmes impacts en termes de tensions inflationnistes sur le Brésil par rapport au reste du monde. La plupart des pays cités par la Banque Centrale ont enregistré des taux d'inflation plus élevés que ceux du Brésil en 2007. Le Chili a enregistré une inflation de 7,8 % et la Russie 11 %. Quand bien même la Chine (grand importateur des matières premières) a enregistré une inflation de 4,8 % en 2007, les conditions se sont détériorées en janvier et février 2008, alors que l'inflation a atteint 7,1 et 8,7 % respectivement (Folha de São Paulo, 2008a et 2008b). D'autres pays, même étant grands producteurs du pétrole ont enregistré le taux d'inflation plus élevé que celui du Brésil, c'est le cas de la Russie (11 %) et de l'Iran avec 19 % en 2007. Le Brésil peut se bénéficier beaucoup plus de l'accélération des prix des matières premières, principalement des produits agricoles étant donné que le pays en est grand producteur et exportateur et peut augmenter sa production.

Ce qui vient d'être commenté nous amène à conclure que prendre comme référence la réaction des autorités monétaires de ces pays face au *boom* des matières premières pour justifier l'adoption d'une politique monétaire restrictive semble du moins précipité. Cela ne peut se justifier que par une orthodoxie délibérée de la Banque Centrale. D'autre part, il s'agit de choc d'offre mondial auquel la politique monétaire d'une banque centrale à elle seule ne peut pas faire grand-chose.

La Banque Centrale semble s'omettre au fait que les pays auxquels elle se réfère ont connu une très forte croissance économique ces dernières années pendant que le Brésil a enregistré une croissance médiocre. Ces pays ont bien profité de la conjoncture internationale favorable alors que le Brésil maintenait toujours ses taux d'intérêt très élevés avec une croissance misérable.

Le taux de croissance moyen enregistré entre 1999-2007 est de 3,08 % au Brésil, pendant que le taux d'intérêt réel moyen est de 11,32 %. Une croissance trop faible, si on la compare à d'autres pays émergents comme nous pouvons l'observer dans le tableau 1. Ce tableau montre clairement que les pays ayant un taux d'intérêt réel très élevé ont aussi une croissance économique inférieure. Ceux qui pratiquent des taux d'intérêt moins élevés ont une croissance économique élevée. Cette observation est très importante. Elle nous laisse une piste sur quelle politique économique un pays doit adopter en matière des taux d'intérêt, s'il veut une croissance économique élevée. Toutefois, nous ne pouvons pas ignorer qu'une croissance économique soutenue est celle qui est accompagnée

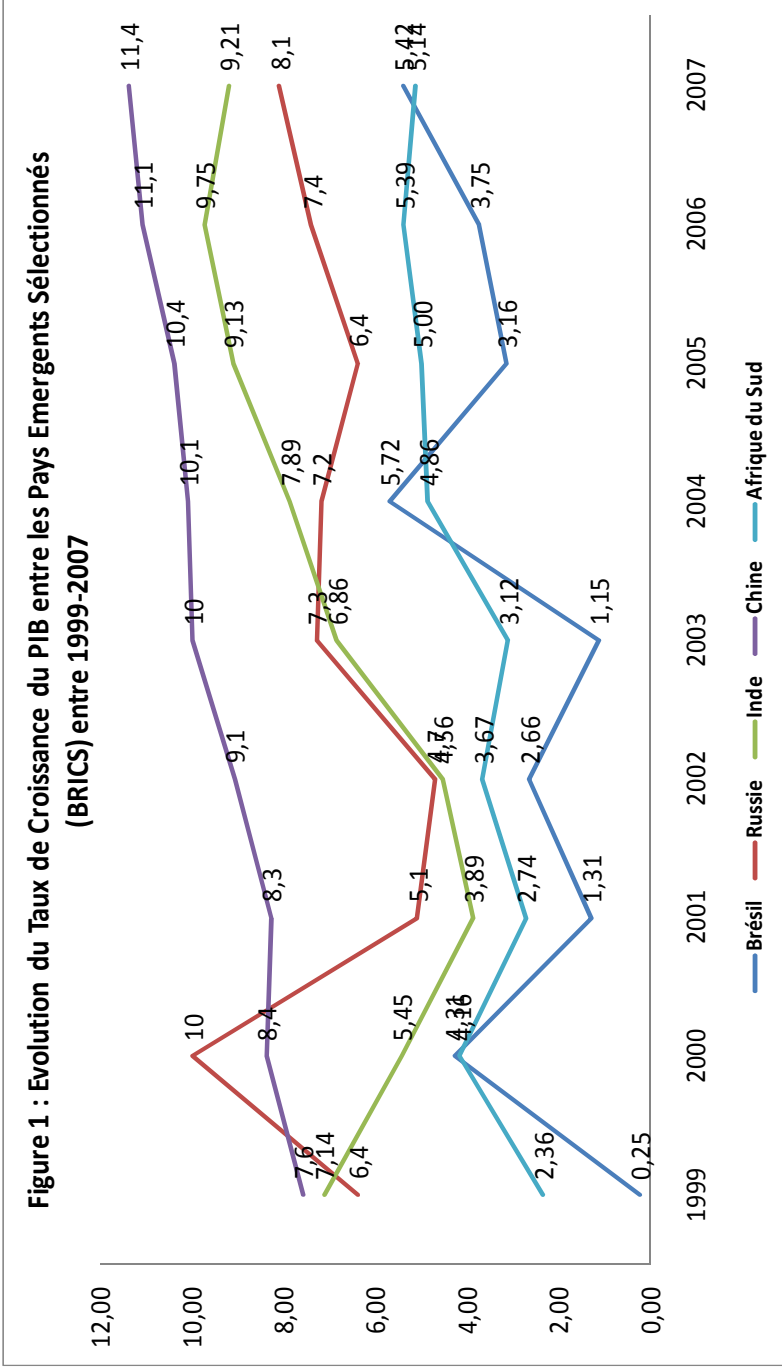
d'une stabilité des prix. Il appartient aux décideurs politiques d'atteindre les niveaux optimaux entre croissance et stabilité des prix.

Si nous comparons la performance du Brésil à celle des certains pays émergents, nous constatons que le Brésil affiche une forte volatilité de la croissance qui représente une politique de *stop and go*. Non seulement la croissance économique du Brésil est moins élevée, mais elle est aussi très volatile, comme on peut l'observer dans les figures 1 et 3.

Tableau 1 : Comparaison du Taux d'Intérêt Réel et Croissance entre les pays Emergents Sélectionnés

	Brésil		Russie		Inde		Chine		Afrique du Sud	
	Taux d'Intérêt Réel	Taux de Croiss.	Taux d'Intérêt Réel	Taux de Croiss.	Taux d'Intérêt Réel	Taux de Croiss.	Taux d'Intérêt Réel	Taux de Croiss.	Taux d'Intérêt Réel	Taux de Croiss.
1999	19,56	0,25	-28,60	6,40	3,49	7,14	5,20	7,60	6,79	2,36
2000	10,55	4,31	12,31	10,00	3,68	5,45	2,84	8,40	6,44	4,16
2001	10,62	1,31	3,54	5,10	3,27	3,89	2,52	8,30	5,30	2,74
2002	10,80	2,66	6,92	4,70	2,16	4,56	3,51	9,10	2,92	3,67
2003	8,73	1,15	3,68	7,30	2,28	6,86	1,53	10,00	5,84	3,12
2004	9,78	5,72	2,63	7,20	2,23	7,89	-0,68	10,10	6,42	4,86
2005	12,26	3,16	0,30	6,40	1,75	9,13	1,53	10,40	3,75	5,00
2006	11,13	3,75	1,96	7,40	-0,18	9,75	1,86	11,10	2,94	5,39
2007	8,43	5,42	1,25	8,10	-0,37	9,21	-1,42	11,40	2,52	5,14
Moyenne	11,32	3,08	0,44	6,96	2,04	7,10	1,88	9,60	4,77	4,05

Source : Elaboration de l'auteur sur la base des données du Fond Monétaire International (FMI)



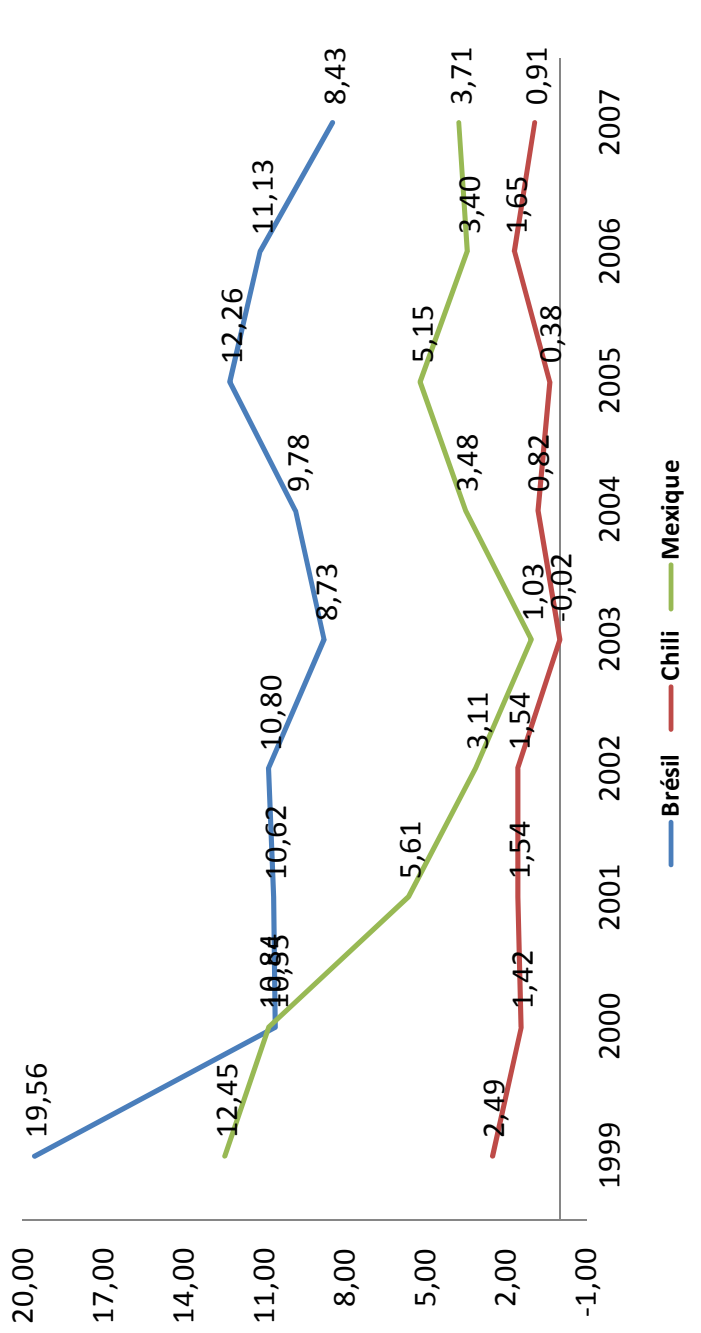
Source : Elaboration de l'auteur avec les données du FMI

