

LES DÉTERMINANTS À LONG TERME DES COMPTES EXTERNES BRÉSILIENS

OCTAVIO DE BARROS *
FERNANDO HONORATO BARBOSA **

Les transactions courantes d'un pays représentent les flux de biens et de services qui sont négociés avec le reste du monde. Bien que le Brésil soit une économie relativement fermée, sa dynamique économique tout le long des années a toujours été liée à des restrictions de la balance des paiements qui mesure, outre le compte courant, les flux financiers exprimant le financement externe disponible.

Jusqu'à la modification du régime cambiaire en 1999, les crises externes généraient systématiquement des restrictions de financement à l'économie brésilienne, ce qui se reflétait dans l'économie réelle. Ceci se produisait, entre autres raisons, parce que le régime cambiaire était basé sur le taux de change contrôlé et que le passif externe était élevé, ce qui faisait en sorte que la dynamique des indicateurs externes ait toujours été défavorable. Cette situation a commencé à changer en 1999 et s'est intensifiée en 2002 avec la forte dépréciation du taux de change (incertitude politique à l'époque) et, à partir de ce moment-là, l'effet décalé du taux de change et la reprise de la croissance mondiale, avec les prix des *commodities* en hausse, ont contribué à la réduction substantielle de la vulnérabilité externe brésilienne. Malgré l'intense cycle de consommation et les investissements domestiques à partir de 2004, les comptes

103

* Directeur de recherche, Bradesco.

** Économiste, Bradesco.

externes ne sont redevenus déficitaires qu'en 2008, ce à quoi l'on peut s'attendre d'un pays qui a un taux d'épargne bas, comme le Brésil, et qui croissait substantiellement au-dessus de son potentiel. Ce déficit des transactions courantes augmente le bien-être des ménages, permet un cycle d'investissements plus intense et, en outre, amenuise le processus inflationniste que l'on aurait s'il n'y avait pas un tel déficit.

Nombreux sont ceux qui attribuent au processus d'appréciation du taux de change, qui est en cours depuis 2003, le fait que le Brésil ait de nouveau présenté des déficits externes. Bien que le taux de change puisse temporairement définir la taille du compte courant, particulièrement dans des régimes administrés, le change réel est endogène et reflète la plus ou moins grande insuffisance de financement externe pour un déficit des transactions courantes donné. Celui-ci est déterminé, à son tour, par l'excès de demande portant sur l'offre domestique. De ce fait, l'existence de déficits des transactions courantes est une chose usuelle dans les pays pauvres ou de revenu moyen, avec un faible stock de capital et une épargne faible. La condition préalable pour l'existence d'un déficit externe est la présence de financements et, par conséquent, aussi longtemps qu'il y aura des entrées de capitaux dans un pays, les déficits élevés pourront être financés pendant longtemps si la politique macroéconomique est consistante. Quand le déficit sera perçu comme étant insoutenable, le taux de change s'ajustera, ce qui pourra entraîner des conséquences indésirables pour l'économie.

Reconnaissant alors que le déficit externe est un phénomène endogène qui dépend de la disposition de financement du monde et de l'excès de demande portant sur l'épargne d'un pays, que les politiques cambiales sont inefficaces pour modifier la trajectoire des comptes externes à long terme, quelle est la logique de consacrer un article à des recommandations pour l'avenir du Brésil en ce qui concerne ses comptes externes ? La logique réside dans la compréhension des facteurs déterminants de déficits récurrents dans des pays comme le Brésil, dans l'identification de niveaux de risque pour le déficit externe et dans la recommandation de politiques économiques qui évitent l'entrée du pays dans une trajectoire de déficits insoutenables.

C'est cet ensemble de questions que cet article tente de traiter. L'idée proposée est de penser la trajectoire future des comptes externes brésiliens dans le contexte de la nécessité d'élargir le taux d'investissement domestique, de la découverte brésilienne des réserves du *pré-sal* (gisements maritimes de pétrole dans les eaux profondes sous une épaisse couche de sel) et des alternatives de politique économique qui sont mises en œuvre pour éviter des déficits qui peuvent augmenter à la longue. Outre cette introduction, la deuxième partie de cet article traitera des déterminants macroéconomiques des transactions courantes

brésiliennes, alors que la troisième partie établira quelques comparaisons internationales relatives à la dimension « soutenable » du déficit des transactions courantes dans un pays. La quatrième partie simulera quelques scénarios pour les transactions courantes dans les prochaines années, étant donné les expectatives de la hausse continue du PIB, des investissements et, par conséquent, de l'augmentation du PIB potentiel et de la découverte des réserves de pétrole du *pré-sal*. Finalement, la cinquième partie exposera de brèves conclusions.

LES DÉTERMINANTS MACROÉCONOMIQUES DES COMPTES EXTERNES BRÉSILIENS

Un pays ne peut investir que s'il a de l'épargne. Si le pays investit plus que sa capacité d'épargne domestique, il devra être temporairement financé par l'étranger, encourageant un déficit. Une augmentation de la consommation des ménages, ou des dépenses du gouvernement, qui se situe au-dessus de la croissance du PIB, réduit l'épargne domestique comme proportion du revenu national, élevant, de ce fait, le déficit externe, étant donné le niveau des investissements par rapport au PIB. Une augmentation des investissements comme proportion du PIB exige une source de financement qui peut provenir de dépenses inférieures des ménages ou du gouvernement par rapport à l'accroissement du PIB, ce qui augmente l'épargne domestique, ou provenir de l'étranger, on se sert alors de l'épargne accumulée dans d'autres pays.

