

BRASILS FINANSKRISE I ET HISTORISK PERSPEKTIV

– STATSFINANSENER, INFLASJON OG STABILISERING

*Jostein Eide, student, og Karsten Stæhr, rådgiver, Internasjonal avdeling i Norges Bank**

De brasilianske myndighetene måtte den 13. januar 1999 devaluere realen og kort tid etterpå la valutaen flyte. Dette var kulminasjonen på en periode med kapitalutgang, høye renter og økende press mot valutaen. Denne artikkelen peker på at den nåværende krisen har mange paralleller med tidligere kriser i Brasil. Vedvarende store budsjettunderskudd har ført til høy inflasjon. Tiltak for å stabilisere prisveksten har så blitt satt i verk. Etter en tid bryter stabiliseringspolitikken sammen, ofte i forbindelse med en finanskrise, og inflasjonen tar seg opp igjen. Hvis Brasil skal unngå denne syklusen av inflasjon og stabilisering, må det underliggende problemet, de store budsjettunderskuddene, løses.

1. Innledning

For mange er Brasil synonymt med kaffe, karneval og økonomisk krise. Dette bildet er noe fortegnert. Karnevalet preger riktignok Brasil en hel uke i februar, men avholdes kun én gang i året. Og selv om Brasil er verdens største eksportør av kaffe, er fly og biler minst like viktige som eksportvarer. Det er imidlertid korrekt at Brasil er et land som gjennom lang tid har slitt med alvorlige økonomiske problemer. Finanskrisen som brøt ut i januar 1999 er enda en bekreftelse på disse problemene.

Etter finansielle kriser i Asia og Russland kom Brasils valuta under kraftig spekulasjonspress i løpet av høsten 1998. Kapitalen strømmet ut og valutareservene falt markert på tross av flere renteøkninger. I denne situasjonen forhandlet Brasil med IMF om et lån til styrking av valutareservene. En lånepakke på i alt 41,5 milliarder dollar ble avtalt i november 1998. Midlene ble skaffet til veie gjennom et samarbeid mellom IMF og en rekke andre kreditorer, herunder Norge. Likevel fortsatte mistilliten til Brasils økonomi. Etter fornyet kapitalutgang så de brasilianske myndighetene seg den 13. januar 1999 nødt til å devaluere valutaen og senere gå over til flytekurs.

Årsakene til finanskrisen fremstår klartest hvis krisen betraktes i et lengre perspektiv. Brasil har, sammen med en rekke andre land i Sør-Amerika, gjennom lang tid hatt betydelige økonomiske

problemer, herunder høy inflasjon, finansielle kriser og stor økonomisk ulikhet. Skatteinntektene har sjelden kunnet dekke de offentlige utgiftene, og resultatet har vært vedvarende offentlige underskudd. Underskuddene har blitt finansiert ved innenlandsk eller utenlandsk opplåning. Når markedene mister tilliten til myndighetenes evne til å betjene lånene, må underskuddene finansieres ved pengeutstedelse. Resultatet har vært perioder med moderat inflasjon, etterfulgt av perioder med høy og økende inflasjon. Den nåværende krisen kan være en gjentakelse av dette mønsteret. Etter en periode på fire år med lav inflasjon og stor offentlig opplåning, mistet markedene tilliten til den økonomiske politikken. Långivingen tørket inn, og krisen var en realitet.

Et avgjørende spørsmål er hvorfor det gjennom en så lang periode har vært umulig å balansere de offentlige budsjettene. Igjen må forklaringene hentes i Brasils politiske og sosio-økonomiske historie. Et stort statlig engasjement i økonomien førte i en periode til høy vekst, men også store utgifter. En svært skjev inntektsfordeling, store regionale forskjeller og et polarisert politisk spektrum har gjort det vanskelig å skape konsensus om utgiftskutt eller økte skatter. Disse strukturelle problemer må løses for å sikre langsiktig balanse på de offentlige budsjettene, noe som er en forutsetning for at Brasil skal komme seg ut av syklusen med inflasjon og stabilisering.

Artikkelen er strukturert som følger: I avsnitt 2 ser vi på den latin-amerikanske utviklingsmodellen som Brasil slo inn på etter 2. verdenskrig, og viser

*Takk til Kari-Mette Bruvatne, Carl Andreas Claussen, Nils T. Eide, Nina Langbraaten, Heidi Lohrmann, Enok Olsen og Anders Svør for nyttige innspill og kommentarer. Forfatterene er selv ansvarlige for alle synspunkter og gjenstående feil i artikkelen.

Fakta om Brasil

Brasil er en føderal republikk, bestående av 26 delstater og et distrikt der hovedstaden, Brasília, ligger. Landets areal er på 8,5 millioner km², og folketallet var 164 millioner i 1997. Med et BNP på 770 milliarder USD (omregnet ved hjelp av faktisk valutakurs) var landet i 1997 verdens åttende største økonomi. BNP per capita var om lag 4700 USD, hvilket svarer til om lag halvparten av Hellas'.¹ Tabell 1 viser fordelingen av Brasils utenrikshandel på handelspartnere, og tabell 2 gir tall for inntektsfordeling og utdannelsesforhold.