Tableau 2 : Comparaison du Taux d'Intérêt et Inflation entre Pays Emergents d'Amérique Latine entre 1999-2007

	Brésil		Chili		Mexique	
	Taux d'Intérêt	Taux d'Inflation	Taux d'Intérêt	Taux d'Inflation	Taux d'Intérêt	Taux d'Inflation
1999	24,42	4,86	5,83	3,34	21,41	8,96
2000	17,60	7,06	5,26	3,84	15,24	4,40
2001	17,45	6,84	5,11	3,57	11,31	5,70
2002	19,22	8,43	4,03	2,49	7,09	3,98
2003	23,52	14,78	2,79	2,81	6,23	5,19
2004	16,38	6,60	1,88	1,06	6,82	3,33
2005	19,14	6,88	3,43	3,05	9,20	4,05
2006	15,32	4,20	5,04	3,39	7,19	3,79
2007	12,06	3,64	5,30	4,39	7,19	3,48
Moyenne	18,35	7,03	4,30	3,10	10,19	4,77
Taux d'int. Réel moyen	11,32		1,19		5,42	

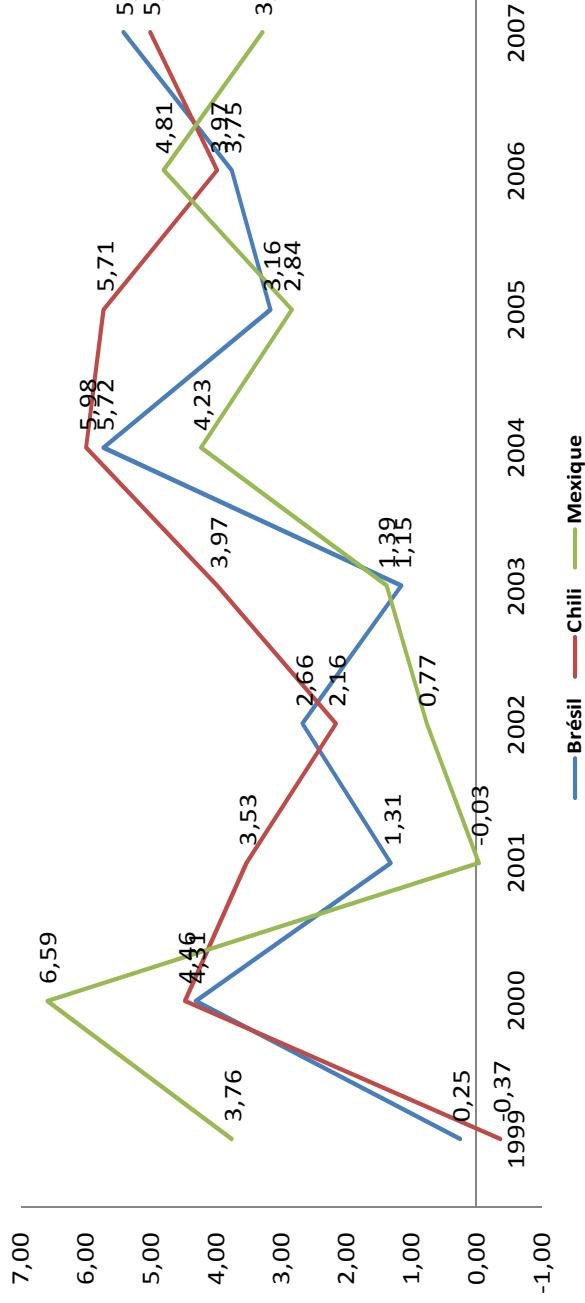
Source : Elaboration de l'auteur avec les données du FMI

Figure 2: Evolution du Taux d'Intérêt Réel entre 1999-2007



Source : Elaboration de l'auteur avec les données du FMI

Figure 3 : Comparaison de l'Evolution du Taux de Croissance entre le Brésil, Chili et Mexique entre 1999-2007



Source : Elaboration de l'auteur avec les données du FMI

Sans remettre en cause le mérite de la Banque Centrale dans la conduite de la politique monétaire en matière de lutte contre l'inflation, il reste à expliquer pourquoi le Brésil pratique des taux d'intérêt le plus élevé parmi tous les pays émergents. On s'attendait à ce qu'après la maîtrise de l'inflation soit accompagnée d'une réduction des taux d'intérêt à des niveaux susceptibles de créer des conditions pour une croissance capable de diminuer les inégalités sociales. C'est le *statu quo* qui semble prédominer.

Il est vrai qu'entre janvier 2003 et mars 2008, les taux d'intérêt ont baissé de plus de 50 pour cent en termes nominaux, passant de 25 % à 11,25 % et d'environ 14 % à environ 8 % en termes réels durant cette période. L'inflation (IPCA) a quand à elle baissé de 9,3 % en 2003 à 3,46 % en 2007, soit une baisse de 63 %. Cette tendance à la baisse des taux d'intérêt durant la période fut aussi facilitée par un environnement économique mondial plus favorable. Cependant, ils se trouvent encore à des niveaux très élevés qui représentent un frein aux investissements productifs, par conséquent, à une croissance économique plus forte et soutenue.

Selon Bresser-Perreira et Nakano (2002), pour que la pauvreté soit diminuée au Brésil et que le taux de chômage baisse, l'économie doit croître à un taux minimum de 5 % ou plus annuellement. Ceci n'est aussi possible que si les investissements productifs croissent à un taux de plus de 25 % du PIB et que les exportations croissent de leur part d'au moins 15 % par an. Des taux d'intérêt élevés sont donc prohibitifs et contre-croissance pour que ces objectifs soient réalisés car ils inhibent les investissements productifs et permettent une appréciation de la monnaie nationale qui fait perdre la compétitivité aux entreprises sur le commerce international et affecte négativement le solde du compte courant.

La Banque Centrale aurait pu profiter de la conjoncture mondiale plus favorable ces dernières années en menant une politique monétaire plus souple en baissant sensiblement ses taux directeurs. Pendant que l'environnement international permettait une forte réduction des taux d'intérêt, la Banque Centrale n'a pas évoqué cette possibilité, adoptant un comportement conservateur. Il est vrai que ce n'est pas seulement la conjoncture internationale favorable qui devrait faciliter la baisse des taux d'intérêt, mais aussi d'autres réformes en matière de politique fiscale. Toutefois, la conjoncture internationale plus favorable et la réalisation des excédents primaires depuis 1999 dépassant même les cibles fixées depuis l'arrivée de Lula au pouvoir auraient lancé les bases d'une réduction des taux d'intérêt à des niveaux du moins équivalents à ceux en vigueur dans d'autres pays émergents.

Le contrôle de la dette publique est aussi un élément qui doit être considéré dans le processus de réduction du taux d'intérêt. Toutefois, la dette publique se trouve dans un cercle vicieux étant donné qu'elle est en même temps réalimentée par les taux d'intérêt élevés. Cependant, une réduction considérable des taux d'intérêt aurait contribué à la diminution du stock de la dette et des services de la dette et aurait un impact significatif sur les ressources disponibles pour les investissements publics et privés.

Pour cela, nous croyons qu'un contrôle efficace de dépenses publiques combiné avec la baisse des taux d'intérêt est susceptible de favoriser une forte croissance économique. Toutefois, le contrôle de dépenses publiques ne doit pas impliquer la réduction des investissements publics nécessaires pour la croissance économique. La baisse du taux d'intérêt ne doit pas forcément être conditionnée à la réalisation des excédents primaires. Les deux doivent être simultanés. C'est-à-dire, il faut que le gouvernement fixe les cibles de réalisation des excédents primaires en même temps avec la baisse des taux d'intérêt de peur que la simple réalisation des excédents primaires ne serve d'incitation à la spéculation financière.

Les tensions inflationnistes observées ces derniers mois dues particulièrement à l'augmentation du prix du pétrole et des matières premières agricoles ne peuvent pas servir d'échappatoires pour le Brésil car indépendamment de la conjoncture économique internationale, le Brésil pratique toujours les taux d'intérêt les plus élevés avec comme argument principal : l'existence des tensions inflationnistes. La question qui peut se poser est de savoir si les tensions inflationnistes sont un « domaine réservé » du Brésil pour maintenir ses taux d'intérêt élevés par rapport au reste du monde.

III. Hypothèses sur le Maintien des Taux d'Intérêt élevés au Brésil

La manière dont la politique monétaire est conduite durant les treize dernières années au Brésil peut être considérée un succès en matière de lutte contre l'inflation, si comparée à des périodes immédiatement antérieures⁵. Depuis le lancement du Real, le Brésil a connu des taux d'inflation beaucoup moins inférieurs par rapport à ceux enregistrés dans les années quatre-vingts avant la réforme monétaire qui a abouti avec le lancement de la nouvelle monnaie en juin 1994. Comme illustration, le taux d'inflation mensuel de l'Indice des Prix au Consommateur Elargi (IPCA) calculé par l'Institut Brésilien de Géographie et Statistiques (IBGE) était de 47,43 % en juin 1994. Un mois après le lancement du Real, c'est-à-dire, en juillet, le taux d'inflation avait chuté à 6,84 % pour atteindre 0,33 % en décembre 1998. Même après la dévaluation du Real et l'abandon du régime de change en vigueur en janvier 1999, alors que les anticipations d'inflation des agents s'étaient considérablement détériorées, quand le Brésil a adopté le ciblage d'inflation en juin de la même année, l'inflation a continué sous contrôle. Plusieurs tentatives de lutte contre l'inflation avant cette période s'étaient montrées inefficaces.

Depuis le lancement de la nouvelle monnaie jusqu'à l'adoption de la politique de ciblage d'inflation en juin 1999, la politique monétaire était conduite avec comme objectif principal le contrôle du volume des réserves internationales. En ce sens, le taux d'intérêt directeur de la Banque Centrale du Brésil servait comme instrument d'attraction des capitaux étrangers très spéculatifs. Le taux d'intérêt réel moyen entre juillet 1994 et janvier 1999 a été de 22 % par an⁶. Entre juillet 1994 et mars 2008, ce taux atteint un chiffre de 14 %.

Après une telle longue période de stabilité des prix, on pouvait s'attendre que les taux d'intérêt soient réduits pour permettre au pays de récupérer le retard en termes de croissance économique et diminution des inégalités sociales. Ce que nous avons constaté c'est le *statu quo* de la politique monétaire.

