

Le financement interne des engagements extérieurs du secteur public brésilien

Jérôme Trotignon *

A partir du milieu des années soixante-dix, les autorités monétaires brésiliennes se trouvent au cœur des mécanismes mis en place pour assurer le financement des engagements auprès des créanciers étrangers. L'étatisation de la dette va aller en s'accroissant avec l'obligation pour la Banque centrale de prendre progressivement en charge non seulement le service de la dette accumulée par les agents privés mais surtout l'endettement de l'ensemble du secteur public, soit 85 % de la dette totale. La seule dette extérieure de la Banque centrale passe ainsi de 19,5 à 44,6 milliards de dollars de 1985 à 1990. Est ici retracé le cheminement à travers lequel les autorités monétaires vont tenter de maîtriser l'endettement extérieur du secteur public : la succession des mesures prises, leur application interne et l'incidence de ces opérations externes sur la base monétaire du Brésil. Si les pressions monétaires dues à ces opérations s'atténuent à la fin des années quatre-vingt, les conséquences budgétaires de la dette publique continuent de s'exercer entre autre sur l'inflation. Le recours à la notion de capacité de paiement budgétaire externe du secteur public permet une analyse plus fine des raisons pour lesquelles les différents remèdes appliqués depuis dix ans n'ont rencontré qu'un succès limité.

Près de dix ans après la cessation de paiement du Mexique d'août 1982 et le déclenchement de la crise des paiements brésilienne de septembre 1982, le thème de la dette extérieure du Brésil reste controversé. Les effets négatifs des versements nets effectués au profit des créanciers internationaux sur l'investisse-

* Jérôme Trotignon est Docteur ès sciences économiques de l'Université Paris X-Nanterre et journaliste à Nord-Sud Export.

ment, la croissance, l'inflation et la dette interne sont souvent minimisés – voire négligés – ou bien surestimés, comme si la crise actuelle n'avait qu'une origine externe.

De 1982 à 1990, le rapport de la dette extérieure totale au PIB diminue de 28,0 % à 25,5 % ¹, alors qu'il augmente en se situant à un niveau plus élevé dans la presque totalité des autres pays d'Amérique latine. Le règlement annuel du service de la dette net représente en moyenne 3,0 % du PIB sur la période 1987-89 contre 3,4 % du PIB sur la période 1984-86 ¹. La relative amélioration de ces indicateurs ne doit pas masquer l'importance des effets monétaires et budgétaires du transfert net de ressources à l'étranger. Le secteur public brésilien est détenteur de près de 85 % de la dette totale, alors que le secteur privé est responsable d'environ 80 % des exportations du pays. Un transfert de devises s'opère donc d'un secteur à l'autre. En contrepartie, un financement monétaire ou quasi-monétaire sous forme de titres publics à très court terme est nécessaire. Cette situation, semblable à celle de l'Argentine, est différente de celle du Mexique ou du Venezuela, pays où le secteur public exportateur est très développé.

Cette étude se propose de montrer de quelle manière et dans quelle mesure s'exercent les effets monétaires de l'ensemble des opérations externes de la Banque centrale. Le risque inflationniste que ceux-ci comportent amène à considérer l'utilisation du critère de la capacité de paiement budgétaire externe pour le règlement du service de la dette extérieure, qui a généralement été écarté par les politiques économiques orthodoxes et les chocs hétérodoxes mis en œuvre de 1983 à 1991.

L'incidence monétaire du règlement du service de la dette publique externe : mécanismes et mesure

Les effets monétaires des règlements nets effectués par le secteur public brésilien aux créanciers internationaux sont liés au processus d'étatisation de la dette qui débute au milieu de la décennie 70 et à son absorption progressive par la Banque centrale dans les années 80.

A partir de 1974, le secteur public est largement utilisé comme vecteur de l'injection d'épargne étrangère pour financer les déficits en compte courant et les investissements du second plan national de développement. Pour inciter les entreprises nationales à emprunter à l'extérieur, le gouvernement restreint leur

1. PIB en cruzados/cruzeiros converti au taux de change moyen du dollar.

capacité d'auto-financement en maintenant des tarifs publics à un niveau assez bas et institue des limites à leur participation au marché boursier et au système de crédit interne. En 1982, 63 % de la dette externe totale sont déjà du ressort des entreprises nationales, du gouvernement, des Etats fédérés, des municipalités et de la Banque centrale. Les refinancements d'intérêts et les rééchelonnements de dettes qui suivront bénéficiant essentiellement à ces entités publiques, la part de leurs encours dans la dette totale continuera d'augmenter durant les années 80 (tableau 1).

TABLEAU 1

Répartition de la dette extérieure par débiteurs (1982-1990)

En milliards de dollars - fin de période

	Dette externe totale (A)	Dette externe publique (B)	Banque centrale (C)	Gouver- nement	Entre- prises natio- nales	Etats et muni- cipalités	(B) / (A) %	(C) / (A) %
1982	82,7	52,1	-	-	29,4	3,0	63,0	-
1983	91,6	66,5	-	-	31,7	3,0	72,6	-
1984	102,0	75,1	-	-	33,8	3,5	73,6	-
1985	105,1	80,3	19,5	16,8	39,3	4,7	76,4	18,6
1986	111,1	88,6	24,0	20,4	39,1	5,1	79,7	21,6
1987	121,2	99,4	34,8	22,6	37,1	4,9	82,0	28,7
1988	113,5	93,4	35,6	22,3	30,9	4,6	82,3	31,4
1989	115,1	97,5	42,7	21,4	29,3	4,1	84,7	37,1
1990	121,0	101,0	44,6	20,7	31,3	4,4	83,5	36,9

Sources : Banque centrale du Brésil, « Brasil programa econômico », plusieurs numéros, « Boletim mensal », plusieurs numéros, et « rapport annuel » 1989.

A partir de 1983, la restriction des crédits externes et la faiblesse intermittente des réserves de change (tableau 2) induisent une absorption croissante de la dette des agents privés par la Banque centrale, qui centralise sur certaines périodes le règlement du service de la dette du secteur privé. Le rôle spécifique joué par l'Institut d'émission dans le refinancement de la dette du secteur public explique également une absorption croissante des encours de l'administration régionale et des entreprises nationales. L'élévation de la dette extérieure de la BACEN (Banque centrale du Brésil) de 24,0 milliards à 44,6 milliards de dollars de 1986 à 1990 s'opère conjointement à la diminution de la dette des Etats et des municipalités et des entreprises publiques (tableau 1).