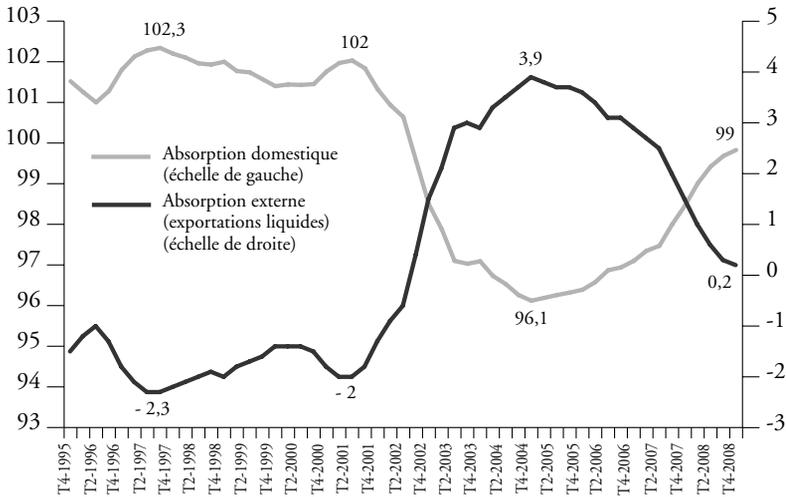
Le Brésil est un pays qui a une faible épargne domestique (environ 17 % du PIB, d'après des données de 2008) et, par conséquent, à chaque fois que la demande domestique augmente beaucoup plus que le PIB, le pays en vient à présenter un déficit des transactions courantes et le taux de change réel finit par s'apprécier pour accommoder cet excès de demande. Ce processus est mis en œuvre, à condition qu'il y ait une disponibilité de financement externe, moyennant la modification des prix relatifs entre les biens transactionnables et non transactionnables à l'étranger qui sont plus chers par rapport aux premiers. La réduction relative des prix des biens transactionnables à l'étranger rend les importations moins chères et renchérit les exportations, menant au déficit externe.

Ce qui gère la croissance à long terme dans n'importe quel pays, c'est l'augmentation des investissements et non pas celle de la consommation. Si toute l'épargne externe (déficit des transactions courantes) devient consommation de biens et de services, le pays n'augmentera pas sa capacité de croissance à long terme. De l'autre côté, si le déficit externe devient augmentation des investissements, l'économie augmente sa capacité potentielle de croissance, offrant à l'avenir plus

de biens et de services et diminuant sa nécessité d'importations liquides par la suite.

Dans le graphique 1 qui illustre toutes ces questions à partir de l'économie brésilienne, on note que, malgré la fluctuation cambiale de 1999, le Brésil a seulement commencé à présenter un excédent des exportations liquides à partir du quatrième trimestre 2002.

Graphique 1
Absorption domestique et absorption externe
(en % du PIB)



Source : IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - Institut brésilien de géographie et de statistique).

Après toute cette discussion, le lecteur ne devrait plus être surpris que pendant la période de majeure absorption domestique (troisième trimestre 1997, cf. tableau 1 ci-après), l'absorption externe a été la plus négative de toute cette période, se situant à 2, 3 % du PIB. Le graphique 1 montre bien clairement que le grand changement survenu dans les comptes externes - le passage de déficits élevés à des excédents - ne s'est produit qu'à partir de 2002, après la forte dépréciation cambiale de cette année-là qui résulte, entre autres raisons, de l'accumulation de déficits excessifs par le passé. La dépréciation cambiale de 1999 avait aussi été substantiellement forte, mais elle a eu lieu à un moment de basse croissance mondiale, de chute des prix des *commodities* et des prix des exportations brésiliennes, mais de flux de financement externe encore élevés, de rentrées d'investissements élevées pour la privatisation, et, par conséquent, l'ajustement de la demande n'a pas été aussi intense qu'en 2002.

Tableau 1
Composantes du PIB brésilien
 (en % du PIB)

Trimestres sélectionnés et années	Consommation des ménages	Investissements	Consommation du gouvernement	Absorption domestique	Exportations liquides
T3-1997	65,2	16,9	20,2	102,3	-2,3
T2-2001	64,5	18,5	19	102	-2
T4-2004	59,8	17,1	19,2	96,1	3,9
T4-2008	60,7	18,9	20,2	99,8	0,2

Source : IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - Institut brésilien de géographie et de statistique).

Ce fut seulement avec la crise cambiaire de 2002, qui a littéralement tari toutes les sources de financement externe au Brésil en vertu de la crainte d'un *default* brésilien et aussi d'un scénario externe présentant une croissance et des flux bas, que l'ajustement externe s'est opéré, faisant en sorte que le pays passe d'importateur d'épargne externe à exportateur, réduisant l'absorption domestique comme proportion du PIB de 5,9 % entre le début de l'année 2001 et la fin de l'année 2004.

Nous voulons démontrer qu'en dépit des variations du taux de change, de la dynamique des prix internationaux des *commodities* et de la croissance mondiale, la relation entre absorption domestique et externe est dictée par la disponibilité du financement externe, ce qui déterminera combien nous pouvons consommer et investir au-dessus de notre capacité de production domestique de biens et de services.

Finalement, il convient de discuter la composition de la demande domestique. Le tableau 1 nous montre quelques points concernant la dynamique macroéconomique du Brésil. En premier lieu, les deux épisodes de forte dépréciation cambiaire (1999 et 2002) ont eu lieu quand l'absorption domestique, en particulier la consommation des ménages, était proche du maximum historique et, en raison de cela, le déficit externe atteignait aussi des niveaux records. L'excès d'absorption domestique est la cause des déséquilibres externes qui peuvent entraîner des ajustements cambiaux. Ces crises se produiront au cas où la dynamique du passif externe liquide serait perçue comme insoutenable ou qu'il y ait un arrêt subit de capitaux pour le pays, faisant en sorte que les investisseurs ne soient pas disposés à financer le déficit observé ou qu'il n'y ait pas de ressources disponibles étant donné le taux de change et le risque pays en vigueur¹.

Le deuxième point que révèle le tableau 1 est que le grand ajustement des comptes externes brésiliens entre 1997 et 2004 s'est fait dans la

consommation des ménages qui s'est réduite par rapport au PIB d'environ 5,5 points de pourcentage pendant cette période, alors que les investissements ont augmenté de 0,2 point de pourcentage et que les dépenses du gouvernement ont diminué de 1 point de pourcentage. La consommation des ménages comme proportion du PIB aurait certainement pu baisser moins que cela, si l'effort fiscal avait été plus grand pendant cette période. C'est là la grande différence du déficit externe que le Brésil présente aujourd'hui par rapport au passé car, antérieurement, l'épargne externe finançait bien plus la consommation des ménages et moins l'investissement et, comme nous l'avons discuté ci-dessus, l'investissement et la productivité qu'elle entraînait sont les composantes qui font augmenter le PIB potentiel à moyen terme.