Parmi les hypothèses évoquées pour expliquer le maintien des taux d'intérêt au niveau le plus élevé du monde, il y a, entre autres: l'efficacité réduite de la politique monétaire liée à l'indice des prix au consommateur qui sert de référence pour la politique de ciblage d'inflation : l'Indice des Prix au Consommateur Elargi (IPCA); la fragilité des comptes (finances) publiques ; la multiplicité des fonctions accordées au taux d'intérêt, l'incertitude juridictionnelle tout comme la financiarisation de l'économie brésilienne. Aucune de ces thèses ne sauraient expliquer individuellement les raisons des taux d'intérêt élevés au Brésil. Pour cela, nous passons en revue certaines d'entre elles qui puissent faire expliquer les raisons du maintien des taux d'intérêt élevés.

III. a. La Fragilité de la Politique Monétaire ou de l'Efficacité Réduite de la Politique Monétaire

⁵ Ici nous nous référons à la période qui débute avec le lancement de la nouvelle monnaie en juillet 1994 jusqu'en 2007.

⁶ Il s'agit du taux d'intérêt moins le taux d'inflation calculé selon la méthodologie de IPCA de la période.

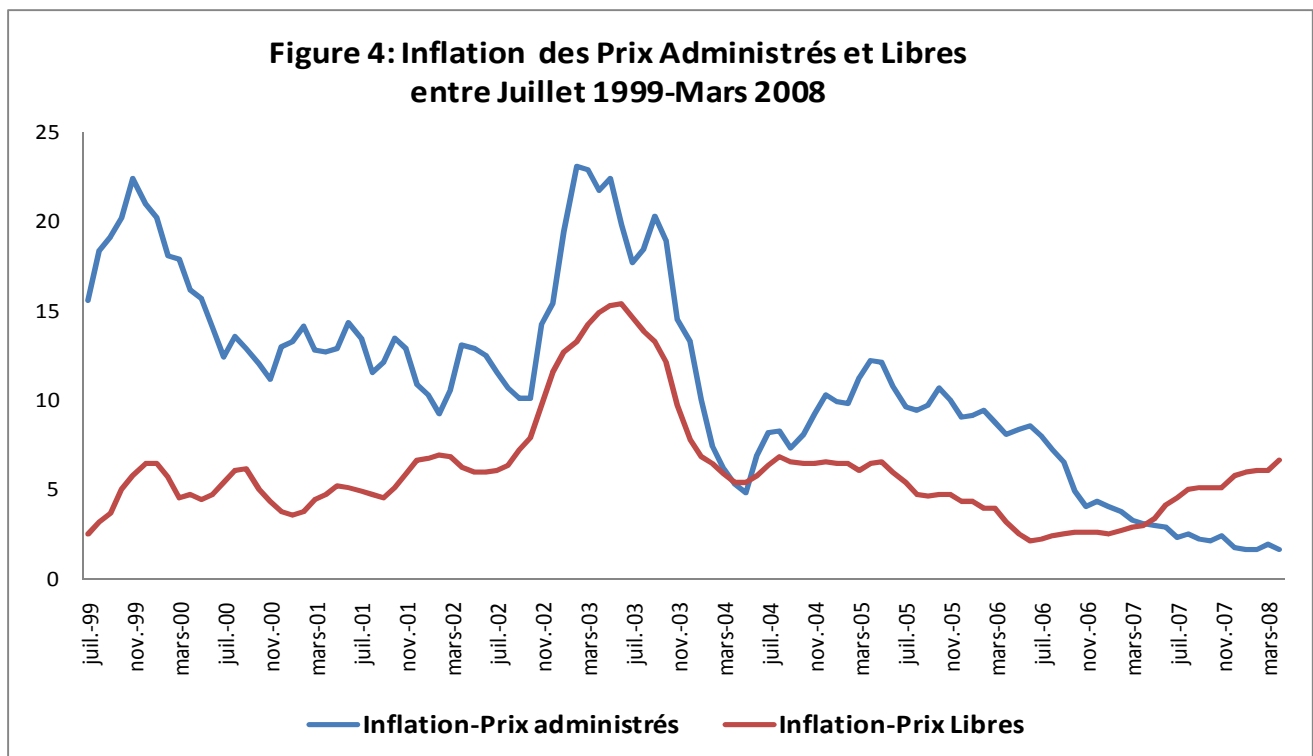
Les arguments liés à la fragilité de la politique monétaire au Brésil essaient d'expliquer les niveaux élevés des taux d'intérêt à partir des composants de l'IPCA, qui comprend 33 % des prix administrés (référence 2003). Selon cette thèse, cette composition compliquerait la tâche de la Banque Centrale en matière de réduction des taux d'intérêt. Les prix administrés sont ceux qui sont insensibles aux conditions du marché. En d'autres termes, les prix administrés sont ceux qui ne dépendent pas des conditions de l'offre et de la demande car ils sont fixés par contrat ou par un organe public. Même quand ils ne sont pas réglementés par le gouvernement, ils ont besoin d'une autorisation préalable d'un organisme publique avant d'être réajustés. Ces prix comprennent, entre autres, les prix des services publics comme les téléphones, produits dérivés de pétrole, l'électricité et les assurances maladies. On y comprend aussi les biens produits par les entreprises publiques, impôts et taxes (Banco Central do Brasil, 2003).

La participation très élevée des prix administrés dans la composition de l'IPCA, qui est l'indice qui sert d'indicateur pour la politique monétaire de ciblage d'inflation, rend cette dernière moins efficace. L'inflation des prix administrés affiche un niveau élevé de persistance par rapport aux prix libres, ce qui produit l'inertie générale dans le calcul de l'inflation. L'insensibilité des prix administrés au taux d'intérêt exige que les prix libres soient plus compressés pour permettre que les cibles d'inflation fixées par la Banque Centrale soient réalisées. Pour cela, il faut que la politique monétaire soit beaucoup plus restrictive pour maintenir l'inflation des prix libres beaucoup inférieure à celle des prix administrés. Ce qui permettra en moyenne de maintenir l'inflation en ligne avec les objectifs fixés.

Nous pouvons observer dans la figure 4 que les prix administrés se maintiennent toujours positivement au dessus des prix libres durant la période, en d'autres termes, ils varient beaucoup plus que les prix libres⁷. Ces derniers varient aussi positivement, mais restent extrêmement inférieurs aux prix administrés, du moins jusqu'en avril 2007. Nous observons qu'à partir de la moitié de l'an 2006, les prix libres commencent à accélérer, ce qui est dû probablement à l'accélération de l'inflation mondiale des matières premières, en général, et en particulier des produits agricoles dans plusieurs régions du monde. Toutefois, à partir de 2007, les prix libres connaissent une inflation supérieure à celle enregistrée par les prix administrés. Ainsi, la participation des prix libres dans le taux d'inflation de 2007 a été beaucoup supérieure à celle des prix administrés.

Nous pouvons déduire, à partir de la figure 4, que la fixation des cibles annuelles d'inflation très étroites, sans la prise en considération de la composition de l'IPCA, exigerait que la demande globale soit fortement réprimée pour que la politique monétaire atteigne ses objectifs en matière d'inflation. Comme on le sait, le seul mécanisme à la disposition de la Banque Centrale consiste à augmenter les taux d'intérêt ou les maintenir à des niveaux élevés pour réprimer fortement la demande globale, plus précisément la demande des biens dont la fixation des prix dépend des conditions de marché.

⁷ L'inflation ici représente le taux d'inflation accumulée en douze mois.



Source : Elaboration propre avec les données de la Banque Centrale du Brésil

Dans le but d'analyser le comportement de la Banque Centrale du Brésil dans la fixation des taux d'intérêt en fonction de la trajectoire des prix administrés et libres, Figueiredo et Ferreira (2002) ont estimé une fonction de réaction de la Banque Centrale entre avril 1999 et septembre 2002. La fonction estimée considère le taux d'intérêt comme variable endogène et les prix administrés et libres comme variables explicatives. Les résultats des estimations des auteurs montrent que la politique monétaire réagit plus fortement aux prix libres qu'aux prix administrés. Ce qui corrobore à ce que nous venons d'expliquer : l'insensibilité des prix administrés à la politique monétaire.

La réaction de la Banque Centrale à l'inflation des prix administrés à travers les variations des taux d'intérêt n'est pas complètement efficace étant donné que les prix administrés sont très moins sensibles aux changements des conditions de l'offre et de la demande. Toutefois, la Banque Centrale réagit dans le sens de neutraliser les effets secondaires des chocs des prix administrés. Les autorités monétaires réagissent pour empêcher que les effets primaires des chocs des prix administrés se propagent sur les autres prix de l'économie. C'est ce qui conduit la Banque Centrale à augmenter les taux d'intérêt lorsque les prix administrés augmentent plus que les prix libres⁸.

Figueiredo et Ferreira (2002, p. 23) estiment aussi une autre fonction de réaction de la Banque Centrale, en faisant des projections des taux d'intérêt pour voir quelle serait la trajectoire de ces derniers si les prix administrés avaient suivi la même évolution des prix libres. Les auteurs arrivent à la conclusion selon laquelle les taux d'intérêt seraient moins inférieurs si les prix administrés suivaient le même comportement des prix libres. Ce qui revient à dire que si les prix administrés suivaient les conditions de marché, les taux d'intérêt seraient inférieurs aux taux en vigueur durant la période estimée. Nous remarquons que ces résultats sont valables exceptionnellement pour la période estimée étant donné que le mécanisme de fixation de prix administrés peut être modifié ou a été modifié dans les dernières années.

⁸ Il est important de remarquer que l'augmentation ou la baisse des taux d'intérêt dans la lutte contre l'inflation n'accompagne pas tout simplement le comportement de ces prix. En avril/2008 la Banque Centrale a augmenté ses taux directeurs alors que les prix administrés étaient pratiquement stables.

Pour confirmer les résultats ci-dessus, un autre exercice économétrique pareil a été fait par Mendonça (2007), mais cette fois-ci, l'échantillon comprend seulement les observations à partir de l'introduction de la politique monétaire de ciblage d'inflation pour une période assez longue par rapport à celle considérée par Figueiredo et Ferreira (2002). L'auteur estime la fonction de réaction de la Banque Centrale entre juillet 1999 à novembre 2004.

Les résultats obtenus par l'auteur confirment une grande sensibilité des taux d'intérêt aux prix libres qu'aux prix administrés. Il conclut que la réponse des taux d'intérêt aux prix administrés, au-delà d'être non méprisable, présente une significativité très élevée. Donc, les prix administrés contribuent fortement à la rigidité aux possibles baisses des taux d'intérêt.

Il est important de remarquer le fait que l'exercice économétrique réalisé par Mendonça (2007) n'introduit pas une variable fondamentale dans la définition des taux d'intérêt sous le régime de ciblage d'inflation. Il s'agit des anticipations de l'inflation. Figueiredo et Ferreira (2002, p. 22) avaient fait cette observation lors de leur exercice empirique.