Le rôle de la Banque centrale dans le refinancement de la dette externe du secteur public

A la suite du premier rééchelonnement partiel de la dette bancaire (25/02/83) et de la dette contractée auprès des membres du Club de Paris (23/11/83), la

TABLEAU 2

Réserves internationales, 1982-1991*En millions de dollars - fin de période*

	Liquidités internationales *	Réserves disponibles *	Réserves disponibles/ importations **
1982	3 994	938	0,6
1983	4 563	- 1 555	- 1,2
1984	11 995	7 522	6,5
1985	11 608	7 690	7,0
1986	6 760	4 585	3,9
1987	7 458	4 433	3,5
1988	9 140	5 359	4,4
1989	9 679	7 268	4,8
1990	9 973	8 751	5,2
1991 ***	-	6 300	4,3

* Le concept de « liquidités internationales » est celui adopté par le Fonds monétaire. Les liquidités internationales comprennent les actifs de court, moyen et long terme suivants : or, DTS, tranche-or du FMI, devises convertibles. Les réserves disponibles sont les réserves immédiatement mobilisables.

** En mois d'importations.

*** Estimation - novembre 1991.

Source : Bancos de dados financeiros nacionais e internacionais, FGV/IBRE/CEMEI, plusieurs numéros.

Source originelle : Banque centrale du Brésil.

Banque centrale devient intermédiaire entre les créanciers externes et les débiteurs internes dans l'affectation du principal rééchelonné et de l'argent frais éventuellement octroyé par les banques. Elle centralise également le règlement du service de la dette publique. Ce rôle d'intermédiaire se retrouve pour les opérations liées aux emprunts concédés par les organismes multilatéraux.

Des crédits nouveaux sont octroyés par les banques à trois reprises durant la décennie 80 dans le cadre du projet 1 des accords signés. Le principal de la dette bancaire est rééchelonné dans le cadre du projet 2. Les sommes se référant aux projets sont déposées sur des comptes spéciaux à la Banque centrale, au crédit des banques internationales. Celles-ci concèdent, aux conditions stipulées dans les accords, un prêt ou le renouvellement d'un prêt à un débiteur public. Cette opération de redistribution des ressources, préalablement déposées à la Banque centrale, aux emprunteurs finals, est dénommée « relending ». Certaines banques, par sécurité, préfèrent laisser leurs dépôts sous l'entière responsabilité de la BACEN qui devient alors l'emprunteur final. Cette option fait augmenter le volume de la dette des autorités monétaires et les charges correspondantes.

Grâce aux dépôts des projets 1 et 2, à ceux approvisionnés par le règlement des échéances dues au Club de Paris, et également aux tranches de crédit du FMI, la Banque centrale dispose d'un certain volume de ressources non monétaires destinées au refinancement de la dette externe du secteur public.

La demande de refinancement du secteur public est très lourde. Avec l'interruption des crédits bancaires spontanés à la fin de l'année 1982, ses

ressources externes deviennent limitées. Les entreprises nationales sont particulièrement touchées : elles ont été utilisées comme moyen de lutte contre l'inflation par contention de leurs tarifs et font face à une récession dans le cadre de la politique d'ajustement du début de la décennie 80. Elles se révèlent donc dans les années 80 incapables de dégager des excédents susceptibles d'honorer le service de leur dette par versement à la Banque centrale. Les banques et le Club de Paris ne refinançant que le principal de la dette et une partie des intérêts, les disponibilités du passif non monétaire de la BACEN sont insuffisantes pour assurer l'ensemble des opérations de refinancement de la dette des entités publiques. L'accès du secteur public non financier aux marchés domestiques des capitaux étant limité par un contrôle quantitatif rigoureux et la majeure partie de la dette publique externe étant garantie par le Trésor, les autorités monétaires ont été chargées de répondre en dernière instance aux nécessités de financement des débiteurs publics.

A cette fin est créé en août 1983 un mécanisme interne de financement par l'avis n° 30 du ministère de la Fazenda au Président de la Banque du Brésil (avis MF-30) ; celle-ci fait partie des autorités monétaires jusqu'au début de l'année 1986. L'avis MF. 30 autorise une avance de fonds à toute entité publique hors BACEN (entreprise, gouvernement, Etat, municipalité) qui ne dispose pas des ressources nécessaires au paiement du service de sa dette à la Banque centrale. La Banque du Brésil – le Trésor à partir de 1988 – concèdent un crédit-relais à l'organe public demandeur, qui doit être ultérieurement acquitté au travers d'une opération de relending ou grâce à des prêts octroyés par la BACEN sur la base des excédents non utilisés par les banques internationales (cas où la Banque centrale est devenue l'emprunteur final). Le procédé doit simplement consister en une écriture comptable qui permet aux entités publiques insolvables de régler leurs échéances à la date prévue.

Même en restant un simple jeu comptable, l'obtention de crédits via avis MF-30 pour le paiement du principal oblige la Banque centrale à devenir l'emprunteur final des sommes correspondantes, ce qui augmente à nouveau le volume de ses engagements externes en amortissements et en intérêts. Les crédits-relais étant aussi concédés pour le seul règlement des intérêts, le montant des intérêts versés par la BACEN aux créanciers internationaux s'élève sensiblement. Le volume des ressources monétaires qu'elle libère pour l'achat des devises correspondantes au secteur exportateur privé s'élève dans la même proportion. De plus, lorsqu'elle devient l'emprunteur final, la Banque centrale perd l'assurance de recevoir les échéances du débiteur initial, ce qui supprime le cas échéant un effet de contraction de la masse monétaire.

En pratique, la majeure partie des crédits concédés par l'intermédiaire de l'avis MF-30 ne sont pas acquittés au travers d'une opération de relending, comme il avait été prévu initialement. De plus, de 1984 à 1988, seuls 30 % des crédits-relais peuvent être remboursés². Certains sont renouvelés, mais la

2. F. Werneck Magalhaes, novembre 1989, p. 38.

plupart sont annulés par le gouvernement fédéral par simple transfert du Trésor au secteur public³.