¹ Tall fra World Bank (1998)

Tabell 1. Brasils utenrikshandel, 1997. Prosent

	Eksport	Import
Latin-Amerika	29	22
USA	18	23
Europa	31	30
- hvorav EU	27	27
Andre	22	25

Kilde: IMF (1999b)

Tabell 2. Sosio-økonomiske indikatorer, 1995. Prosent

Inntektsandel for de 20 prosent med lavest inntekt	2,5
Inntektsandel for de 20 prosent med høyest inntekt	64,2
Analfabetisme, andel av voksne	17
Befolkningsandel som går grunnskole	90
Befolkningsandel som går videregående skole	19

Kilde: World Bank (1998)

hvordan inflasjonen økte fram til 1980. I avsnitt 3 drøfter vi hvordan Brasil ble rammet av den latin-amerikanske gjeldskrisen og hvordan resultatet ble svært høy inflasjon. Avsnitt 4 bruker vi til å diskutere Real-planen, som lyktes i å bringe inflasjonen ned fra over 2000 prosent i 1994 til rundt 3 prosent i 1998. I avsnitt 5 tar vi for oss finanskrisen i januar 1999, opptakten til krisen samt den etterfølgende utviklingen. Vi runder av i avsnitt 6 med en diskusjon om lærdommer fra den siste krisen i Brasil.

2. Brasil fram til 1980-tallet

*Et tilbakeblikk på Brasils tidlige historie*¹

Brasil ble i år 1500 «oppdaget» av portugisiske oppdagelsesreisende og ble en koloni under Portugal. Brasil fikk sitt navn fra et av landets første eksportprodukter, nemlig brasiltreet som ble anvendt til farging av klær. Som andre kolonier ble Brasil i de følgende århundreder gradvis integrert i internasjonal økonomi.

Portugisiske innvandrere opprettet plantasjer med produksjon av eksportvarer for øye. Et stort behov for arbeidskraft ble dekket dels ved immigrasjon fra Europa og Asia, dels ved innførsel av slaver fra Afrika. På 1600-tallet ble Brasil verdens største eksportør av sukker, mens importen besto av bearbejdede produkter fra Europa.

Brasil ble selvstendig i 1822 og republikk i 1889. På 1800-tallet ble kaffe og gummi dominerende

eksportprodukter, mens en begynnende industrialisering på slutten av århundret forble av mindre betydning. Helt inn i 1900-tallet var næringsstrukturen preget av plantasjesystemet, og utenrikshandelen var ensidig, med eksport av landbruksvarer og import av industrivarer.

Denne strukturen medførte at den brasilianske økonomien var svært sårbar under 1. verdenskrig og 1930-tallets økonomiske depresjon. Krigen vanskeliggjorde internasjonal skipstrafikk, og industrilandenes lavkonjunktur og proteksjonisme på 1930-tallet svekket Brasils eksportmuligheter. 2. verdenskrig understreket igjen Brasils vanskelige stilling ved omslag på verdensmarkedene og forverrede muligheter for skipstrafikk.

Den latin-amerikanske utviklingsmodellen

Mens industrilandene etter 1945 begynte en gradvis liberalisering av næringsliv og handel, valgte de fleste latin-amerikanske land å gå den motsatte vei. De historiske erfaringene hadde understreket landenes sårbarhet overfor store omveltninger i verdenshandelen. Dette lå bak formuleringen av den latin-amerikanske utviklingsmodellen som postulerte at økonomisk utvikling i Latin-Amerika var betinget av landenes frikobling fra utviklingen i resten av verdensøkonomien.²

² For en nærmere diskusjon av den latin-amerikanske utviklingsmodellen, se for eksempel Gillis et al. (1987), kapitlene 16, 20 og 21. For den praktiske implementeringen i Brasil, se Chaffe (1998), kapitlene 7 og Bresser Pereira (1996), kapittel 1.

¹ Avsnittet baserer seg blant annet på Chaffe (1998), kapittel 7.

Utviklingsmodellen gav prioritet til en rask industrialisering. Industriell utvikling ville redusere behovet for import av ferdigvarer og dermed redusere sårbarheten overfor svingninger i verdensmarkedsprisene. I tillegg ville en industrialisering lede til en selvforsterkende vekstprosess. Vurderingen var at utviklingslandenes industri ikke var konkurransedyktig på kort sikt og ville bukke under med fri konkurranse. Politikken tok derfor sikte på å understøtte en begynnende industrialisering i forventning om etter hvert å bli konkurransedyktig i forhold til industrilandene («infant industry» argument).