Une meilleure illustration du comportement de la Banque Centrale en matière de fixation du taux d'intérêt devrait inclure les anticipations d'inflation dans la fonction de réaction. Ce qui laisse comprendre que son absence risque de compromettre aussi la robustesse des résultats obtenus. Les deux exercices empiriques réalisés que nous avons mentionnés n'ont pas pris en compte cette observation. Les premiers parce qu'au moment où ils ont fait leur estimations, il n'y avait pas d'observations suffisantes sur les anticipations de l'inflation pour être introduites dans la règle de la Banque Central.

La prise en compte des anticipations d'inflation sous le régime de ciblage d'inflation est très importante car ce sont elles qui représentent la variable intermédiaire sur laquelle doit influencer la politique monétaire dans le but d'atteindre l'inflation cible. La politique de la Banque Centrale consiste à faire converger les anticipations de l'inflation des agents vers les cibles de l'inflation de la Banque Centrale.

Comme nous l'avons déjà observé, à partir d'avril 2005, les prix administrés commencent à évoluer moins que les prix libres. Ce qui peut conduire à déduire que la participation des prix administrés dans l'IPCA a diminué. Par conséquent, les taux d'intérêt en vigueur ne seraient pas liés à la structure de composition de l'IPCA ou aux prix administrés qui ont peu varié depuis 2005. Toutefois, il reste évident que durant une période assez considérable ceux-ci peuvent expliquer en partie la rigidité de la politique monétaire de la par de la Banque Centrale du Brésil.

Pour rendre la politique monétaire efficace, les autorités monétaires peuvent revoir la composition de l'indice ou créer un indice qui exclut des éléments indésirables, comme cela est pratiqué par d'autres grandes banques centrales qui ont adopté le régime de ciblage d'inflation.

III. b. La Fragilité des Finances publiques

La théorie économique nous apprend que la dette publique d'un pays est soutenable si la politique budgétaire menée peut être maintenue sans ajustement excessif dans le futur. La soutenabilité de la dette publique suppose à la fois que l'Etat soit considéré solvable, c'est-à-dire que les créanciers aient un jugement positif sur sa capacité de rembourser sa dette sur le long terme, et liquide, c'est-à-dire, qu'il soit en mesure de refinancer la dette venant à échéance (Bachelier et Couillaut, 2005). Dans ce sens, la contrainte budgétaire intertemporelle définit un sentier d'équilibre de la dette, reliant le taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie à long terme avec les excédents primaires futurs actualisés. L'Etat est contraint de respecter l'équilibre budgétaire inter-temporel

dans la mesure où les créanciers n'acceptent pas de détenir indéfiniment sa dette publique, et donc il ne peut s'endetter perpétuellement : c'est la condition d'absence de « jeu de Ponzi »⁹.

Deux variables paraissent essentielles dans les arguments ci-dessus : d'une part, l'excédent primaire, qui permet à un Etat de dégager les ressources pour faire face aux échéances de remboursement ; d'autre part, le taux d'intérêt qui représente la charge financière pesant sur la dette. Si le ratio dette publique/PIB est en hausse continue et l'excédent primaire est inexistant ou si il est considéré par les créanciers comme insuffisant pour payer la dette, il peut y avoir une crise de confiance parmi les investisseurs. La crise de confiance fait que les créanciers exigent d'avantage des taux d'intérêt très élevés. Ces derniers augmentent aussi la charge de la dette lorsqu'ils sont réajustés à la hausse, et la situation devient un cercle vicieux. La dette peut devenir explosive et insoutenable à cause des taux d'intérêt élevés et d'une faible croissance économique. Sachant que des taux d'intérêt élevés peuvent aussi contaminés la crédibilité du pays sur les marchés financiers internationaux, ce qui peut conduire à faire augmenter aussi le risque pays, produisant une élévation des taux d'intérêt externes. Pour minimiser ce risque, il est nécessaire que le pays augmente son excédent primaire comme forme de maintenir la confiance des investisseurs sur la capacité du gouvernement d'honorer ses engagements.

Nous pouvons percevoir que le maintien des taux d'intérêt à des niveaux très élevés au Brésil serait ainsi lié à la « fragilité des finances publiques ». Lorsque les finances publiques sont fragiles, les doutes sur la capacité de l'Etat à prendre en charge le coût financier de son intervention peuvent contribuer à entretenir la crise ou déclencher une dynamique insoutenable de la dette. Cette situation exige que le gouvernement maintienne le taux d'intérêt élevé pour attirer les investisseurs à s'acquérir des titres publics car sa baisse risquerait de compromettre leur demande. Le taux d'intérêt élevé serait le reflet de manque de confiance de la part des investisseurs dans la capacité de l'Etat d'honorer sa dette. En d'autres mots, le taux d'intérêt élevé inclut le risque de défaut sur la dette publique. Dans ce sens, une condition pour la diminution des taux d'intérêt serait la diminution du ratio dette/PIB. Pour atteindre cet objectif, il serait important que l'Etat adopte une politique efficace des réformes fiscales qui comprendraient principalement un excédent primaire très positif. Car, si l'ajustement de la politique fiscale est considéré insuffisante par le marché financier, et les besoins de financement du secteur public sont élevés, le taux d'intérêt ne peut être moins élevé (Arida et al, 2005).

Selon Fischer (2002), bien que la théorie économique n'ait pas fournit des directives sur un taux optimal du ratio dette publique/ PIB, il devrait être plus petit pour les pays émergents que pour les pays industrialisés. L'auteur conclut en disant que pour un pays émergent, un ratio dette publique/PIB de 60 pour cent serait trop élevé, tandis qu'un taux d'environ 30-40 pour cent serait beaucoup plus sûr.

Les arguments ci-dessus nous laissent comprendre que si un pays veut baisser les taux d'intérêt, il est nécessaire que l'Etat diminue considérablement le ratio dette publique/PIB car une hausse permanente de celui-ci peut provoquer une crise de confiance parmi les investisseurs. Toutefois, cette théorie n'est pas totalement prouvée par les faits empiriques, comme nous le verrons ensuite.

Ainsi, si la dette de l'Etat est en devises, la stabilisation de la dette suppose d'intégrer l'effet du taux de change. Toute dépréciation de la monnaie impose d'accroître l'excédent primaire pour stabiliser la dette. En cas où la dette est en monnaie nationale, mais sa rémunération liée au taux d'intérêt domestique, comme c'est le cas de la grande partie de la dette publique de l'Etat brésilien, toute élévation du taux d'intérêt exige aussi une augmentation de l'excédent primaire. Si cette condition n'est pas remplie, la confiance des investisseurs risque aussi d'être affectée négativement. Nous

⁹ Le jeu de Ponzi se réfère à l'escroquerie montée par C. Ponzi autour de 1920, qui utilisait les contributions des nouveaux investisseurs dans sa « chaîne » pour payer les intérêts des premiers investisseurs.

déduisons aussi, à partir de ces commentaires que le taux d'intérêt réel d'équilibre compatible avec la stabilité des prix, serait une fonction croissante du niveau de la dette (ratio dette/PIB) et des déficits publics. Ce qui revient à dire que le maintien des taux d'intérêt élevés serait une conséquence de la dette publique ou des déficits publics en hausse ou des excédents primaires inexistantes et/ou insuffisants.

Une analyse primaire à partir des informations fournies par le tableau 3 et par la figure 5 ne confirme pas les arguments selon lesquels la baisse de la dette publique conduit à une baisse des taux d'intérêt, du moins pour le Brésil. Bien que, d'une part, les taux d'intérêt aient baissé de 10,49 points, passant de 17,16 en 1999 à 6,67 % en 2002 ; d'autre part, la dette publique n'a fait que grimper, passant de 45,48 % du PIB, pour atteindre 51,23 % du PIB durant la même période. Il est intéressant d'observer que durant cette période, l'Etat a réalisé des excédents primaires jugés devant augmenter la confiance des investisseurs. Le taux d'intérêt baisse, l'excédent primaire augmente, mais la dette publique continue à s'accroître. Il n'y a pas de lien automatique ou de relation positive entre l'évolution de la dette et le taux d'intérêt, à première vue.

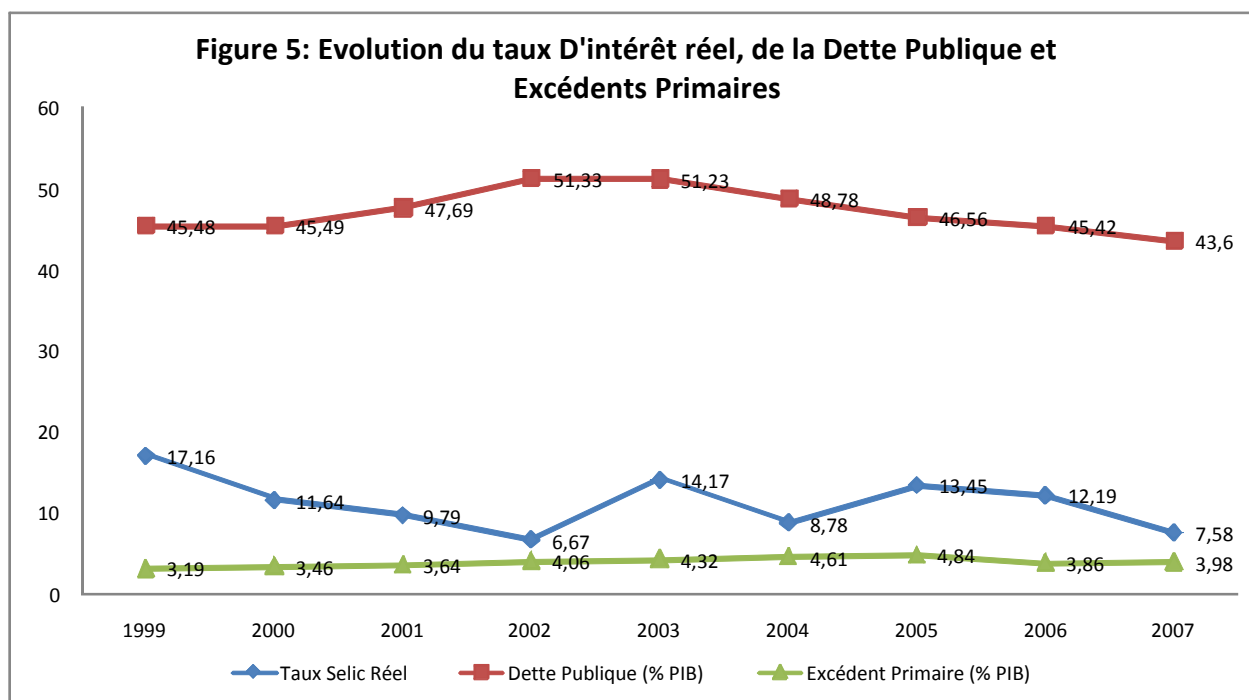
A partir de 2003, nous observons qu'il y a une tendance à la stabilisation du ratio dette publique/PIB, une élévation des excédents primaires, mais le taux d'intérêt continue d'augmenter. Encore une fois, nous ne constatons pas une corrélation entre le mouvement des taux d'intérêt, excédent primaire et baisse du ratio dette/PIB dans la figure 5. Malgré les efforts fournis par l'Etat dans la réalisation des excédents primaires entre 1999 et 2007, nous constatons que la politique économique n'a pas produit les résultats espérés quant à la réduction de la participation de la dette publique dans la production totale. Le ratio dette publique/PIB n'a baissé que de 1,88 % entre 1999 et 2007. En 1999, la participation de la dette publique dans le PIB était de 45,48 % ; en 2007, elle se situait à 43,6 %. Si la théorie qui établit la relation directe positive entre l'évolution de la dette publique, de l'excédent primaire avec le taux d'intérêt est valable, il doit donc y avoir quelque chose qui ne va pas dans la conduite de la politique économique au Brésil.