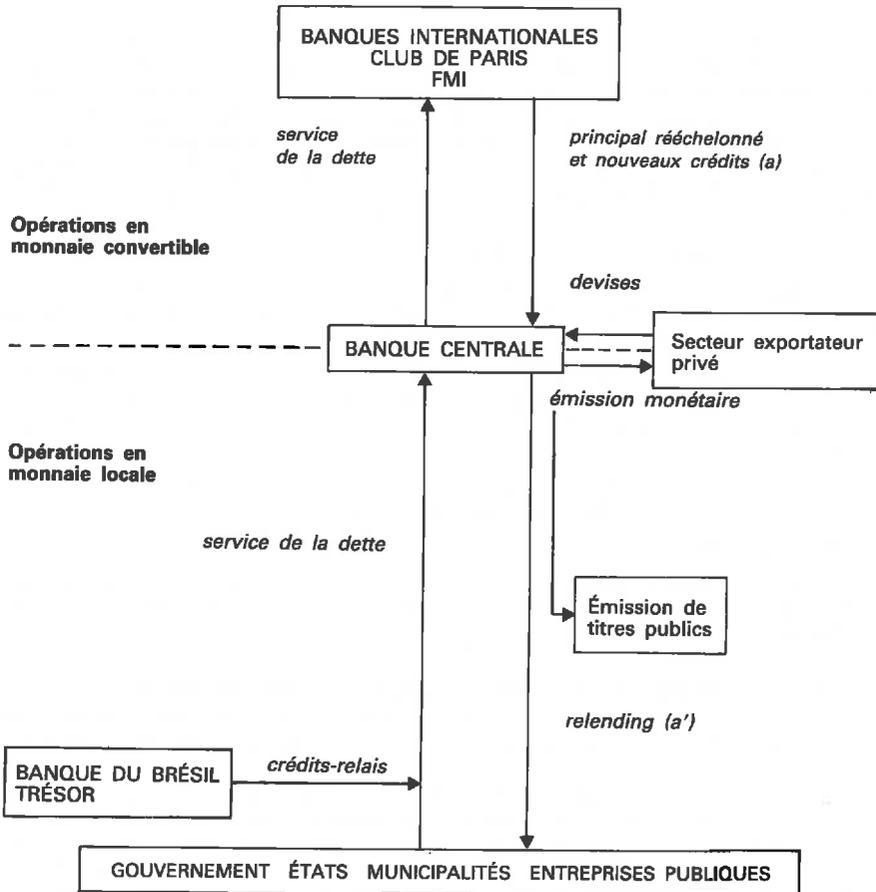
Des procédés similaires à celui de l'avis MF-30 sont utilisés sur une plus petite échelle, comme ceux de l'avis GB-588 (1967) ou de l'avis MF-09 (1984). Sauf dans le cas de l'avis GB-588 (il permet au Trésor de se substituer à un débiteur public insolvable en annulant sa dette), ces dispositifs occasionnent la substitution d'une partie de la dette interne du secteur public brésilien à des engagements externes. Une autre forme de substitution de la dette interne au service de la dette externe est présente lorsque la BACEN décide d'atténuer les effets monétaires de ses règlements externes par augmentation de la dette publique (encadré). Cette forme de financement comporte également un caractère inflationniste à cause du profil très particulier des titres publics : ils sont immédiatement mobilisables et bénéficient d'une rémunération quotidienne jusqu'en mars 1990 (la dette interne détenue par le public progresse de 5,5 % à 15 % du PIB de 1981 à 1989⁴, au fur et à mesure de la substitution des liquidités monétaires en titres par les agents économiques).

Le recours aux différents procédés d'obtention des crédits-relais par une entreprise nationale a pour condition préalable l'utilisation des ressources qu'elle détient éventuellement sous forme de DRME (dépôts répertoriés en monnaie étrangère) à la BACEN. Dans le cadre de sa politique d'incitation à l'endettement extérieur menée dans les années 70, le gouvernement a autorisé le dépôt à la Banque centrale de la partie non utilisée des emprunts externes des institutions financières (circulaire n° 230 du 29/04/74) et des entreprises étrangères et publiques (résolution n° 432 du 23/06/77). Afin de les libérer du risque de change, l'institut d'émission a assuré la correction cambiaire et le paiement des intérêts (spread inclus) aux conditions du contrat initial (le 18 mars 1990 est suspendue l'autorisation de constituer de nouveaux DRME). Dans un premier temps, les dépôts ont eu un impact monétaire dépressif. A partir de 1979-80, la très forte élévation du dollar, des taux d'intérêt mondiaux et du spread concédé par les banques, a amorcé un mouvement d'augmentation autonome du montant des DRME. Ce processus d'étatisation d'une partie des pertes de la crise financière externe a eu des conséquences importantes sur l'efficacité de la politique monétaire, les sommes constituées en dépôt pouvant être retirées à tout moment.

3. H. C. Bontempo, avril 1988, p. 115.

4. Toute statistique non référencée de cet article provient de la Banque centrale du Brésil.

Schéma simplifié du refinancement du service de la dette extérieure du secteur public



Les opérations de refinancement de la dette du secteur public sont rendues complexes pour des raisons institutionnelles. La Banque centrale a en effet un double rôle : elle est d'une part intermédiaire entre les créanciers internationaux et les entités administratives et productives et d'autre part gestionnaire de sa propre dette. Il convient donc de considérer à la fois le refinancement de la dette du secteur public hors Banque centrale et le refinancement de la dette de l'Institut d'émission.

Les versements nets effectués au titre du service de la dette de la Banque centrale nécessitent l'achat de devises au secteur exportateur privé par émission monétaire. Pour éviter une trop forte expansion de la masse monétaire, la Banque

centrale procède à des émissions de titres publics. Ceci donne lieu à une substitution de la dette publique au service de la dette extérieure de l'Institut d'émission.

Mécanisme des crédits-relais

Objet :

L'offre de ressources des créanciers internationaux à la Banque centrale (a), puis de la Banque centrale aux différentes entités publiques (a'), est inférieure à leur demande de ressources pour le refinancement du service de leur dette. Pour combler ce déséquilibre, une avance de fonds sous forme de crédits-relais de la Banque du Brésil (autre composante des autorités monétaires jusqu'au début de l'année 1986) ou du Trésor (à partir de 1988) est attribuée aux débiteurs insolvable. Elle s'effectue généralement selon les règles prévues par l'avis MF-30 (1983).

Conditions d'accès aux crédits pour un débiteur :

– Incapacité à régler tout ou partie du service de sa dette à la Banque centrale à la date de paiement prévue dans les contrats de rééchelonnement signés avec les créanciers internationaux.

– Impossibilité de bénéficier des ressources du relending. Le relending consiste en une redistribution par la Banque centrale des ressources octroyées par les créanciers externes (refinancement du principal et nouveaux crédits) aux débiteurs publics ou privés.

– Utilisation préalable des ressources qui seraient détenues par le débiteur public sous forme de DRME (voir le texte).

Remboursement :

Le remboursement des crédits doit légalement s'opérer lors d'opération ultérieure de relending. En pratique, environ 70 % des crédits ne sont jamais remboursés.

Processus d'augmentation de la dette extérieure de la Banque centrale

L'augmentation progressive de la dette extérieure de la Banque centrale – et par conséquent, du service de sa dette – durant la décennie 80 a plusieurs origines :

– l'octroi de crédits-relais pour le règlement des amortissements des débiteurs publics insolvable à la Banque centrale, qui devient alors l'emprunteur final ;

– la décision de certaines banques internationales de laisser les sommes rééchelonnées ou nouvellement prêtées sous l'entière responsabilité de la Banque centrale. Elles s'ajoutent alors à l'encours de sa dette dans le cas où elles ne sont pas reprêtées aux débiteurs publics ;

– la limitation des opérations de relending à partir de 1986 puis leur suppression à partir de 1988, qui impliquent le maintien à l'Institut d'émission de ressources d'emprunt auparavant redistribuées ;

– l'inadéquation entre le volume des réserves internationales et des engagements externes. Faute de pouvoir fournir l'équivalent en devises des cruzeiros/cruzados qui lui sont versés par les débiteurs privés et publics solvables, la Banque centrale absorbe leur dette dans l'attente d'une amélioration de sa capacité de paiement cambiaire ou d'une modification des conditions de paiement externe ;

– la signature d'un accord stand by qui entraîne un endettement de la Banque centrale auprès du FMI.