Le troisième point révélé à la lecture du tableau 1, c'est qu'au Brésil, le taux d'épargne est très bas. Certaines simulations montrent que, pour que le pays croisse d'environ 6 % par an de façon soutenable, le taux d'investissement devra s'élever à près de 23 % des 19 % actuels (Pastore & Associados, 2007). C'est-à-dire qu'il faut augmenter l'épargne de 4 points de pourcentage pour financer cette augmentation de l'investissement. Il n'y a que trois façons d'augmenter l'épargne à court terme (aussi longtemps que les investissements ne mûrissent pas et augmentent le PIB) : la réduction additionnelle de la consommation des ménages par rapport au PIB, la réduction des dépenses du gouvernement, ou l'utilisation d'une épargne externe majeure, élevant le déficit des transactions courantes.

La réduction relative de la consommation des ménages s'opère dans des circonstances de restriction monétaire ou fiscale, d'augmentation du chômage et de réduction de l'offre de crédit, moyennant un système d'incentifs à l'épargne à long terme, tels que des régimes de retraite, des exemptions d'impôts pour l'épargne, ou encore moyennant des changements culturels qui incitent les ménages à diminuer leur propension à dépenser. Les dépenses du gouvernement exigent des ajustements, en ce qui concerne la taille et la gestion efficace du secteur public, qui sont parfaitement faisables dans l'optique économique, mais pas forcément dans l'optique politique². L'idéal serait que le gouvernement réduise le poids relatif de ses dépenses courantes, amplifiant l'espace pour l'augmentation de la consommation et des investissements ; mais, comme il est de règle, ceci ne se produit pas ; il reste l'option du financement externe de l'investissement de l'économie brésilienne, mais cela entraîne des risques pour la soutenabilité du passif externe, ce qui risque de provoquer une forte dépréciation cambiale et une hausse de l'inflation, si l'augmentation de la demande d'investissements est compatible avec l'offre d'épargne pendant un moment de faible financement externe.

*QUE NOUS APPREND L'EXPÉRIENCE INTERNATIONALE
SUR LA TAILLE RAISONNABLE DU DÉFICIT D'UN PAYS ?*

Comme nous l'avons déjà dit, ce qui définit la taille du déficit d'un pays, c'est la disponibilité de financement. Cela étant, nous supposons qu'il ne serait pas nécessaire de discuter quoi que ce soit en ce qui concerne la taille durable du déficit parce que s'il n'y a pas de financement pour le pays, son déficit devra être réduit et ceci se fera par l'intermédiaire de la dépréciation cambiale³ et de la contraction de l'absorption domestique. Cependant, aucun pays ne veut se voir dans l'obligation d'ajuster brusquement sa demande domestique, ni de constater que les balances de ses entreprises, du gouvernement et des ménages s'épuisent à cause des charges de l'endettement externe - qui augmentent d'ordinaire pendant une période de déficits - au cours d'une dépréciation cambiale, dans un contexte de restriction du financement. En outre, si cette restriction n'est pas vraiment un problème, il est aussi très utile de tenter d'identifier des tailles raisonnables de déficits dans des périodes de stabilité, car cela engendre des alertes pour la période postérieure du cycle où le financement se réduit. Pour cette raison, l'expérience internationale peut donner des indications en ce qui concerne la taille raisonnable du déficit externe à partir duquel un pays doit s'inquiéter, prévenant un éventuel arrêt brusque de financement.

109

Ce concept de taille raisonnable doit être compris dans le contexte des conséquences provenant d'un arrêt subit dans les flux de financement, que ce soit pour des raisons intrinsèques ou non intrinsèques du pays. Ainsi, par exemple, quand il y a abondance de financements externes, un pays peut passer des années avec des déficits très élevés. Toutefois, si les flux tarissent subitement, soit à cause d'une crise de crédit externe accordé au pays, soit à cause de la perception que la dynamique du passif externe n'est pas soutenable étant donné la période de déficits élevés, ce pays devra s'ajuster. Cet ajustement sera majeur ou mineur, en fonction des politiques adoptées pendant la période de déficits qui détermineront sa capacité de réaction au choc externe.

Cette partie discutera des facteurs qualitatifs qui affectent la disposition des agents à financer un déficit externe et aussi à suggérer des politiques qui diminuent la probabilité de crises systématiques des balances des paiements. Dans l'évaluation quantitative, l'objectif est d'examiner quels étaient les niveaux de déficit externe dans les pays émergents qui étaient associés à des nécessités postérieures d'ajustement. Même en reconnaissant que c'est le financement qui régit la taille du déficit, l'intention, dans la partie quantitative, est seulement d'avertir

que des niveaux de *break-even* de déficit, par coïncidence ou non, ont entraîné des ajustements externes importants. Une fois que ces questions seront identifiées, les *policymakers* pourront adopter des mesures qui évitent une hausse systématique du déficit externe au-delà de ces *break-evens*, même quand il existe un financement, au moyen de mécanismes qui réduisent l'absorption domestique, élèvent le PIB potentiel ou augmentent le taux d'épargne du pays.

Du point de vue quantitatif, il convient de commencer notre analyse en prenant comme référence la période de déficits élevés qui s'étend de 1995 à 2001. Une première statistique attire particulièrement l'attention : si nous énumérons tous les pays, développés et émergents, nous notons dans le tableau 2 (ci-après) que, dans la période 1995-2001, le deuxième plus grand déficit moyen des transactions courantes du monde a été le déficit brésilien qui a atteint 25,5 Md\$, en deuxième position après les États-Unis⁴.