Tableau 3 : Evolution des Taux d'Intérêt, Taux d'Inflation, Dette Publique et Excédents Primaires entre 1999-2007¹⁰

Année	Taux d'Intérêt Selic	Taux d'Inflation	Dette Publique (% PIB)	Excédents Primaires (% PIB)
1999	26,1	8,94	45,48	3,19
2000	17,61	5,97	45,49	3,46
2001	17,46	7,67	47,69	3,64
2002	19,2	12,53	51,33	4,06
2003	23,47	9,3	51,23	4,32
2004	16,38	7,6	48,78	4,61
2005	19,14	5,69	46,56	4,84
2006	15,33	3,14	45,42	3,86
2007	12,04	4,46	43,6	3,98

Source : Calcul et Elaboration de l'auteur sur la base des données de la Banque Centrale du Brésil.

¹⁰ Taux selic est calculé en faisant la moyenne annuelle.



Source : Elaboration de l'auteur avec les données de la Banque Centrale du Brésil

Nous constatons que le maintien des taux d'intérêt élevés alimente la dette publique de manière que l'Etat doit faire d'énormes efforts pour parvenir à payer les services de la dette. Pendant que la Banque Centrale maintient le taux d'intérêt élevé, espérant que le gouvernement réalise d'excédents primaires plus élevés, la dette publique est réalimentée par ce même taux d'intérêt élevé. Cette équation ne peut être résolue que par une coopération bien définie entre les acteurs concernés, c'est-à-dire, le gouvernement doit avoir une politique claire définie avec la Banque Centrale pour permettre au pays de reprendre la croissance économique et la réduction des inégalités sociales. Les excédents primaires doivent être combinés avec la baisse des taux d'intérêt pour diminuer la dette publique par rapport au PIB et non le contraire. Si non, à notre avis, les excédents primaires ne font qu'alimenter la spéculation financière sur la dette publique.

Sur le plan empirique, Ducoudré (2005) a examiné l'évolution conjointe du taux d'intérêt long réel et des variables budgétaires. A cet effet, l'auteur montre qu'il n'existe pas de lien automatique entre celui-ci et celles-là. Les variables budgétaires auxquelles l'auteur fait référence sont : la dette publique et les déficits publics.

Si nous observons les données du tableau 4 et aussi la figure 6 ci-dessous, nous constatons que lorsque le taux d'intérêt réel américain augmente en 1980, il n'y avait pas de hausse de la dette publique¹¹ ; chose qui s'est concrétisée un an plus tard. La figure 6 ne montre pas que la baisse ou l'augmentation du taux d'intérêt réel sont liées automatiquement à l'évolution de la dette publique. On constate que le ratio dette publique/PIB maintient une tendance à la hausse depuis les années quatre-vingts alors que les taux d'intérêt réels de la Banque Centrale américaine diminuent ou évoluent dans une direction contraire à celle de la dette publique. Au début des années quatre-vingt-dix le ratio dette publique/PIB décélère et commence à baisser jusqu'en 2001 pendant que les taux d'intérêt augmentent en 2000, pour ensuite maintenir son évolution négative jusqu'en 2004. Il n'est pas constaté une certaine corrélation positive entre les deux variables.

En Allemagne et au Japon, toujours selon l'auteur, la dette publique s'accroît continuellement depuis 1970, tandis que les taux réels restent stables. Nous pouvons aussi confirmer les arguments

¹¹ Dans le cas des Etats-Unis, du Japon et du Royaume-Uni, il s'agit de la dette générale nette du Gouvernement.

de l'auteur à partir de l'analyse de la figure 7 pour le cas du Japon. La dette publique en pourcentage du PIB augmente entre 1980 et 1984 pendant que le taux d'intérêt demeure presque stable ou varie très peu. A partir de 1985, le ratio dette publique/PIB maintient une tendance à la baisse jusqu'en 1991, une tendance qu'accompagne le taux d'intérêt. Toutefois, à partir des 1992, pendant que le ratio dette publique/PIB ne fait que croître, le taux d'intérêt maintient une tendance à la baisse. Il n'y a aucune relation qui puisse nous montrer que l'augmentation de la dette publique ou un niveau élevé du ratio dette publique/PIB provoque nécessairement une élévation des taux d'intérêt ou leur maintien à des niveaux élevés.

Dans le cas du Royaume-Uni, entre 1980 et 2003, la dette publique a diminué de 6 points tandis que le taux long réel augmentait d'environ 3 points (Ducoudré, 2005). L'auteur conclut en disant que la pratique consistant à expliquer le niveau ou les variations des taux d'intérêt longs réels par des seules variables de politique budgétaire ne peut être donc être satisfaisante.

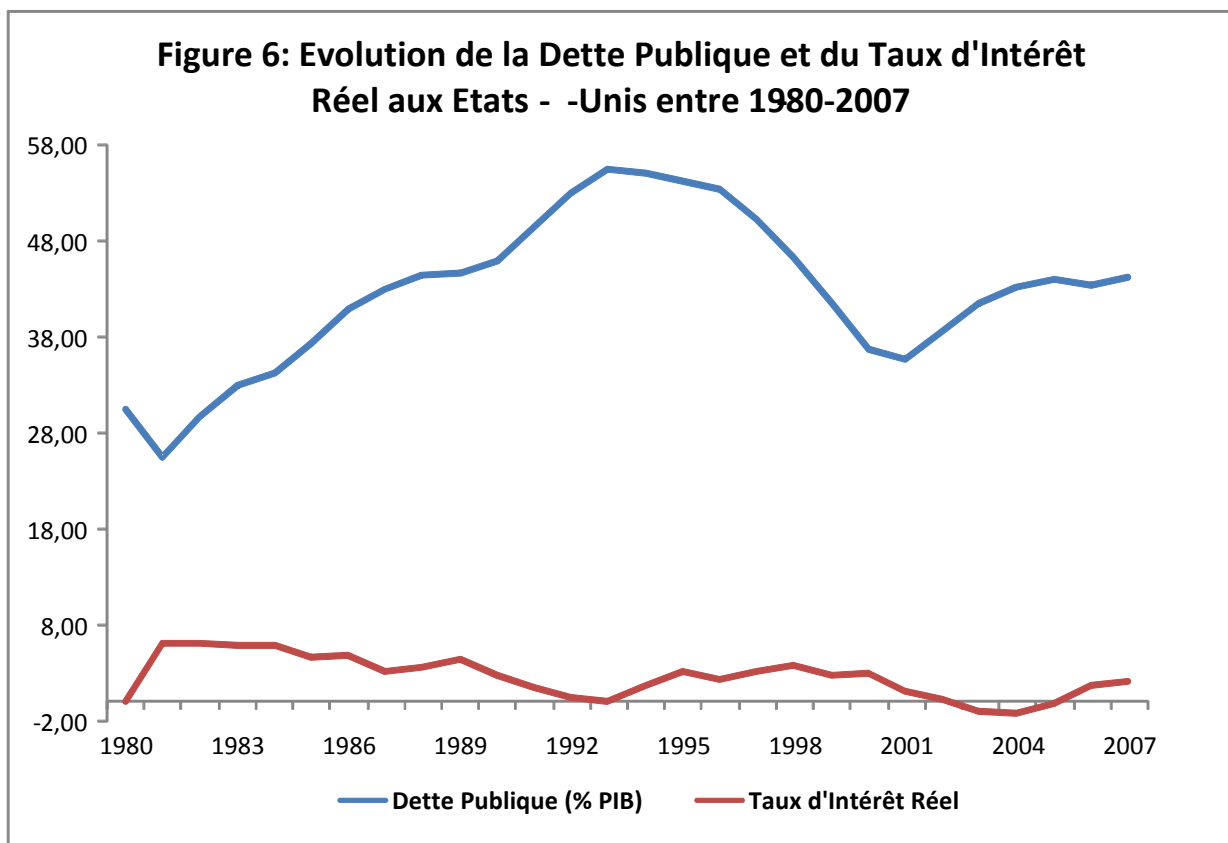
Nous pouvons démontrer aussi à partir de la figure 8 que l'évolution de la dette publique n'est pas liée au taux d'intérêt au Royaume-Uni. Nous constatons qu'au début de la période, le ratio la dette publique/PIB augmente jusqu'en 1985, et le taux d'intérêt accompagne la tendance jusqu'en 1986. Entre 1985 et 1991, le ratio dette publique/PIB baisse pendant que le taux d'intérêt n'accompagne pas, il baisse entre et 1988 pour augmenter entre 1989, pour baisser un an après. L'évolution négative du taux d'intérêt se maintient entre 1990 et 1996. Encore une fois, l'évolution des deux variables ne montre pas une quelconque corrélation positive entre le ratio dette publique/PIB et le taux d'intérêt réel.