La mesure de l'impact monétaire des opérations externes

Les retraits nets effectués sur les DRME, sur les dépôts des projets (relending), l'octroi de crédits-relais pour le règlement simultané d'échéances en intérêts par la BACEN, et l'achat de devises par la Banque centrale dont le service de la dette augmente régulièrement, constituent autant de pressions sur l'émission de monnaie. L'impact monétaire de l'ensemble des opérations externes menées par la Banque centrale est mis en évidence dans l'égalité suivante :

$$dBM = t. (dR - d \text{ DEAM} + dCR + i_1 \text{ DEAM} - i_2 R - i_3 \text{ CR})$$

où :

BM est la base monétaire,

t le taux de change,

R les réserves internationales,

DEAM la dette des autorités monétaires (projets banques et Club de Paris, DRME, emprunts auprès des organismes multilatéraux),

CR les crédits-relais accordés dans le cadre de la procédure de l'avis MF-30 ou d'une procédure apparentée,

i_1 , i_2 , et i_3 les taux d'intérêt qui s'appliquent respectivement à la dette des autorités monétaires, aux réserves internationales et aux crédits-relais.

Toutes les opérations externes effectuées pour le propre compte de la Banque centrale ont été additionnées ou soustraites aux variations des réserves internationales pour rendre compte de la variation de la base monétaire induite par le secteur externe. L'étude de cette variation est rendue complexe par l'imbrication des mouvements financiers externes avec ceux qui lient la Banque centrale aux débiteurs internes. Nous pouvons observer que la modification du niveau des réserves de change n'affecte pas nécessairement la base monétaire. C'est le cas par exemple lorsque la BACEN contracte un emprunt auprès du FMI ou le rembourse (R et DEAM augmentent ou diminuent simultanément). Inversement, la variation de la base monétaire peut s'effectuer à niveau de réserves constant. C'est le cas lors d'une diminution – ou d'une augmentation – du volume des DRME ou des dépôts des projets (BM augmente – ou diminue – en même temps que DEAM diminue – ou augmente-).

Une mesure de l'incidence monétaire des opérations externes de la Banque centrale de 1984 à 1991 est donnée par le tableau 3. Elle diminue au cours des années 80, et s'avère très faible en 1986 – à cause de la très forte expansion monétaire qui accompagne le processus de remonétisation de l'économie du Plan Cruzado – et négative en 1989 – année où l'effet concentrationniste de l'augmentation du volume des DRME est exceptionnel. Les pressions monétaires externes s'atténuent à la fin de la décennie 80 pour les trois raisons suivantes :

– l'excédent commercial diminue de 19,2 milliards à 11 milliards de dollars de 1988 à 1990 – il atteint 10,4 milliards de dollars en 1991 – ce qui restreint les

possibilités d'accumulation de devises par la Banque centrale en vue de ses règlements externes (tableau 5) ;

– les opérations de relending, déjà très limitées dès 1986, sont annulées en 1988 et supprimées à partir du début du Plan Eté en janvier 1989 à cause de leur effet monétaire expansionniste (elles s'élevaient à 5,1 milliards de dollars en 1985). Pour la même raison, les opérations de conversion de la dette extérieure en capital-risque sont fortement limitées à partir de janvier 1989 ;

– au milieu de l'année 1988, l'octroi de crédits-relais devient une prérogative du Trésor. La nouvelle constitution promulguée le 5 octobre 1988 lui interdit d'accorder des crédits-relais aux débiteurs insolvables sans recette équivalente. Le montant de ces crédits passe de 5,8 milliards de dollars en 1983 à 4,5 milliards en 1988, puis à 2,8 milliards en 1989. Les opérations sont suspendues à la mi-90.

TABLEAU 3

Part des opérations externes dans l'augmentation de la base monétaire *
1984-1991

En %

1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
111	85	10	80	44	- 4	31	52

* L'incidence monétaire d'autres postes peut éventuellement représenter un pourcentage de la variation de la base monétaire plus élevé que celui des opérations externes (cas des opérations effectuées avec le Trésor ou des opérations sur titres publics).

Source : Banque centrale du Brésil, « rapport annuel », plusieurs numéros.

Les restrictions mises en place sur l'octroi des crédits-relais ne résolvent pas pour autant le problème de l'incapacité du secteur public à honorer une partie substantielle de ses engagements externes. L'affectation de ressources budgétaires pour le financement des crédits étant limitée, les arriérés de paiement des débiteurs internes vis-à-vis de la Banque centrale s'accumulent à partir de l'année 1989 (les ressources sont libérées en priorité en vue des règlements à la Banque mondiale et à la Banque interaméricaine de développement). Cette accumulation est permise par le moratoire sur le service de la dette bancaire qui débute fin juin 1989, et par le moratoire – partiel en 1989, presque total en 1990 – sur le service de la dette rééchelonnée par le Club de Paris. D'avril 1989 à juillet 1990, le total des arriérés accumulés et non déposés à la Banque centrale par le secteur public s'élève à 15,8 milliards de dollars (8,5 milliards en amortissements et 7,3 milliards en intérêts) ⁵. En 1991, la décision unilatérale du gouvernement brésilien d'honorer 30 % des intérêts de la dette bancaire contraint le secteur public à régler les échéances correspondantes à la BACEN.

5. Sur ce total de 15,8 milliards de dollars, 11 milliards étaient du ressort des entreprises nationales – dont 3,8 milliards pour Electrobras, Siderbras, et Itaipu Binacional – et 2,8 milliards de celui des Etats et municipalités et de leurs entreprises publiques respectives (*Gazeta Mercantil*, 27 août 1990).

Lors de la signature de l'accord du 8 avril 1991 sur les 8,5 milliards d'arriérés en intérêts accumulés jusqu'en décembre 1990, le Sénat a dû délivrer une dérogation exceptionnelle au Trésor pour qu'il puisse régler la partie non honorée par le secteur public des 25 % d'arriérés non refinancés par les banques.

La réduction des pressions monétaires des paiements externes à la fin de la décennie 80 doit donc s'analyser avec prudence, compte tenu des effets monétaires potentiels qui pourront s'exercer à l'avenir. Après la signature prochaine des nouveaux accords de restructuration de la dette bancaire et de celle contractée auprès des pays membres du Club de Paris, la reprise du procédé de l'avis MF-30 ou la création d'un autre mécanisme de financement devra être envisagée. La constitution de 1988 interdit en effet à la Banque centrale d'effectuer des versements aux créanciers internationaux au nom des débiteurs publics sans que ceux-ci ne lui aient réglé la contre-valeur en cruzeiros.