C'est-à-dire, aussi bien la dépréciation cambiale brésilienne de 1999 que le subit ajustement des transactions courantes à partir de 2002 sont associés à la dynamique adverse du passif externe résultant du déficit des transactions courantes élevées et persistant pendant cette période. Comme on le note dans le tableau 2 (ci-après), le déficit brésilien, comme proportion du PIB, occupait seulement la 18^{ème} place dans cette liste de 31 pays ; cette évidence empirique nous montre que la taille nominale⁵ des déficits des transactions courantes est importante pour la définition du risque externe d'un pays, autant ou plus que la taille comme proportion du PIB, comme nous allons le discuter par la suite.

Les améliorations survenues dans la balance des paiements brésilienne à partir de 2002, impulsées par le retour des déficits externes, comme on le note dans le graphique 2 (plus loin), sont évidentes. Il n'y a pas d'espace approprié dans cet article pour les prouver adéquatement à l'appui de documents ; mais d'après le rapport *Focus* de la Banque centrale du Brésil, les réserves internationales couvriraient 91,2 % du total de la dette extérieure en 2007 contre 15,2 % en 2000 (Banque centrale du Brésil, 2008). Comme proportion de la dette à court terme, les réserves correspondaient à 283 % du total en 2007 contre 50 % en 1999. La dette externe comme proportion du PIB est passée de 53,8 % au début des années 1980 à 41,8 % en 2002, se réduisant à 15,1 % en 2007. En outre, quand on compare à des pairs du même *rating* ou d'un *rating* supérieur, le déficit des transactions courantes brésilien en 2008, comme proportion du PIB, était inférieur à ceux de l'Afrique du Sud, de la Croatie, de la Roumanie, de la Hongrie et de l'Inde.

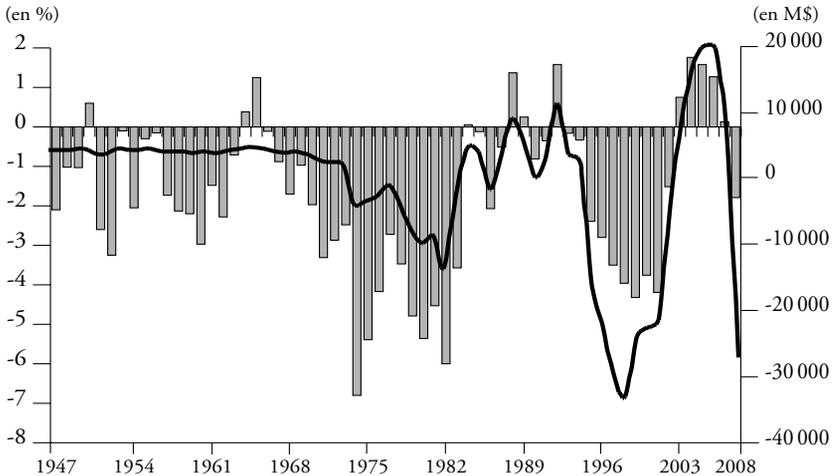
Tableau 2
Déficit moyen des pays sélectionnés, 1995-2001

Pays sélectionnés	Déficit moyen (en Md\$)	Déficit moyen (en % du PIB)	Classement 1995-2001	Classement 2008
États-Unis	-242	-2,6	1	1
Brésil	-25,5	-3,6	2	12
Royaume-Uni	19,4	-1,4	3	5
Australie	-15,4	-3,9	4	7
Mexique	-11,2	-2,1	5	15
Espagne	-10,9	-1,8	6	2
Portugal	-7,5	-6,4	7	10
Pologne	-6,1	-3,5	8	11
Grèce	-6	-4,5	9	4
Inde	-4	-1	10	9
Liban	-3,1	-19,5	11	41
Nouvelle-Zélande	-3	-5	12	22
Hongrie	-2,8	-5,9	13	21
Colombie	-2,8	-2,5	14	25
Rép. tchèque	-2,6	-4,3	15	26
Turquie	-2,2	-0,8	16	8
Roumanie	-2	-5,3	17	13
Afrique du Sud	-1,3	-0,9	18	14
Slovaquie	-1,3	-6,1	19	30
Croatie	-1,3	-5,7	20	27
Soudan	-1,1	-10,4	21	32
Guatemala	-0,9	-5,2	22	56
Lituanie	-0,8	-8,1	23	31
Cazaquistan	-0,5	-2,4	24	154
Bosnie	-0,5	-8,2	25	46
Lettonie	-0,4	-5,5	26	36
Islande	-0,4	-4,4	27	29
Estonie	-0,4	-6,8	28	52
Serbie	-0,3	-2,1	29	23
Vietnam	-0,3	-1,3	30	24
Bulgarie	-0,3	-1,8	31	19

Pour ce tableau, ont été sélectionnés les pays aux déficits moyens, majeurs ou égaux à celui du Brésil pendant la période 2000-2007 (1,2 Md\$).

Source : base de données (20/04/09), *World Economic Outlook*, FMI.

Graphique 2
Résultats en transactions courantes au Brésil, 1947-2008



Source : IPEA (Institut de recherche en économie appliquée).