Tableau 3 : Evolution du Ratio Dette Publique/PIB et du Taux d'Intérêt Réel aux Etats-Unis, Japon et Royaume-Uni entre 1980-2007

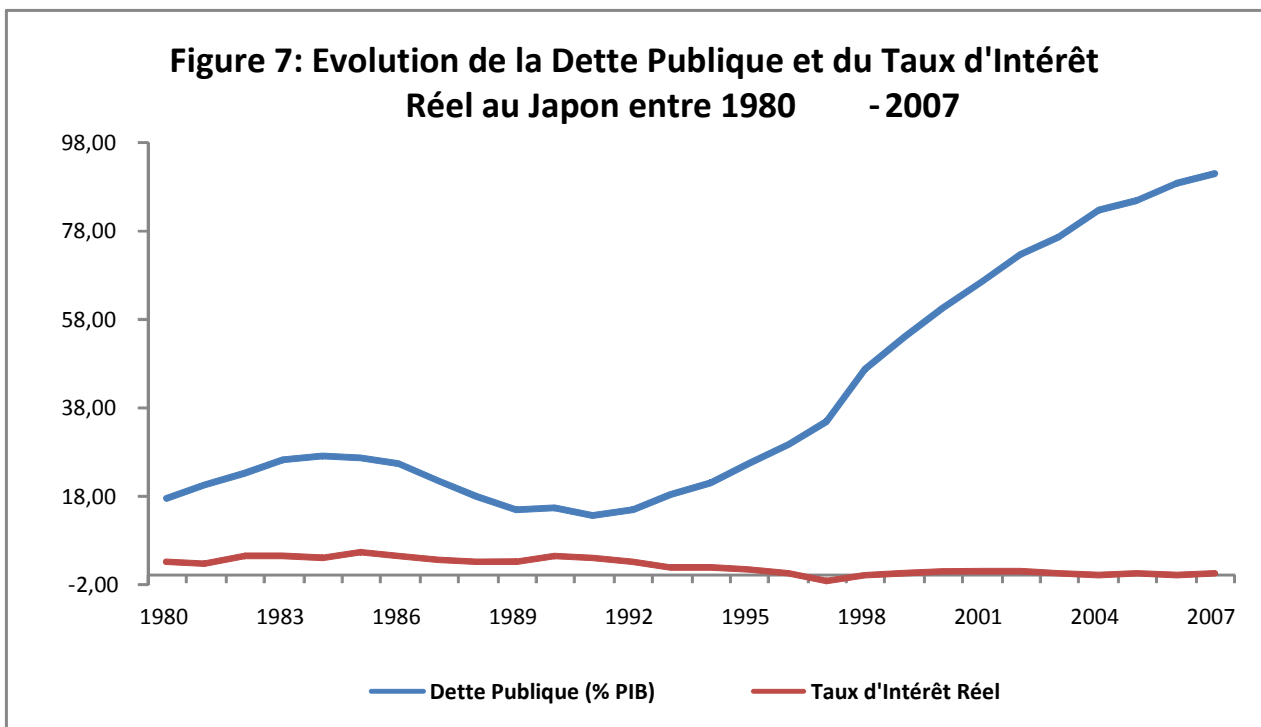
	Etats-Unis		Japon		Royaume-Uni	
	Dette Publique (% PIB)	Taux d'Intérêt Réel	Dette Publique (% PIB)	Taux d'Intérêt Réel	Dette Publique (% PIB)	Taux d'Intérêt Réel
1980	30,33	-0,15	17,21	3,12	-0,55	35,17
1981	25,37	6,00	20,50	2,52	0,98	37,83
1982	29,47	6,10	22,98	4,20	3,43	39,52
1983	32,92	5,93	25,91	4,50	4,66	38,17
1984	34,18	5,86	27,01	3,85	5,22	38,91
1985	37,24	4,57	26,24	5,27	6,91	39,38
1986	40,74	4,86	25,27	4,35	7,12	37,26
1987	42,91	3,08	21,00	3,55	5,53	34,04
1988	44,34	3,47	17,72	3,19	5,34	28,84
1989	44,50	4,43	14,47	2,88	8,47	23,01
1990	45,80	2,68	15,17	4,33	7,61	21,16
1991	49,25	1,47	13,33	4,12	4,15	20,66
1992	52,71	0,48	14,69	3,02	5,13	21,97
1993	55,30	0,05	18,06	1,75	3,39	25,79
1994	54,84	1,61	20,83	1,60	3,27	30,98
1995	54,10	3,03	25,01	1,31	3,94	35,27
1996	53,22	2,36	29,28	0,37	3,44	44,39
1997	50,10	3,12	34,79	-1,40	4,73	45,04
1998	46,20	3,81	46,21	-0,21	5,67	42,04

1999	41,40	2,78	53,83	0,35	4,03	39,75
2000	36,64	2,87	60,41	0,81	5,10	33,98
2001	35,58	1,07	66,34	0,74	3,94	32,53
2002	38,42	0,07	72,63	0,90	2,73	32,51
2003	41,37	-1,17	76,51	0,30	2,33	34,25
2004	43,08	-1,32	82,68	0,00	3,04	35,91
2005	43,78	-0,16	84,58	0,30	2,61	37,78
2006	43,29	1,74	88,41	-0,18	2,34	38,42
2007	43,98	2,16	90,78	0,47	3,16	38,35

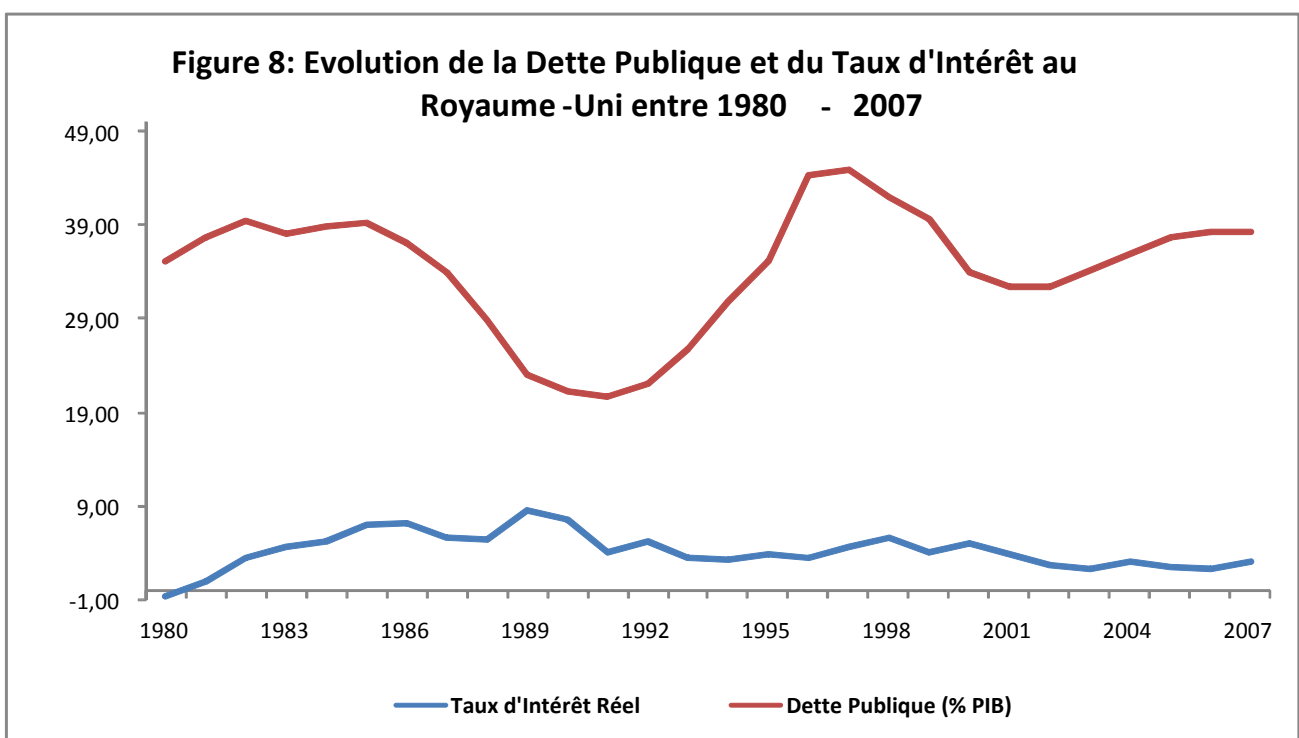
Source : Elaboration de l'auteur avec les données du FMI



Source : Elaboration propre avec les données du FMI



Source : Elaboration Propre avec les données du FMI



Source : Elaboration propre avec les données du FMI

Nous ne trouvons pas un lien automatique, ni entre l'évolution des taux d'intérêt réels au Brésil, quand bien même de court terme, et le ratio dette publique/PIB ; ni entre ceux-ci avec les excédents primaires. Cependant, conditionner la baisse des taux d'intérêt, sous prétexte de l'existence d'une dette publique élevée, nous paraît une attitude conservatrice et délibérée de la part des autorités monétaires. L'Etat devrait travailler dans le but de réduire le ratio dette publique/PIB. Toutefois, cette politique ne peut être efficace que si elle est accompagnée simultanément d'une baisse des taux d'intérêt. Étant donné l'indexation de la rémunération des titres publics au taux directeur, toute

variation de ce dernier a des effets immédiats sur les services de la dette. Le maintien des taux d'intérêt élevés bénéficie surtout les banquiers et certaines couches sociales plus aisées qui détiennent les ressources pour financer le gouvernement au détriment de la grande majorité de la population. Cette pratique a des effets indésirables au niveau macroéconomique.

Encadré 1

La politique de réduction de la dette publique qui propose une augmentation des excédents primaires à un niveau plus élevé que celui en cours en même temps que la Banque Centrale pratique une politique monétaire très restrictive par rapport à celle d'autres pays émergents est contreproductive. Le gouvernement devrait diminuer les dépenses publiques versées aux services de la dette. Ce qui n'est possible que si les taux d'intérêt étaient considérablement diminués, et que l'Etat adoptait des mesures de diminution des dépenses publiques inefficaces. Si les taux d'intérêt ne sont pas réduits à des niveaux internationaux, qui découragent la spéculation financière, il sera difficile de diminuer le service de la dette et la dette elle-même ne fera qu'augmenter. A moins que l'Etat accepte de sacrifier une grande partie de la population. Nous constatons aussi que malgré la diminution du risque pays enregistré ces dernières années, actuellement le risque étant d'environ 225 points (référence avril, 2008), la confiance des investisseurs ne semble pas être une entrave à la baisse des taux d'intérêt au Brésil. Si nous croyons à la théorie selon laquelle la réalisation des excédents primaires fait éloigner le risque inflationniste en renforçant la crédibilité du pays auprès des marchés financiers internationaux. Ce qui permettrait au pays de capter les capitaux à des taux moins élevés. Il est incompréhensible de constater que les taux d'intérêt continuent relativement très élevés. Contrairement à ce que certains théoriciens affirment, nous constatons que c'est le taux d'intérêt élevé qui fait que la dette publique continue élevée et non le contraire. Le maintien des taux d'intérêt élevés conduit les banques et les investisseurs à acheter les bons du trésor, plus rentables. Surtout avec la baisse récente très considérable des taux d'intérêt nord américains. Le Brésil devient un marché vers lequel les capitaux spéculatifs peuvent se diriger. Cette situation n'a pas simplement d'impact sur la dette publique, mais aussi sur le taux de change qui s'apprécie et cause des sérieux problèmes pour le secteur productif et exportateur avec aussi des conséquences négatives, à moyen et long terme, sur le compte courant.