La capacité de paiement budgétaire externe : un critère non utilisé par les politiques économiques des années 80

Même si leur intensité diminue depuis 1984, les pressions monétaires externes et leurs corollaires en matière budgétaire – augmentation du service de la dette publique et prise en charge par le Trésor de la dette des débiteurs insolubles – constituent, parmi d'autres causes d'origine interne, l'un des facteurs externes qui explique les taux d'inflation enregistrés ces dernières années (tableau 5). Elles justifient de ce fait l'utilisation du critère de la capacité de paiement budgétaire externe pour le règlement du service de la dette extérieure. Après en avoir donné une définition, nous en proposerons une mesure sur la période 1983-90 et vérifierons qu'elle n'a pas été prise en compte dans l'élaboration des politiques de stabilisation anti-inflationnistes, excepté pour la seule année 1990.

La capacité de paiement budgétaire est constituée des recettes suivantes : l'excédent primaire du budget – différence entre les recettes et les dépenses non financières –, les crédits externes nets des amortissements réglés, les revenus du placement des réserves internationales, et l'« impôt inflationniste », qui correspond au coût de la rétention d'encaisses par les agents économiques⁶. Ces ressources se destinent en premier lieu au service des intérêts de la dette interne du secteur public. Elles sont ensuite utilisées à l'augmentation des réserves de

6. Définition donnée par A. Kandir, membre de la première équipe économique du gouvernement Collor chargé de la politique économique, qui a servi de base aux calculs de la proposition brésilienne de rééchelonnement de la dette présentée aux banques le 11 octobre 1990 (*Folha de Sao Paulo*, 25 octobre 1990).

change si leur niveau le requiert. La différence entre la capacité de paiement budgétaire et les dépenses précitées constitue la capacité de paiement budgétaire externe, destinée aux règlements en faveur des créanciers internationaux.

Le volume des paiements externes découle donc des disponibilités internes de financement. La priorité n'est pas donnée à un fort excédent commercial mais à l'équilibre monétaire et budgétaire, ce qui fait du montant du service de la dette une résultante et non pas un déterminant de la politique économique. Cependant, cela n'exclut pas de la part du gouvernement un effort fiscal supplémentaire ou des contractions de dépenses qui aurait pour but de dégager un excédent primaire plus élevé permettant le versement d'un service de la dette plus conséquent. En ce sens, le critère de la capacité de paiement budgétaire externe ne tranche pas le débat sur la manière de répartir les ressources publiques entre dépenses internes et dépenses financières externes. Enfin, il nécessite la fixation d'un niveau souhaitable de réserves disponibles, dont l'appréciation relève tout autant d'une décision politique que de calculs techniques. La limite minimum choisie dans cette étude pour le montant des réserves disponibles correspond à quatre mois d'importations. Une disposition du Sénat brésilien de décembre 1990 stipule que les versements aux créanciers internationaux ne doivent pas induire une diminution des réserves qui leur ferait crever ce plancher.

La mesure de la capacité de paiement budgétaire externe du secteur public brésilien sur la période 1983-89 montre que le service théorique de la dette extérieure dépasse largement ses possibilités de financement non inflationnistes. Pour des raisons conjoncturelles spécifiques exposées plus loin, le service de la dette effectif de 1990 se situe en deçà de ces possibilités de financement (tableau 4).

D'un point de vue statistique, l'écart grandissant (J et K) observé de 1984 à 1989 entre la capacité de paiement externe (G) et le service des intérêts honorés (H) d'une part, et cette capacité de paiement et le service de la dette théorique (I) d'autre part, s'explique pour les quatre raisons suivantes :

- la diminution de l'excédent primaire de 4,2 % à -0,9 % du PIB sur cette période. Elle est due à la hausse en pourcentage du PIB des dépenses en personnel et en biens et services du gouvernement, des Etats et des municipalités ⁷, à la réduction en termes réels de la plupart des tarifs publics en 1985, 1986, et 1989 ⁸, et, à partir de 1987, au ralentissement de la croissance et à l'aggravation de l'inflation qui induisent une baisse des rendements fiscaux ⁹ ;
- l'importance des versements à effectuer au titre du service de la dette extérieure. La diminution de la part du service des intérêts dans le service global, due à la baisse des taux d'intérêt internationaux à partir de 1985, ne compense que faiblement l'élévation des amortissements annuels. La part des

7. DEPEC, IPEA et IBGE.

8. *Brazil programa economico*, vol. 29, juin 1991, p. 28.

9. Les recettes fiscales diminuent au fur et à mesure que l'inflation s'élève, à cause de l'intervalle de temps existant entre l'incidence de l'impôt et son paiement effectif (effet Olivera-Tanzi).

TABLEAU 4

Capacité de paiement et service de la dette extérieure du secteur public, 1983-1990
En % du PIB¹

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Excédent budgétaire primaire (A)	1,7	4,2	2,6	1,5	- 0,9	0,9	- 0,9	2,3 ²
Crédits externes nets ³ (B)	2,7	3,5	0,2	- 0,2	- 0,3	0,3	- 0,7	- 0,3
Impôt inflationniste ⁴ (C)	2,8	2,0	2,1	1,0	1,8	1,3	1,3	2,0
Capacité de paiement budgétaire (D)	7,2	9,7	4,9	2,3	0,6	2,5	- 0,3	4,0
(D) = (A) + (B) + (C)								
Intérêts de la dette interne (E)	2,9	3,3	3,4	2,2	2,0	2,8	2,7	1,0
Recomposition des réserves ⁵ (F)	2,9	3,4	-	-	-	0,2	-	-
Capacité de paiement budgétaire externe (G)	1,4	3,0	1,5	0,1	- 1,4	- 0,5	- 3,0	3,0
(G) = (D) - (E) - (F)								
Intérêts de la dette extérieure honorés ⁶ (H)	3,7	3,8	3,5	2,9	1,7	3,8	2,1	1,0
Service théorique de la dette externe ⁷ (I)	4,6	5,4	5,4	5,6	5,7	6,2	5,3	5,2 ⁸
(G) - (H) = (J)	- 2,3	- 0,8	- 2,0	- 2,8	- 3,1	- 4,3	- 5,1	2,0
(G) - (I) = (K)	- 3,2	- 2,4	- 3,9	- 5,5	- 7,1	- 6,7	- 8,3	- 2,2

1. PIB converti au taux de change moyen du dollar en 1985 et calculé les autres années en fonction du taux de croissance réel du PIB en cruzeiros/cruzados et du taux d'inflation aux Etats-Unis.

2. Chiffre cité dans la lettre d'intention adressée au FMI le 2 décembre 1991. Recettes des privatisations non incluses.

3. Chaque année, les crédits externes attribués au secteur public nets des amortissements réglés sont estimés en multipliant le total des encours nets octroyés par le coefficient de participation du secteur public à l'endettement extérieur (tableau 1).

4. De 1983 à 1986 : E. Cardoso et A. Fishlow, *Macroeconomia da dívida externa*, Brasiliense, São Paulo, 1989, p. 86. De 1987 à 1990 : estimations de l'auteur.

5. Si le niveau effectif des réserves disponibles est inférieur à quatre mois d'importations à la fin d'une année donnée, la différence correspondante est fictivement reconstituée l'année suivante.