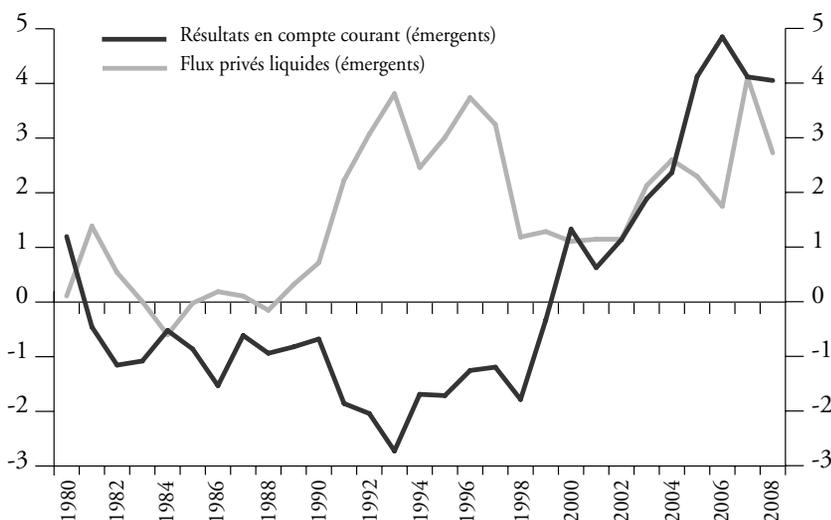
112

Enfin, dans le même texte de la Banque centrale, on montre que le passif externe a augmenté substantiellement, passant de 372 Md\$ en 2001 à 939 Md\$ en 2007, mais la plus grande part de l'augmentation a été due à l'élévation du stock d'investissements directs (qui est passé de 122 Md\$ à 328 Md\$) et des investissements en actions (qui sont passés de 37 Md\$ à 364 Md\$) au détriment de l'augmentation de la dette (qui est passée de 210 Md\$ à 193 Md\$). Cette nouvelle composition du passif externe est bien meilleure que celle du passé car les investissements directs sont exigibles à long terme, les actions ne présentent pas un flux défini de paiements d'intérêts ou principal et la variation de leur prix est un mécanisme puissant d'ajustement des déséquilibres quand le pays a des difficultés de financement, alors que la dette exige un flux de paiements plus rigide pouvant mettre en échec la solvabilité d'un pays du jour au lendemain.

Élargissant le point central de notre article jusqu'au-delà de la période des déficits brésiliens, notre évaluation se concentre sur des pays émergents importants du point de vue des flux de capitaux, qui ont présenté des déficits externes supérieurs à 2 % du PIB⁶ et sont passés ou non, à un certain moment, par une réversion ou une réduction drastique de leurs déficits. Les grands épisodes de crises de transactions courantes dans le monde ont eu lieu pendant une période qui va de la deuxième moitié de la décennie passée au début de cette décennie, comme on le note dans le graphique 3 (ci-après). Les années 1990 ont été marquées par diverses crises de la balance des paiements dans les pays émergents et,

de ce fait, il s'agit d'une période copieuse pour l'investigation empirique. Dans la décennie actuelle, en revanche, les gains de termes de change ont permis une accumulation élevée de réserves dans les pays émergents et aussi des déficits élevés dans certaines régions comme dans le cas de l'Europe de l'Est qui se trouve actuellement en proie à de graves crises dans ses balances des paiements.

Graphique 3
Compte courant et flux privés de capital des pays émergents,
1980-2008
(en % du PIB)



Source : FMI.

En dépit de la reconnaissance évidente de ces améliorations dans la balance des paiements brésilienne, le tableau 3 (ci-après) nous montre que la taille du déficit et la persistance en soi sont importantes pour la soutenabilité du passif externe d'un pays. Les données révèlent, sauf dans de très rares exceptions comme dans le cas de l'Australie, que les déficits élevés, en termes nominaux ou comme proportion du PIB, ne sont pas soutenables au fil du temps. Dans le tableau 3, nous pouvons identifier une série de pays qui ont maintenu des déficits élevés pendant une période, mais, comme il est de règle, à un certain moment, il y a eu un ajustement généralement abrupt dans les transactions courantes.

La statistique descriptive du tableau 3 (ci-après) révèle que, pour notre critère de pays ayant des déficits supérieurs à 2 % du PIB et qui sont passés par un ajustement - une réversion pour des déficits inférieurs à 2 % du PIB -, la durée moyenne de permanence présentant des déficits

au-dessus de 2 % est de 5,3 ans. Pendant cette période, le déficit moyen est de 5 % du PIB ou 7,8 Md\$. Le déficit moyen de la première année avant l'ajustement externe est de 5,5 % du PIB ou 9,1 Md\$. L'ajustement entraîne généralement une variation du compte courant de 6,7 points de pourcentage du PIB, faisant en sorte que le résultat moyen de la première année après l'ajustement soit excédentaire de 1,2 % du PIB ou l'équivalent d'un déficit de 0,7 Md\$, une variation de 8,4 Md\$. Finalement, la période des déficits inférieurs à 2 % du PIB post-ajustement externe dure en moyenne 6,1 ans et elle est excédentaire de 1,7 % du PIB ou 2 Md\$⁷.

Évidemment, il n'est pas possible d'inférer à partir de ces données une causalité quelconque entre la durée de permanence du déficit et sa taille et l'occurrence d'un ajustement externe. Ce qui régira ces déficits, et nous avons bien insisté là-dessus, ce sera la taille du financement, mais les données montrent que les déficits aux alentours de 5 % du PIB et/ou élevés nominalement pendant une longue période ou les déficits très élevés comme proportion du PIB, aux alentours de deux chiffres, bien que nominalement petits, sont généralement suivis de corrections importantes dans les comptes externes.

116

QUE FAUT-IL ATTENDRE DES COMPTES EXTERNES BRÉSILIENS DANS LES PROCHAINES ANNÉES (2011-2014) ?

Le prochain président brésilien devra trouver un pays substantiellement meilleur que le pays gouverné entre 1995 et 2010. Dans cette décennie et demie, des avancées macroéconomiques substantielles ont été obtenues en termes fiscaux, gestion de la dette, de solvabilité, de distribution du revenu, entre autres. L'enjeu permanent continuera à être de réduire la dette publique et d'augmenter la capacité de croissance du pays de manière plus durable, ce qui exige l'augmentation du taux d'investissement de l'économie.

Dans l'optique macroéconomique, augmenter la croissance à moyen terme signifie élever le PIB potentiel moyennant l'augmentation de l'investissement et de la production. Le point central de cette partie est d'analyser la trajectoire du déficit externe pendant les prochaines années, en tenant compte du fait que le Brésil est un pays qui doit élever le taux d'investissement pour augmenter son PIB potentiel, ce qui aboutira à la maintenance des déficits externes pendant un certain temps, si cette augmentation de l'investissement n'est pas suivie de quelque réduction de la consommation des ménages ou du gouvernement par rapport au PIB.