III. c. L'Incertitude Juridictionnelle

L'hypothèse de l'incertitude juridictionnelle est soutenue par Arida, Bacha et Lara-Rezende (2005). Selon les auteurs, l'incertitude juridictionnelle – biais anti-créditeurs et interprétations défavorables des contrats dans les procès légaux – est à la base de l'absence de financements (en monnaie locale ou externe) de long terme dans la législation brésilienne. Cette situation associée aux distorsions de politique économique – non convertibilité du Real et autres mécanismes d'épargne obligatoire pratiqués par le Brésil serait la cause du maintien des taux d'intérêt à des niveaux élevés.

Il est vrai que les incertitudes juridictionnelles peuvent influencer le comportement des agents économiques et par conséquent les variables macroéconomiques. Toutefois, nous remarquons que les incertitudes juridiques ne sont pas « un domaine réservé » du Brésil. La plupart des pays émergents connaissent aussi les mêmes problèmes. Nous ne savons pas jusqu'à quel point le Brésil serait le pays où les incertitudes juridictionnelles sont les plus considérables pour justifier le maintien ou la pratique des taux d'intérêt plus élevés relativement à d'autres pays émergents. Même dans tous les pays du Mercosur, il y a des carences liées à des incertitudes juridictionnelles auxquelles les auteurs font références. Cependant, les taux d'intérêt pratiqués par ces pays sont inférieurs à ceux pratiqués par le Brésil.

III. d. La Multiplicité des Rôles Donnés au Taux d'Intérêt

L'hypothèse de la multiplicité des fonctions attribuées au taux d'intérêt défendue par Bresser-Perreira et Nakano (2002) montre que le taux d'intérêt est élevé au Brésil car à lui seul est attribué la tâche de trouver plusieurs équilibres simultanés. Parmi ces multiples objectifs, les autorités monétaires utilisent le taux d'intérêt pour réduire les investissements et la demande globale quand elle se trouve en forte croissance ; limiter la dépréciation du taux de change pour éviter l'inflation de coûts, attirer les capitaux étrangers pour équilibrer la balance des paiements, induire les investisseurs internes à acheter les bons du trésor pour financer les déficits publics et enfin, réduire le déficit commercial à travers le contrôle de la demande interne. Une ou plus de ces fonctions exigerait que le taux d'intérêt soit élevé. Il est difficile de se trouver à un moment où toutes d'entre elles permettent que le taux d'intérêt soit moins élevé. L'objectif central de toutes ces fonctions peut être justifié par la lutte contre l'inflation étant donné l'interdépendance des variables macroéconomiques.

Bresser-perreira et Nakano (2002. p. 163) soutiennent que les fonctions octroyées au taux d'intérêt au Brésil sont contradictoires. L'élévation des taux d'intérêt peut permettre la réussite d'un objectif, mais elle ira dans la direction contraire à d'autres objectifs, aggravant les déséquilibres macroéconomiques.

Les déséquilibres macroéconomiques auxquels se réfèrent les auteurs ci-dessus peuvent être compris à travers d'un exemple très simple. Toutes choses égales par ailleurs, si les autorités monétaires décident d'élever les taux d'intérêt pour faciliter l'entrée des capitaux avec l'objectif d'équilibrer la Balance des Paiements et contrôler l'inflation, elles seront, simultanément, entrain de permettre une appréciation du taux de change. L'appréciation du taux de change implique une perte de compétitivité des biens et services produits intérieurement. La perte de compétitivité va produire à son tour le déficit de la Balance Commerciale, ce qui se traduira à long terme en déséquilibre même de la Balance des Paiements ; l'économie retourne au point initial. Une telle situation, comme montrent les Bresser-Perreira et Nakano (*op. cit.* p. 163), peut obliger les autorités monétaires à permettre une forte dévaluation brusque de la monnaie avec des impacts sur l'inflation et peut engendrer des crises financières.

La situation décrite ci-dessus s'approche un peu de la réalité brésilienne actuelle. Le maintien des taux d'intérêt très élevés attire d'énormes capitaux vers le pays à la recherche d'une rémunération plus attrayante étant donné l'écart entre les taux d'intérêt internationaux et ceux pratiqués par le Brésil. L'entrée des capitaux provoque davantage l'appréciation de la monnaie nationale. Les résultats ont commencé à se manifester car beaucoup d'entreprises ne parviennent pas à exporter avec le Real très apprécié. La sonnette d'alarme sur le solde de la balance commerciale au début de cette année a fait que le gouvernement cherche des mesures pour stopper l'entrée des capitaux de court terme, mais les résultats paraissent non significatifs étant donné que l'écart entre les taux d'intérêt internationaux et les taux d'intérêt internes continue très élevé.

Avec la hausse récente des taux d'intérêt par la Banque Centrale, la situation risque de s'empirer. D'un côté la Banque Centrale peut être satisfaite car avec le real surévalué, l'inflation sera contrôlée. D'autre part, à long terme, c'est la déstructuration de la production nationale qui peut être en cours. Ce qui est beaucoup surprenant c'est le manque de coopération au sein du gouvernement (entendons ici la Banque Centrale et les Ministères liés aux secteurs de l'économie tels que le Ministère des Finances, Plan et celui du Développement, de l'Industrie et Commerce Extérieur). Pendant que le gouvernement adopte des mesures qui permettent la dévaluation du Real, mesures appuyées par les ministères cités, la Banque Centrale de l'autre côté augmente extrêmement ses taux d'intérêt pour lutter contre les tensions inflationnistes provenant d'une

augmentation des prix mondiaux de matière premières et des produits agricoles. L'équilibre d'une telle politique ne peut-être qu'inefficace à moyen et long terme.

Sicsu et al (2004) démontrent que les véritables effets primaires des taux d'intérêt élevés sur l'économie brésilienne sont la limitation de la croissance économique en renchérissant le crédit (taux d'emprunt) et, particulièrement en affectant négativement les expectatives des entrepreneurs ; l'accroissement de la dette publique, étant donné que la plupart des titres publics sont indexés au taux d'intérêt Selic. Toute augmentation de ce dernier provoque automatiquement un accroissement de la dette publique comme on l'a déjà remarqué.

Ce qui précède montre que le taux d'intérêt doit avoir des objectifs clairement définis dans la conduite de la politique économique qui ne peuvent pas être contradictoires. Le taux d'intérêt doit se limiter au contrôle de la demande globale et de l'inflation lorsque le diagnostic montre que celle-ci provient de la demande. Dans l'absence de cette définition claire, les taux d'intérêt internes élevés contamineront le risque pays car ce dernier dépend aussi du stock de la dette publique. Si la dette publique augmente à cause de l'augmentation du taux d'intérêt par exemple, le risque pays va augmenter aussi ; ce qui revient à dire que le taux d'intérêt externe augmentera. Il y a ainsi un cercle vicieux. Lorsqu'on s'attend que la diminution du risque pays permette la diminution des taux d'intérêt internes, on s'aperçoit que la réduction de celui-ci dépend à son tour de la baisse des taux d'intérêt internes.

III. e. La Financiarisation, le Comportement Rentier comme explication à la Pratique des Taux d'Intérêt élevés

La financiarisation est une logique d'accumulation capitaliste fondée sur la finance. D'une manière générale, la financiarisation se caractérise par une prédominance du marché du capital sur les autres (Salama, 2006). L'auteur argumente que sous la financiarisation, le marché du capital dicte en quelque sorte les conditions de rentabilité minimale requises dans le marché des biens et, par voie de conséquence, ces conditions ne peuvent se réaliser que si le marché du travail et les formes d'emploi se plient à ces nouvelles exigences Salama (*op. cit.* p. 36).

Il suffit d'observer la réaction des marchés boursiers en période de la publication des résultats périodiques sur les bénéfices des entreprises pour comprendre le phénomène décrit par l'auteur. Si les résultats ne sont pas conformes aux attentes des investisseurs des marchés boursiers, les actions de l'entreprise sont fortement pénalisées. La dévaluation des actifs de l'entreprise sur le marché boursier est une conséquence naturelle lorsque les attentes des investisseurs ne se conforment pas aux bénéfices jugés minimums sur les marchés des capitaux.

Salama (2006) montre que comme Janus la finance a deux faces : un côté vertueux et un côté parasitaire. Le premier c'est lorsqu'elle facilite l'accumulation et le second lorsqu'elle se fait à son détriment. A cet effet, l'auteur montre que les deux coexistent, l'une l'emportant sur l'autre et *vice versa* selon les périodes et l'environnement macroéconomique. Ainsi, pour l'auteur, la face parasitaire du Janus l'aurait nettement emporté sur la face vertueuse en Amérique Latine. Il y a basculement vers la financiarisation dans les pays de l'Amérique latine car le financier devenu plus lucratif que le productif se développe au détriment de ce dernier.

Toujours à propos de la financiarisation, Bruno (2007) montre que celle-ci se produit lorsque la part des actifs financiers totaux des entreprises non financières et des familles atteignent un seuil qui compromet la nature des activités économiques normales de ces agents économiques. En d'autres termes, si l'accroissement des gains financiers est tel que ceux-ci dépassent les revenus obtenus dans les activités principales, il s'en suit une baisse des investissements ou une moindre utilisation de la capacité installée disponible. Selon l'auteur, ce serait un phénomène qui a caractérisé

l'économie brésilienne depuis les années 1980 et qui se poursuit jusqu'à aujourd'hui. Il est vrai que dans les années quatre-vingts, la financiarisation était inflationniste différemment de celle observée après la période d'une inflation très élevée, basée sur les taux d'intérêt réel extrêmement élevés.

Ainsi, selon Bruno (2007), durant la décennie 1980, le régime monétaire et financier existant fut le développement d'une norme de financiarisation inflationniste. Les grandes entreprises non financières et les familles disposant des revenus les plus élevés pouvaient en effet bénéficier de rentes financières, gérées à partir de l'arbitrage des titres de la dette publique de court terme indexés à l'inflation, alors même que l'économie semblait dans la récession. Nous observons ici que la financiarisation dans cette décennie « perdue » tournait à l'avantage des plus riches, facilitant davantage la concentration du revenu. Les plus riches pouvaient continuer à s'enrichir davantage et les plus pauvres devenaient de plus en plus pauvres.

La stabilité des prix que le Brésil a conquis depuis 1994 avec le lancement du Real a mis un terme à ce mécanisme d'enrichissement qui freinait la croissance économique. Toutefois, la stabilité des prix a imposé une autre logique qui se réfère à une politique monétaire restrictive : celle de la pratique des taux d'intérêt élevés. De même qu'à l'époque de la haute inflation lorsque les titres de la dette publique étaient indexés à celle-ci, la pratique des taux d'intérêt élevés a substitué l'inflation élevée. Les titres de la dette publique sont indexés au taux d'intérêt de base de l'économie. A ce sujet, Bruno argumente que « l'hyperinflation » a été remplacée par « hyper-intérêts ». Comme conséquence de ce mécanisme, il y a blocage de l'accumulation du capital productif qui maintient l'économie brésilienne dans une trajectoire de croissance lente et instable ou volatile.