6. Le service effectif des intérêts de la dette extérieure du secteur public est donné net des revenus du placement des réserves internationales dans les publications de la Banque centrale. Cette présentation des statistiques ne nous permet pas d'effectuer un calcul de la capacité de paiement budgétaire externe qui soit totalement conforme à la définition donnée dans le texte.

7. Net des revenus du placement des réserves internationales et des amortissements réglés décomptés en (B). Même méthode d'estimation que pour le calcul des crédits externes nets.

8. Arriérés de près de 4 milliards de dollars - soit environ 1,1 % du PIB de 1990 - en intérêts et en amortissements non inclus.

Sources originelles : Banque centrale du Brésil, « rapport annuel » et « bulletin mensuel », plusieurs numéros, et DEPEC.

amortissements due aux créanciers non bancaires augmente par rapport à celle qui est due aux banques. Ceci reflète la très forte progression de la dette contractée auprès des organismes multilatéraux - elle s'élève de 4,4 milliards à 14 milliards de dollars de 1982 à 1989 - et auprès des agences gouvernementales

de crédit à l'exportation – elle passe de 4,2 milliards à 18,3 milliards de dollars de 1982 à 1989 (crédits rééchelonnés par le Club de Paris inclus). Durant la même période, la dette bancaire progresse de 66,5 milliards à 75,1 milliards de dollars¹⁰ ;

– la baisse des crédits externes nets, dont la valeur est même négative en 1987 et 1989. Cette baisse s'explique par la faiblesse des apports d'argent frais des créanciers privés durant la seconde moitié de la décennie 80 (un seul prêt de 5,2 milliards de dollars est attribué en 1988) et par le transfert net de capital effectué par le Brésil au profit des créanciers publics à partir de 1987¹¹ ;

– la diminution du rapport entre les recettes de l'impôt inflationniste et le PIB. En 1986, elle s'explique par une chute du taux d'inflation par rapport à 1985 (tableau 5). Le produit de l'impôt par rapport au PIB ne remonte que légèrement en 1987, 1988 et 1989, malgré la nette accélération inflationniste de la période, car sa base de calcul s'amointrit du fait de la substitution croissante de liquidités monétaires en titres publics par les agents économiques.

TABLEAU 5

Données macroéconomiques, 1980-1990

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 *
Taux de croissance (en %)	9,2	- 4,4	0,7	- 3,4	5,0	8,3	7,5	3,6	0,0	3,6	- 4,0
Taux de croissance du PIB/tête (en %)	6,8	- 6,6	- 1,6	- 5,6	2,7	5,9	5,3	1,5	- 2,0	1,5	- 5,9
Taux d'investissement (en % du PIB)	23,3	23,0	21,0	16,5	15,3	17,0	19,2	22,0	21,8	24,9	21,7
Balance commerciale (en milliards de \$)	- 2,9	1,2	0,8	6,5	13,1	12,4	8,3	11,2	19,2	16,1	11,0
Service de la dette/exportations (en %)	76	66	91	75	62	71	93	86	80	70	53
Taux d'inflation (IGP-DI) (%)	110	95	100	211	223	235	65	416	1 038	1 783	1 477
Recettes fiscales (en % du PIB)	-	24,6	26,2	24,7	21,6	22,0	24,3	22,6	21,9	21,9	27,4
Dépenses budgétaires (en % du PIB)	-	24,2	26,7	25,4	23,3	24,3	24,6	26,4	-	-	-
Déficit opérationnel (en % du PIB)	-	5,9	6,6	4,2	2,5	4,3	3,6	5,5	4,3	6,9	- 1,2

* Estimations.

Sources : Banque centrale, FGV/RIO, et IBGE.

D'un point de vue décisionnel, les différences constatées entre le montant du service de la dette et des ressources qui lui sont destinées ont deux origines : la non prise en compte du critère de la capacité de paiement budgétaire externe d'une part lors de l'élaboration des quatre accords de rééchelonnement signés avec les banques et des trois accords signés avec le Club de Paris, et d'autre part lors de la mise en œuvre des politiques de stabilisation. C'est ce deuxième point que nous analyserons.

10. A. Meyer, *As negociacoes da divida externa brasileira no âmbito do Clube de Paris*, février 1991, IESP/FUNDAP, p. 3.

11. Banque centrale du Brésil, *rapport annuel* 1990, p. 104.

Capacité de paiement budgétaire externe et politiques de stabilisation

Avant le premier plan Collor de l'année 1990, les politiques économiques des années 80 ne comprenaient pas de véritable stratégie de planification des paiements externes qui soit compatible avec une croissance modérée de la masse monétaire et de la dette publique. Elles se sont également heurtées, pour certaines, aux contradictions existant entre la recherche d'une capacité de paiement budgétaire et cambiaire.

La politique de 1983-84 menée sous la tutelle du FMI visait principalement, comme les autres politiques d'ajustement orthodoxes menées dans les pays d'Amérique latine durant la première moitié de la décennie 80, à dégager à court terme des excédents commerciaux élevés. Ces excédents permettaient aux pays endettés de commencer un transfert net de ressources à l'étranger et d'éliminer le risque de crise financière internationale. L'obtention rapide de soldes commerciaux élevés impliquait une politique d'abaissement du taux de change réel, caractérisée au Brésil par une maxi-dévaluation du cruzeiro en février 1983. Outre son impact inflationniste, celle-ci a eu pour effet d'augmenter la dette externe en monnaie locale et la dette publique composée en grande partie de titres indexés sur le cours du dollar¹². L'ajustement budgétaire et le contrôle de la demande nécessaire au dégagement des excédents commerciaux ont par ailleurs induit une récession en 1983, en partie responsable de la baisse du rapport entre les recettes fiscales et le PIB de 26,2 % à 24,7 % de 1982 à 1983⁷. Ainsi, la recherche d'une capacité de paiement cambiaire compatible avec le règlement du service de la dette a rendu plus difficile l'assainissement des comptes publics. Celui-ci ne fut que partiellement réalisé, au moyen d'une compression des dépenses sociales, d'investissement et de personnel, et d'une diminution des subventions à l'agriculture. Malgré l'ajustement interne et externe entrepris, un apport des banques sous forme d'argent frais de 11 milliards de dollars au total a été nécessaire en 1983 et 1984. Ce refinancement d'une partie des intérêts de la dette extérieure par de nouveaux crédits, s'il a allégé le déséquilibre de la balance des paiements à court terme, a alourdi en même temps les échéances futures en amortissements et en intérêts. La capacité de paiement budgétaire s'est améliorée à court terme au prix de sa détérioration à moyen et long terme. Ceci traduit une insuffisance du critère de la capacité de paiement externe dont le respect n'implique pas a priori la mise en œuvre d'une stratégie de désendettement.