Le tableau 4 (ci-après) montre, pour chaque niveau du PIB souhaité, quel est le taux d'investissement exigé, étant donné une contribution

estimée aux alentours de 1,5 % de la productivité totale des facteurs⁸. Nous assumons, en outre, les hypothèses sur le fait que les dépenses en revenus - intérêts, bénéfices et dividendes - resteront relativement constantes comme proportion du PIB pendant les prochaines années⁹, qu'au fil des années à venir, le taux de change nominal restera constant en termes réels aux alentours de 2,10 dollars et que les exportations resteront constantes comme proportion du PIB, tout l'ajustement étant fait à travers les importations. Partant de ces hypothèses, le tableau 4 indique le déficit nominal des transactions courantes au milieu de la période et fin 2014, de diverses combinaisons de PIB potentiel et de croissance réelle des dépenses du gouvernement et de la consommation des ménages par rapport à l'augmentation du PIB estimé.

Tableau 4
Simulations pour le compte courant, 2011-2014

PIB Potentiel de 5 % - Taux d'investissement requis : 19 %				
Croissance des dépenses en valeur réelle par rapport à la croissance du PIB réel	Simulations pour le résultat en transactions courantes			
	Déficit 2011-2014		Déficit en 2014	
Gouvernement et ménages	en % du PIB	en Md\$	en % du PIB	en Md\$
Constant	-1,5	-27,6	-1,7	-33,7
+1 % du PIB	-4,3	-78,1	-5,7	-111,8
-1 % du PIB	+1,2	+21,5	+2,1	+41,4

PIB potentiel de 6 % - Taux d'investissement requis : 23 %				
Croissance des dépenses en valeur réelle par rapport à la croissance du PIB réel	Simulations pour le résultat en transactions courantes			
	Déficit en 2011-2014		Déficit en 2014	
Gouvernement et ménages	en % du PIB	en Md\$	en % du PIB	en Md\$
Constant	-4,5	-82,8	-5,7	-116,8
+1 % du PIB	-7,2	-134,4	-9,7	-197,3
-1% du PIB	-1,8	-32,7	-1,9	-39,3

117

Ainsi, par exemple, pour que le pays croisse de 5 % par an de façon soutenable, il devra maintenir, à partir de 2014, son taux d'investissement aux alentours des 19 % actuels. Dans ce cas, avec la croissance de la consommation et des dépenses du gouvernement au même taux que le PIB (5 % par an), le déficit moyen des transactions courantes sera de l'ordre de 1,5 % du PIB entre 2011 et 2014 et, en 2014, le déficit sera relativement stable aux alentours de 1,7 % ou équivaldra à 34 Md\$¹⁰. De façon générale, le tableau 4 nous montre que les taux de croissance

aux alentours de 5 % sont assez faisables pour cette période, dans un scénario de conditions normales de financement aux pays émergents. Des croissances réelles de 6 % avec des dépenses croissantes de la consommation du gouvernement peuvent aboutir à des déficits représentant jusqu'à 9,7 % du PIB en 2014, avec des dimensions aux alentours de 197 Md\$ qui nous semblent être finançables, même avec une augmentation espérée des flux de financement.

L'autre simulation intéressante montre que si le gouvernement augmente ses dépenses réelles, pendant cette période, d'à peine un point en dessous de la croissance du PIB, le pays ayant une croissance de 5 % et la consommation ayant aussi une baisse d'un point par rapport au PIB, le déficit se transformerait en un excédent moyen de 1,2 % pendant cette période et serait en hausse, terminant en 2014 à 2,1 %¹¹ du PIB. Ces simulations révèlent de façon importante comment le gouvernement peut contribuer (directement ou moyennant des incitatifs à l'épargne des ménages) à éviter un déficit croissant dans les comptes externes, permettant, de ce fait, l'augmentation de l'investissement et du PIB potentiel¹². Et, il convient de le rappeler, il suffit que les dépenses augmentent moins que le PIB, il n'est pas nécessaire qu'elles se réduisent en termes réels. Et additionnellement, si la composition des dépenses est basée sur des investissements et non sur des dépenses courantes, c'est d'autant mieux pour la croissance du PIB potentiel du pays.

118

Un autre facteur qui doit être pris en compte dans l'analyse des transactions courantes dans les prochaines années concerne les effets sur la balance commerciale de l'extraction du pétrole des réserves du *pré-sal*. Les résultats du *pré-sal* seront observés à partir 2015-2016 et sont en dehors de la période analysée dans cet article. Toutefois, il est très raisonnable de supposer qu'à mesure que le Brésil s'approchera de la période dans laquelle le *pré-sal* entraînera des résultats positifs pour l'économie, certains indicateurs externes montreront des résultats moins favorables car ils seront perçus comme étant temporaires¹³.

De cette façon, si au long de la deuxième moitié (2013-2014) du mandat du prochain président la croissance domestique se situe au-dessus du potentiel, la consommation, l'investissement et les dépenses du gouvernement croissant de façon accélérée, et si le chronogramme de l'extraction des réserves de pétrole et de gaz est accompli, le déficit des comptes courants peut se situer temporairement au-dessus de ce qui est souhaitable car il sera corrigé moyennant la mise en œuvre des plateformes de pétrole et l'exportation de leurs ressources qui s'ensuit. Certains calculs montrent que la contribution du *pré-sal* aux transactions courantes peut atteindre jusqu'à 5 % du PIB dans un scénario où le baril de pétrole est coté à 100 dollars (Tendências Consultoria Integrada, 2008)¹⁴. La contribution moyenne des scénarios

simulés sera de 3,5 % du PIB pour le compte courant qui sera atteint dix ans après le début de l'extraction du pétrole, d'après des projections de Tendências Consultoria Integrada (2008).

Ainsi, par exemple, dans le scénario d'une croissance qui se situe aux alentours de 5 %, le gouvernement et les ménages croissant de 1 point de pourcentage au-dessus de cela, on aurait, en 2014, des déficits externes aux alentours de 5,7 % du PIB, environ 111,8 Md\$¹⁵. Toutefois, si le chronogramme de l'extraction est accompli et que les prix internationaux se situent entre 70 dollars et 100 dollars le baril, l'expectative sera que ce déficit sera réduit de 3,5 points de pourcentage dans une période qui s'étend sur dix ans, faisant en sorte que le déficit externe recule et passe à 2,2 % du PIB. C'est-à-dire que le recours du Brésil au déficit externe tout le long du prochain gouvernement peut ne pas être perçu comme insoutenable, si les investissements pour l'extraction et les conditions du marché du pétrole sont favorables.