Nous pouvons nous demander ce que la financiarisation a avoir avec le maintien des taux d'intérêt élevé au Brésil. Comme nous l'avons vu, une économie sous régime de financiarisation privilégie les placements financiers au détriment des investissements productifs. Ce phénomène est aussi le résultat de la libéralisation financière qui tire ses origines dans le Consensus de Washington. Plihon (1996) commente à ce sujet que le nouvel ordre mondial issu, bien sûr, de ce Consensus consacre la domination du créancier sur le débiteur. Ainsi, pour l'auteur, la hausse des taux d'intérêt traduirait ce rapport de forces désormais favorable aux détenteurs du capital financier. Les pays en développements sont ceux qui payent le prix de ce processus moins « humain ».

Nous pouvons observer que sous la financiarisation de l'économie à la mode brésilienne, la dette publique devient alors, un support privilégié de la spéculation financière. Les détenteurs des titres publics font la loi. La dette publique devient un moyen de garantir la rente financière, dans la mesure où elle répond principalement aux anticipations de rentabilité des détenteurs de titres de la dette publique. Ce n'est donc pas une surprise que les détenteurs des capitaux et principaux acquéreurs des titres de la dette publique fassent pression sur les décideurs des politiques, principalement de la politique monétaire, pour que les taux d'intérêt soient maintenus à des niveaux qu'ils considèrent compatibles à leur « appétit ».

Plihon (1996) commente à ce sujet qu'à partir du moment où le principe de la finance libéralisée est accepté, comme c'est le cas du Brésil, il faut garantir la stabilité monétaire et assurer la libre circulation des capitaux internationaux ; donc il n'y a plus d'indépendance de la politique monétaire. Celle-ci est désormais dictée par les intérêts des investisseurs qui détiennent les titres de la dette publique. Toute tension inflationniste serait une opportunité pour justifier l'augmentation des taux d'intérêt. Ainsi, sous la financiarisation de l'économie « la loi du plus fort est toujours la meilleure » ; et le plus fort dans ce cas, ce sont ceux qui détiennent des capitaux, qui financent le gouvernement. Les résultats d'une telle politique économique, c'est la pratique du taux d'intérêt élevé ayant pour conséquences l'inhibition des investissements productifs au bénéfice des profits

financiers de court terme, qui à leur tour provoque une croissance économique faible et volatile, et aussi la concentration du revenu national.

Salama (2006, p.36) affirme aussi que la distribution très inégale des revenus favorise des comportements à tendance rentière. Le service de la dette externe et interne alimente la financiarisation, qui elle-même rétroagit sur la distribution des revenus en accentuant la polarisation en faveur des couches les plus élevées. Un cercle « vicieux » s'instaure au détriment de l'investissement. La finance sert peu à l'investissement, celui-ci s'effectuant surtout par autofinancement. Dans ce contexte, le retrait de l'Etat du secteur productif n'aide pas à stimuler la mise en place de grands projets ni à contrecarrer les tendances rentières du régime de croissance ; bien au contraire, par l'émission de titres publics, il l'alimente.

Il est vrai que ce phénomène de la financiarisation est mondial, mais il semble, qu'au Brésil, elle serait beaucoup plus forte qu'ailleurs. Bruno (2007) cite une étude qui a montré que la rente financière au Brésil (30 % -référence 2004) serait plus supérieure à celle des pays tels que Etats-Unis (19 % -référence (1995), Pays-Bas (9 % - référence 1999), Royaume-Uni (8 % référence 1999), Allemagne (7 % - référence (1999), Danemark 6 % - référence (1999), Finlande (3 % - référence (2000), Corée du Sud 3 % - référence (1995) et Espagne (2 % - référence (1999).

Comme nous pouvons observer, plusieurs hypothèses peuvent expliquer la pratique des taux d'intérêt au Brésil, mais jusque là aucune d'elles ne peut se prévaloir faire comprendre en totalité la problématique du taux d'intérêt au Brésil. Un sujet qui mérite encore d'être étudié. Nous pensons pouvoir expliquer ce phénomène dans nos prochaines recherches.

IV. Conclusions

La pratique du taux d'intérêt élevé au Brésil est une problématique qui a encore besoin d'être étudiée pour que les décisions importantes puissent être prises en matière de conduite de la politique économique. Malgré les divergences existantes au sein du gouvernement brésilien sur la politique monétaire, il est important de montrer que le pays connaît les taux d'inflation les moins élevés parmi les pays émergents. Toutefois ses taux d'intérêt continuent les plus élevés parmi les pays émergents. Ce phénomène inhibe les investissements et freine la croissance économique forte et soutenable dont a nécessité le pays pour réduire les inégalités sociales.

Certaines hypothèses sont évoquées pour expliquer la pratique des taux d'intérêt au Brésil, tels que problèmes liés à l'indice des prix qui sert d'indicateur pour la définition de cibles d'inflation (IPCA). Ce qui peut être solutionné par le gouvernement en choisissant un autre un indice qui puisse exclure l'inflation des produits volatiles, qui sert des raisons pour élever les taux d'intérêt. La financiarisation de l'économie brésilienne semble détenir une grande responsabilité de la pratique des taux d'intérêt élevé. Un changement de la politique économique, qui contemple d'abord une réduction de la dette publique, qui sert de spéculation de la part de ses détenteurs pour « faire la loi » se fait prioritaire. Le gouvernement devrait réduire ses dépenses, baisser en même temps le taux d'intérêt. In ne faut pas seulement augmenter les excédents primaires en attendant que les marchés dictent quel doit être le taux d'intérêt approprié.

La baisse des dépenses publiques, principalement, celles liées à la charge de la dette publique, semble une solution efficace, qui puisse dégager davantage des ressources pour les investissements dont le pays a besoin. Toutefois, cette réduction ne peut être possible que si la politique fiscale est responsable. Il faut nécessairement une combinaison : la baisse des dépenses publiques inefficaces et la baisse des taux d'intérêt. Ce n'est bien sûr pas une solution magique, mais nécessaire pour la reprise d'une croissance soutenue et forte car cela contribuera à réduire le degré de la financiarisation de l'économie.

Il faut observer que l'importance de l'équilibre fiscale ne consiste pas tout simplement à signaler aux marchés financiers sur la capacité du gouvernement d'honorer ses obligations ni pour permettre l'accès aux financements moins chers. Une telle attitude ne fera que privilégier la spéculation financière. La responsabilité fiscale devrait permettre au gouvernement de maintenir l'endettement public à des niveaux acceptables. Le pays doit s'accoutumer à vivre avec ses propres moyens. Quand un gouvernement possède des finances équilibrées, il ne se verra pas obliger à des durs ajustements fiscaux au moment où les capitaux externes cessent leur entrée. Ainsi, une position solide des finances publiques et des comptes courants de la balance des paiements lance les bases d'une politique fiscale anticyclique en présence des chocs externes adverses. Cela permettra aussi au gouvernement de réaliser des investissements dans les secteurs clés. C'est cette logique de base qui, à notre avis, devait être le moteur d'une politique d'équilibre fiscale et non celle de signaler aux marchés financiers de la capacité du gouvernement de payer les services de la dette. L'augmentation des excédents primaires comme forme de garantir le paiement de la dette alimente davantage la spéculation financière en prenant en otage la politique monétaire et fiscale.

Références Bibliographiques

- ARIDA, P., BACHA, E.L. et LARA-RESENDE, A. (2005). « Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the case of Brazil ». In F. Giavazzi, I. Goldfanjn et S. Herrera (org). *Inflation Targeting, Debt, and the Bazilian Experience, 1999 to 2003*. The MIT Press.
- BACHELLERIE, A. et COUILLAUT, B. (2005). « Soutenabilité de la Dette Publique et Crises des Pays Emergents : Présentation des Concepts et des Instruments de Diagnostic. Banque de France : Revue de la Stabilité Financière n°6, juin.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2003). « Preços Administrados ». Diretoria de Política Econômica, maio.
- BRESSER-PERREIRA, L. et NAKANO, Y. (2002). « Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade ». *Revista de Economia Política*, vol. 22, n° 3(87), Julho-setembro.
- BRUNO, M. (2007). « Financiarisation et Accumulation du Capital Productif au Brésil ». *Révue du Tiers Monde*, vol. XLVIII n°189, Janvier-Mars.
- CHRISTINE, P. (2005). In Salama (1996). « La Financiarisation Excluante : Les Leçons des Economies Latino-américaines ». In (org) François Chesnais : *La Mondialisation Financière*. Ed. Syros.
- DUCOUDRE, B. (2005). « Politique Budgétaire et Taux d'Intérêt ». *Révue de L'OFCE*, Octobre.
- FISCHER, S. (2002). « Fiancial crises and reform of the International Financial System ». NBER Working Paper 9297.
- FOLHA DE SÃO PAULO (2008a). « China tem inflação de 8,7 % em fevereiro, a maior em 12 anos ». <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u380620.shtml>, 11/03/2008.
- _____ (2008b). « China registra inflação de 7,1 % em janeiro, maior em 11 anos ». <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u373781.shtml>, 19/02/2008.
- MENDONÇA, H., F. de (2007). « Metas de Inflação e Taxa de Juros no Brasil : Uma Análise do Efeito dos Preços Livres e Administrados ». *Revista de Economia Política*, vol. 27, n°3 (107), pp. 431-451, julho-setembro.
- PLIHON, D. (1996). « Déséquilibres Mondiaux et Instabilité Financière : La Responsabilité des Politiques Libérales », in Chesnais F. (coord.), *La Mondialisation Financière : Génèse, coûts et enjeux*, Ed. Syros, Paris.
- RELATORIO DE INFLAÇÃO (2008). « Relatório de Inflação do 1º trimestre de 2008 ». Banco Central do Brasil, março.
- SALAMA, P. (2006). « Le Défi des Inégalités. Amérique Latine/ Asie : Une Comparaison Economique ». La Découverte, Paris XIII^e.

SICSU, J., OREIRO, J. L., DE PAULA, L. F. (2004). « Contrôles da Dívida Pública e Política Fiscal : Uma Alternativa para um Crescimento Auto-Sustentado da Economia Brasileira». *Agenda Brasil*, p. 117-152.

VALOR ECONÔMICO (2008a). « Evolução da crise põe Fazenda e Banco Central em lados opostos ». <http://www.valoreconomico.com.br/valoreconomico/285/financas/54>, 20 de março de 2008.

_____ (2008b), « Câmbio: desacordo entre Fazenda e BC », <http://www.valoreconomico.com.br/valoreconomico/285/primeirocaderno/brasil/C>, 19 de março de 2008.

VIANNA, W. S., MODENESI, A. de Melo, BRUNO, M. (2008), « Reversão Preventiva na Política Monetária ». *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Nota Técnica, Abril*.