A l'opposé de la politique précédente, *le plan Cruzado* (1986) se propose de lutter contre l'inflation sans ajustement. Ses promoteurs font un diagnostic de l'inflation basé essentiellement sur sa composante inertielle. Celle-ci résulte de l'indexation par les agents et groupes sociaux de l'ensemble des variables de l'économie dans le but de rétablir l'équilibre des prix relatifs et de préserver ainsi

12. En février 1984, le volume des ORTN (Obligations réajustables du Trésor national) représente plus de 60 % de l'encours de la dette publique (FGV/RIO, *Conjuntura econômica*, vol. 38, n° 2, p. 8).

leur participation au revenu national. La structure très inégalitaire de la société brésilienne donne lieu à un conflit redistributif qui s'insère directement dans ce processus. L'indexation au Brésil comporte un caractère institutionnel par l'existence d'un système officiel de réajustements automatiques¹³. Le 28 février 1986, il est supprimé et les prix, les salaires et le taux de change sont bloqués. La surévaluation progressive du taux de change et la relance de la demande interne induisent une baisse de l'excédent commercial de 12,4 à 8,3 milliards de dollars de 1985 à 1986 (tableau 5). Ce résultat fait apparaître les limites d'un plan élaboré sans tenir compte de l'influence des paiements externes sur la conjoncture interne. C'est seulement une fois les réserves de change descendues au niveau critique de 2,8 mois d'importations et le taux d'inflation reparti à un rythme annuel de 380 % qu'est déclaré un moratoire sur le service de la dette bancaire. Commencé en février 1987, il sera interrompu en novembre de la même année.

Le plan Bresser (mai à septembre 1987) permet de récupérer des excédents commerciaux équivalents à ceux enregistrés avant le plan Cruzado, en procédant à deux dévaluations de 8,5 % et 9,5 % en mai et en juin 1987 (suivies de mini-dévaluations régulières) et à un contrôle de la demande. Mais il connaît les mêmes effets pervers sur l'inflation et les nécessités de financement du secteur public que ceux observés en 1983-84.

Le plan Été, qui met en place un blocage des prix et des salaires de janvier à juin 1989, tient compte de certains effets monétaires externes, comme nous l'avons mentionné en première partie. Mais comme le plan Cruzado, il s'achève par la mise en œuvre d'un moratoire sur le service de la dette bancaire alors que la tentative de faire baisser durablement le taux d'inflation a déjà échoué. En 1989 comme en 1987 la capacité de paiement budgétaire externe est négative, et un déficit primaire du budget est enregistré (tableau 4). Il implique un financement monétaire ou quasi-monétaire non seulement des paiements externes effectués mais également du règlement du service des intérêts de la dette interne.

Contrairement aux plans précédents, *le premier plan Collor* qui débute en mars 1990 pose comme préalable au règlement du service de la dette extérieure un ajustement budgétaire rigoureux. Afin de rendre compatible ce règlement avec la capacité de paiement externe prévue pour la décennie 90, le gouvernement prolonge le moratoire en vigueur sur le service de la dette dû aux banques et aux pays membres du Club de Paris, et propose aux créanciers privés un rééchelonnement de la dette bancaire et des arriérés sur un délai de 15 à 25 ans avec des taux d'intérêt réduits et croissants, ou sur un délai de 45 ans sous forme de « zero coupon bond »¹⁴. L'ajustement budgétaire comprend notamment l'achat obligatoire par les banques et les investisseurs institutionnels de certificats de privatisation destinés à l'acquisition future des actions des entreprises

13. Voir J. Trotignon, décembre 1991, p. 123 à 129.

14. Voir le détail de la proposition dans J. Trotignon, janvier-mars 1991, p. 74-75.

privatisables, le recouvrement d'un impôt exceptionnel sur les opérations financières et une augmentation de l'impôt sur les produits industrialisés. La confiscation de 70 % de l'ensemble des liquidités de l'économie et de leur rémunération pour 18 mois permet par ailleurs une diminution des charges d'intérêt de la dette interne de 1,7 % du PIB de 1989 à 1990 (tableau 4). Elle coupe court à l'augmentation auto-alimentée de la dette publique observée durant la décennie 80, due à son indexation sur des taux d'inflation record et au refinancement de son service à des taux d'intérêt parfois très élevés.

La politique économique externe est marquée par une ouverture graduelle aux importations par baisse et unification des tarifs douaniers. Elle est bénéfique à la lutte contre l'inflation car elle permet de concurrencer les prix oligopolistiques, du marché industriel et d'augmenter à terme l'offre interne tout en favorisant l'investissement. Combinée avec une réduction des exportations freinées par la surévaluation du taux de change, elle entraîne une diminution de 5 milliards de dollars de l'excédent commercial en 1990 par rapport à 1989 (tableau 5). Enfin, l'instauration d'un système de change flottant délivre la Banque centrale de l'obligation d'achat des devises du secteur exportateur.

La priorité est donc clairement donnée à la résorption de la différence entre la capacité de paiement budgétaire externe et le service de la dette théorique, la capacité de paiement cambiale étant reléguée au second plan. De 1989 à 1990, cette différence enregistre une très nette réduction de 8,3 % à 2,2 % du PIB, soit le chiffre le plus bas observé sur notre période d'étude (tableau 4). Sa résorption définitive devait être obtenue par la continuation de l'austérité budgétaire d'une part et l'abaissement durable et significatif du service de la dette théorique d'autre part. Or, ni l'une ni l'autre de ces conditions ne s'est réalisée.

Les mesures budgétaires de mars 1990, dont les plus importantes n'avaient qu'un caractère exceptionnel, visaient en premier lieu à supprimer le risque d'hyperinflation ouverte (l'indice national des prix à la consommation s'élève de 74 % pour le seul mois de février). Elles ne se sont pas inscrites dans l'élaboration d'une réforme fiscale permettant au secteur public de réaliser un équilibre budgétaire structurel. Ainsi, l'excédent opérationnel de 1,2 % du PIB en 1990 (tableau 5) se transforme-t-il en déficit opérationnel ¹⁵ de 2,5 % du PIB en 1991 ¹⁶, l'excédent primaire diminuant dans le même temps de 2,3 % à 1 % du PIB ¹⁷. Quant à la proposition de rééchelonnement de la dette présentée aux banques le 11 octobre 1990, elle se voit opposer un refus sans appel de négociation, même en séparant le traitement des arriérés en intérêts de celui du principal. Elle est présentée trop tardivement par la nouvelle équipe dirigeante en place depuis sept mois, au moment où l'échec du plan Collor I fragilise son pouvoir de négociation.

15. Le résultat budgétaire opérationnel du secteur public (gouvernement, Etats, municipalités, entreprises nationales, secteur social) exclut la correction monétaire et cambiale de la dette interne, qui est incluse dans le calcul du résultat nominal.