UN REGARD « ÉQUILIBRÉ » SUR LE DÉFICIT EXTERNE BRÉSILIEN

Le thème des comptes externes brésiliens soulève toujours beaucoup de controverses, depuis les plus classiques, qui suggèrent que le déficit ne doit pas être débattu car les prix du marché - en particulier le taux de change - induisent des changements dans la balance entre l'absorption domestique et l'épargne et corrigent les distorsions dans un scénario adverse, jusqu'aux défenseurs les plus fervents d'un modèle de développement basé sur la thèse d'excédents externes élevés. Notre point de vue à ce sujet est que le déficit externe est vraiment endogène et qu'il n'y a pas de politiques cambiales¹⁶ capables de changer sa dynamique à moyen terme. Cependant, un regard « équilibré » sur les comptes externes brésiliens doit reconnaître qu'il y a bien des politiques économiques qui peuvent éviter que les déficits externes soient persistants et qu'il y a certainement aussi des réactions de politique économique très efficaces qui permettent de corriger une situation de déficit externe considérée comme étant insoutenable.

En premier lieu, il est souhaitable que le Brésil croisse davantage et de façon soutenable au fil des prochaines années, ce qui va exiger une augmentation de l'investissement. Pour ce faire, au cas où il n'y aurait pas d'ajustement de la consommation, ni des dépenses courantes de consommation du gouvernement, il y aura un déficit externe. En deuxième lieu, pour éviter l'augmentation du déficit, il est souhaitable qu'il y ait une certaine restriction des dépenses administratives par rapport au PIB, de manière à permettre l'expansion de l'investissement privé et à diminuer la taille du déficit externe. Les tentatives d'accélérer

la croissance domestique à travers la dépense publique quand il y a insuffisance de financement externe aboutissent seulement à des déficits externes majeurs, à des dépréciations cambiales élevées et à une inflation plus élevée qu'on ne le souhaite. En troisième lieu, il est souhaitable que le déficit externe finance les investissements plus que la consommation, ce qui exige une politique fiscale et une régulation adéquates à l'amplification des investissements et, qu'en outre, on crée des mécanismes qui encouragent l'épargne à long terme des ménages. En quatrième lieu, des politiques qui s'acheminent vers une ouverture commerciale majeure sont souhaitables car elles réduisent la dépréciation cambiale dans des moments d'insuffisance du financement externe et augmentent l'intégration technologique, ce qui tend à élever la productivité totale des facteurs et à réduire la nécessité d'augmenter l'investissement pour que le pays croisse de façon soutenable.

L'évidence empirique internationale montre qu'il faut être attentif aux niveaux de déficit externes très élevés - qu'ils soient une grande proportion des flux de financement disponibles dans le monde - car, bien qu'ils soient réduits comme proportion du PIB d'un pays aussi grand que le Brésil, ils peuvent engendrer une volatilité élevée et exiger des ajustements importants dans l'économie domestique en cas d'arrêt subit des capitaux et d'un passif externe élevé. Si le déficit est élevé nominalement, mais peu important comme proportion du PIB, et que le passif externe est peu important lui aussi, la contraction exigée dans la demande domestique peut ne pas être très importante quand les flux des capitaux s'arrêtent, mais si le passif externe et le déficit nominal comme proportion des flux d'investissement sont grands, la contraction exigée dans la demande domestique peut être assez élevée.

S'il est vrai que ce qui détermine la taille possible des déficits externes, c'est le financement, il est vrai aussi que des politiques adéquates empêchent que des périodes de déficits prolongées entraînent des conséquences très adverses quand ces flux de financement sont interrompus. Des politiques consistantes mettent le pays à l'abri d'une interruption des flux par des facteurs idiosyncrasiques et diminuent de beaucoup la dimension de la contraction de l'absorption domestique et de la dépréciation du change réel quand les flux sont interrompus par les crises de financement récurrentes dans le monde. Ainsi, bien que nous soyons plutôt des observateurs que des acteurs quand il s'agit de déficits externes et de taux de change, les politiques que nous venons d'énumérer sont certainement très puissantes et à même d'atténuer les cycles et d'empêcher que les conséquences des déficits externes portent préjudice au Brésil.