16. Estimation du gouvernement brésilien (*Gazeta Mercantil*, 9 août 1991).

17. Chiffres figurant dans la lettre d'intention envoyée au FMI le 2 décembre 1991.

Le plan Collor II, lancé le 31 janvier 1991, est une nouvelle tentative infructueuse de blocage des salaires et des prix et de suppression de l'indexation formelle et informelle des variables de l'économie. Son échec conduit au remplacement du ministre de l'Économie, Zelia Cardoso de Mello, par Marcilio Marques Moreira. Celui-ci adopte une attitude plus conciliante que son prédécesseur vis-à-vis des créanciers internationaux. Une nouvelle proposition qui s'inscrit dans le cadre du plan Brady est présentée aux banques le 21 août 1991. Outre une possibilité d'octroi d'argent frais, elle comprend trois options d'échange des créances actuelles en titres de même valeur diminuant sensiblement la charge des intérêts et une option de réduction du principal de la dette avec une décote de 37,5 %. Des garanties devront être données sur le paiement du principal et des intérêts par l'achat de « zero coupon bond » du Trésor américain. Elles seront financées en partie par des ressources attribuées par le FMI à l'occasion de l'accord stand by signé avec le Brésil au début de l'année 1992.

L'état de la négociation avec les banques à la fin de l'année 1991 laisse prévoir pour les premières années qui suivront la signature de l'accord, une charge moyenne annuelle équivalente aux intérêts bancaires versés sur ressources propres par le Brésil en moyenne, sur la période 1984-90 (intérêts refinancés lors des accords de 1984 et 1988 exclus). L'accord supposerait donc une même capacité de paiement cambiaire que celle observée sur cette période, tout en surestimant la capacité de paiement budgétaire externe dans la fixation du service de la dette. Or, le transfert net de ressources effectué au profit des pays membres du Club de Paris et des organismes multilatéraux observe une tendance à la hausse depuis 1986 et l'excédent commercial, une tendance à la baisse depuis 1988. De plus, le niveau des réserves disponibles se rapproche du seuil de quatre mois d'importations à la fin de l'année 1991 (tableau 2). A moins de revenir sur les accords passés dans le cadre du « Mercosur » et sur la politique d'ouverture aux importations, hypothèse peu vraisemblable, un nouveau moratoire sur le service de la dette bancaire dans les prochaines années semble plausible. Il pourrait éventuellement être évité en cas de retour à une croissance durable donnant lieu à un afflux important de capitaux étrangers, notamment sous forme d'investissements directs. Comme c'est le cas actuellement au Mexique, ces capitaux dégageraient un financement en devises pour le service de la dette extérieure. Mais ils produiraient en même temps un effet monétaire expansionniste, qui souligne une nouvelle fois les contradictions existant entre les capacités de paiement cambiaire et budgétaire.

Conclusion

Les équipes économiques qui se sont succédées au pouvoir de 1983 à 1991 ont été placées devant le dilemme suivant : obtenir une diminution des paiements externes – par la négociation ou unilatéralement en cas de refus des créanciers – avant ou simultanément à la mise en œuvre d'une politique de lutte contre l'inflation (cas du plan Collor I) ou entreprendre une telle politique en essayant d'honorer les engagements externes (cas des plans Cruzado et Été). Les effets monétaires du règlement du service de la dette extérieure justifient la première démarche qui implique le respect du critère de la capacité de paiement budgétaire externe. Mais, à l'inverse de la politique menée en 1990, elle nécessite une réforme fiscale d'envergure susceptible de dégager une capacité de paiement à long terme. Elle implique également des concessions importantes des créanciers privés et publics qui se traduisent par une diminution substantielle de l'encours de la dette globale et de son service.

La suppression de l'ensemble des effets de la dette extérieure sur l'inflation comme préalable à un choc économique visant à la juguler se conçoit aisément. Outre les effets monétaires, ils sont liés aux dévaluations du taux de change réel et à la diminution de l'offre interne provoquée par la restriction de la capacité d'importer et le transfert net de ressources à l'étranger. Ce dernier induit par ailleurs une aggravation du conflit redistributif. D'autres foyers inflationnistes importants d'origine interne n'ont pas été combattus lors de la mise en œuvre des quatre blocages des prix et des salaires jumelés avec une tentative de désindexation de l'économie (plan Cruzado, plan Été, plans Collor I et II) : la diminution sensible du taux d'investissement durant la décennie 80 par rapport à la décennie 70, l'aggravation de la faiblesse structurelle de la pression fiscale dans les années 80, le cercle vicieux de l'augmentation de la dette publique pour les plans Cruzado et Été, et le déficit budgétaire qui lui est en partie lié si l'on exclut l'expérience du premier plan Collor. Ces facteurs externes et internes ont intensifié les anticipations des agents économiques parallèlement aux échecs successifs des plans qui discréditaient le gouvernement. Les quatre tentatives d'élimination de la composante inertielle de l'inflation, qui plus est sans conclusion d'un pacte social, étaient ainsi vouées à l'échec.

Bibliographie

- W. Baer, *A industrialização e o desenvolvimento econômico do Brasil*, Editora da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1988.
- H. C. Bontempo, « Transferências externas a financiamento do governo federal e autoridades monetárias », *Pesquisa e planejamento econômico*, Rio de Janeiro, avril 1988.

- C. B. Cavalcanti, *Transferência de recursos para o exterior e substituição de dívida externa por dívida interna, prêmio BNDES*, departamento de projetos de comunicação, Rio de Janeiro, 1988.
- C. de Faro, *Plano Collor : avaliações e perspectivas*, livros técnicos e científicos editora, Rio de Janeiro, 1990.
- C. de Faro, « Plano Collor : os primeiros nove meses », *Revista brasileira de economia*, vol. 45, número spécial, janvier 1991.
- E. Lundberg et A. Parkinson de Castro, « Desequilíbrio do setor público e seu impacto sobre o orçamento monetário », publié dans Ernesto Lozardo, *Déficit público brasileiro – política econômica e ajuste estrutural –*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1987.
- E. Lundberg, « O desequilíbrio do setor público – restrição externa, restrição orçamentária e restrição monetária – una nota », *Revista de estudos econômicos*, IPE-USP, mai-août 1986.
- P. Nogueira Batista Jr., *Superavit primário, encargos financeiros e dívida do setor público brasileiro : 1983-1988*, ILDES, São Paulo, 1990.
- P. Nogueira Batista Jr, *Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira*, IBRE/FGV, Rio de Janeiro, 1988.
- J. A. Pellegrini, *As funções do Banco Central do Brasil e o controle monetário*, FUNDAP/IESP, octobre 1991.
- P. Salama et J. Valier, *L'économie gangrenée – essai sur l'hyperinflation-*, la Découverte, Paris, 1990.
- J. Trotignon, *Brésil : dette extérieure et politiques économiques (1981-1991)*, thèse de doctorat, Université de Paris X-Nanterre, décembre 1991.
- J. Trotignon, « Moratoire au Brésil », *Problèmes d'Amérique latine* n° 99, janvier-mars 1991.
- F. Werneck Magalhaes, « Dívida externa brasileira : diagnóstico e perspectiva », publié dans *Prioridades e perspectivas de políticas públicas para a década de noventa*, IPEAN/IPEA, Brasília, novembre 1989.