NOTES

1. Le passif externe liquide est la somme de la dette externe et du stock d'investissements étrangers dans le pays (y compris en portefeuille) moins les actifs brésiliens en monnaie étrangère.
2. Une question fondamentale est qu'il suffit que les dépenses du gouvernement augmentent moins que le PIB pour que les investissements puissent augmenter davantage sans exercer une pression sur le déficit externe, ce qui n'exige pas, par conséquent, la réduction de la dépense réelle, comme nous le montrerons dans la quatrième partie.
3. Dans un régime fluctuant, la dépréciation du change réel sera plus rapide et les ajustements des transactions courantes le seront également. Dans un régime administré, l'ajustement du change réel ne se fera qu'au moyen du différentiel entre les prix de *tradables* et *non-tradables* et cet ajustement est bien plus lent d'ordinaire. Évidemment, le taux de change ne dépend pas seulement du compte courant, mais aussi des expectatives et des flux du compte des capitaux. Cet article prétend néanmoins mettre en évidence l'importance de la dynamique entre l'épargne interne et l'absorption domestique pour l'équilibre de la balance des paiements.
4. Dans la pratique, nous avons choisi comme pays candidats à la comparaison ceux qui présentaient un déficit externe supérieur à 1,2 Md\$ entre 2000 et 2007. C'était exactement le déficit moyen brésilien pendant cette période. Une fois les pays choisis, nous avons identifié la taille de leurs déficits depuis 1995 et, principalement, entre 1995 et 2001, une période de déficits brésiliens successifs et élevés immédiatement antérieure à la forte réduction de nos déficits externes à partir de 2002. Avec ce critère, nous avons pu englober dans notre choix assez de candidats pour effectuer la comparaison avec le Brésil car le déficit brésilien a été assez réduit entre 2000 et 2007. Nous avons opté de nous arrêter à 2007 car, à partir de 2008, le Brésil présentant de nouveau un déficit nominal des transactions courantes, nous limiterions beaucoup les candidats à la comparaison avec le Brésil.
5. Il est important de souligner que la taille nominale du déficit ne doit pas être une référence en soi au fil des années. La question de la taille nominale ici doit être plutôt comprise comme proportion des flux de financement dans le monde, qui s'élèvent aussi nominalement dans le temps. Ainsi, par exemple, un pays peut avoir un déficit bas comme proportion de son PIB, mais ce déficit peut être très grand en termes nominaux quand on le compare aux flux d'investissement disponible pour ces pays. Dans le cas brésilien, le déficit externe entre 1995 et 2001 représentait 20 % du total des flux des capitaux liquides pour tous les pays émergents, bien que, comme proportion du PIB, ce déficit ait été de 3,6 %.
6. Ce niveau de déficit a été choisi arbitrairement. Les auteurs conçoivent que les déficits externes s'élevant jusqu'à 2 % du PIB sont généralement altérables à moyen terme, en tenant compte de l'évidence empirique.
7. Si nous séparons les pays entre ceux avec des déficits supérieurs à 10 Md\$ et ceux avec des déficits inférieurs à 10 Md\$, un critère arbitraire, nous notons qu'il n'y a pas de différence importante dans la durée de la permanence dans le déficit : ce qu'il y a, c'est que les pays avec des déficits supérieurs à 10 Md\$ - dans notre cas, des grands pays en termes de PIB - tendent à présenter des déficits moins élevés comme proportion du PIB que les pays avec des déficits inférieurs à 10 Md\$ et l'ajustement du compte courant - variation avant et après l'ajustement externe - est substantiellement plus grand dans les pays ayant des déficits inférieurs à 10 Md\$ (-7,7 points de pourcentage de variation) que dans les pays ayant un déficit élevé (-3 points de pourcentage). Ce qui finit par polluer un peu les statistiques, ce sont les pays asiatiques qui sont passés par des réversions très abruptes dans leurs transactions courantes.
8. Relation obtenue de Pastore & Associados (2007) et adaptée par les auteurs à la lumière des données du PIB de 2008.
9. Depuis 1995, cette moyenne s'est située aux alentours de 2 % du PIB et, pendant les dernières années, elle a baissé et est passée de 3 % en 2002 à 1,4 % en 2007. Comme le passif externe a augmenté et que la perspective est que le Brésil continue à présenter des déficits externes, il semble raisonnable de supposer une certaine stabilité comme proportion du PIB, au lieu de la chute que nous avons observée de la somme des remises de bénéfices et de dividendes et du paiement des intérêts au fil des prochaines années. Notre hypothèse est celle de remises constantes de 1 % du PIB.
10. Voir : la première ligne de résultats du tableau 4.
11. Voir : la troisième ligne des résultats du tableau 4.
12. À partir de 2014, l'investissement n'aura pas besoin d'augmenter plus que le PIB - dans le cas du

scénario de potentiel à 6 % - et le déficit externe aura assez d'espace pour baisser de façon accélérée. Étant donné la manière dont les simulations ont été construites, le Brésil encourt le déficit externe pour financer sa croissance, ce qui fait en sorte que l'investissement doit augmenter plus que le PIB en termes réels jusqu'en 2014. Une fois atteint le taux d'investissement nécessaire pour maintenir le PIB potentiel au niveau souhaité, les investissements devraient augmenter dans la même proportion que le PIB, ce qui réduit le déficit externe par rapport à la période de croissance accélérée de l'investissement.

13. En d'autres termes, il est raisonnable de supposer que le Brésil puisse s'endetter pour un certain temps, encourageant des déficits en transactions courantes plus élevés qu'on le souhaite en termes nominaux ou comme proportion du PIB, car ces déficits seraient perçus comme étant temporaires et, de ce fait, compatibles avec la soutenabilité future du passif externe, anticipant l'effet positif qu'aura le *pré-sal* sur la balance commerciale.

14. Les simulations prennent en compte des combinaisons de scénarios des prix du baril à 100 dollars et à 70 dollars et des niveaux de production de 43,6 milliards de barils par jour le long de la période simulée qui s'étend jusqu'à 2053.

15. Voir : la deuxième ligne de résultats du tableau 4.

16. D'aucuns peuvent argumenter que le cas d'une grande partie des pays asiatiques, tels que la Chine, est une preuve qu'un change déprécié aide à l'obtention d'excédents élevés des transactions courantes. Toutefois, notre lecture est que la cause primordiale des excédents externes élevés dans ces pays est leur taux d'épargne élevé, et non pas un taux de change nominal un peu moins déprécié.

BIBLIOGRAPHIE

BANQUE CENTRALE DU BRÉSIL (2008), « Evolução dos Indicadores de Sustentabilidade Externa - Atualização », *Focus*, 12 août.

CHINN M. et PRASAD E. (2000), « Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries : an Empirical Exploration », FMI, *Working Paper*, n° 0046, mars.

EDISON H. et al. (2002), « Capital Account Liberalization and Economic Performance : Survey and Synthesis », FMI, *Working Paper*, n° 02120, juillet.

KNIGHT M. et SCACCIAVILLANI F. (1998), « Current Accounts : what Is their Relevance for Economic Policymaking ? », FMI, *Working Paper*, n° 9871, mai.

LEVCHENKO A. et MAURO P. (2006), « Do some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops ? », FMI, *Working Paper*, n° 06202, septembre.

MILESI-FERRETTI G. et RAZIN A. (1997), « Sharp Reductions in Current Account Deficits : an Empirical Analysis », FMI, *Working Paper*, n° 97168, décembre.

PASTORE & ASSOCIADOS (2007), « Euforia Nos Preços Dos Ativos e Riscos Inflacionários », A.C. Pastore & Associados, *Conjuntura*, novembre.

TENDÊNCIAS CONSULTORIA INTEGRADA (2008), « Camada Pré-Sal : Produção de Petróleo no Brasil e seus Impactos na Economia Doméstica », Conference Call Setorial, 23 septembre.