Fra 1950-tallet ble industripolitikk og planlegging således en viktig del av den økonomiske politikken i de fleste latin-amerikanske land. Politikken fant i første rekke sitt uttrykk i såkalt importsubstitusjon. Høye tollsatser, kvoter eller direkte forbud mot import beskyttet den fremvoksende innenlandske industrien, særlig innenfor konsumvaresektoren. Valutaprovenyet fra eksporten ble ved hjelp av lisenser kanalisert til import av produksjonsutstyr og teknologi. Utvalgte industrier fikk direkte subsidier fra staten eller fikk stilt kreditt til rådighet på rimelige vilkår. I tillegg gikk staten i alle land inn med et betydelig direkte eierskap i næringslivet.

Den latin-amerikanske utviklingsmodellen preget Brasils økonomiske politikk til slutten av 1980-tallet. Målet var økonomisk utvikling og «modernisering» av samfunnet («desenvolvimentismo») med den hensikten å nå samme økonomiske «nivå» som industrilandene. Tollmurer reduserte importen markert, mens direkte utenlandske investeringer i enkelte sektorer ble oppmuntret. Nye statseide bedrifter innenfor stålproduksjon, høyteknologi samt bank- og forsikringsvirksomhet ble etablert i tillegg til de eksisterende innenfor minedrift, oljeutvinning og elektrisitetsforsyning. Nasjonalisering fant også sted, og infrastrukturprosjekter, som for eksempel «åpningen» av Amazonas, ble prioritert høyt.

I utgangspunktet høy vekst

Politikken med importsubstitusjon og stort statlig engasjement i næringslivet var på en rekke områder en suksess. Industriproduksjonen økte raskt, og den økonomiske veksten var i perioden 1948 til 1964 på gjennomsnittlig 7,4 prosent per år.³ Både import og eksport falt som andel av BNP, mens

importen i stigende grad besto av kapitalutstyr, energi og råvarer.⁴

I tiden etter innføringen av militærstyre i 1964 ble den økonomiske politikken justert på visse områder. Det ble lagt mindre vekt på utbyggingen av det statlige eierskap. Militærregimet valgte også å øke kapitalimporten fra utlandet, dels ved direkte statlig opplåning, dels ved garantier for statlige og private bedrifters lån. Denne politikken gav mulighet for økt import og la grunnen for høyere økonomisk vekst. Under «det brasilianske miraklet» i perioden 1965-74 vokste den brasilianske økonomien med gjennomsnittlig 10 prosent per år.⁵

Til tross for politikken med importsubstitusjon ble Brasil hardt rammet av det første oljeprissjokket i 1973-74. Brasil var storimportør av olje og andre råvarer. Oljeprissjokket kunne raskt ha ført til et konjunkturtilbakeslag, men myndighetene valgte å øke Brasils opplåning i utlandet for å bøte på virkningene av forverringen i bytteforholdet.⁶

Den store kapitalimporten ble gjort lettere av en rekke endringer på de internasjonale finansmarkedene. Markedet for eurobond-lån ble utviklet på slutten av 1960-tallet. Det åpnet for at Brasil kunne foreta opplåning ved å legge ut obligasjoner denominert i dollar eller andre konvertible valutaer. Etter oljeprisøkningen plasserte de oljeeksporterende landene store summer («petrodollar») i industrilandenes banker. Bankene «resirkulerte» disse pengene blant annet ved å kjøpe fremvoksende økonomiers eurobonds og ved å yte syndikerte lån til de samme landene.

Brasil var en hyppig gjest i de internasjonale finansmarkedene på 1970-tallet. Den brasilianske gjelden til utlandet økte fra rundt 6 milliarder dollar i 1970 til 54 milliarder i 1980. Av dette var størstedelen statlige lån, eller lån garantert av staten.⁷ Lånepolitikken lyktes på kort sikt i å skjerme Brasil fra det økonomiske tilbakeslaget i verdensøkonomien. Produksjonsfremgangen avtok riktignok etter det første oljeprissjokket, men den årlige økonomiske veksten lå fortsatt rundt eller over 5 prosent fra 1974 til 1980.⁸

³ Egne beregninger på grunnlag av data fra Mitchell (1988), s. 764.

⁴ Se for eksempel Gwynne (1987).

⁵ Egne beregninger på grunnlag av tall fra IFS.

⁶ Se Cardoso (1991) for en grundigere diskusjon av denne politikken.

⁷ Bresser Pereira (1996), s. 57.

⁸ Egne beregninger på grunnlag av data fra IFS.

Den relativt gunstige produksjonsutviklingen i etterkrigstiden førte ikke til en jevnere fordeling av de økonomiske ressursene. Tvert imot ble Brasil i perioden fra 1945 til 1980 et samfunn med økende inntektsulikheter.⁹ I tillegg økte de regionale forskjellene, med en rask økonomisk fremgang i det syd-østlige området rundt Rio de Janeiro og São Paulo mens de nord-østlige regionene forble fattige landbruksområder. Brasil var fortsatt et polarisert samfunn med en velstående overklasse og et stort flertall land- og industriarbeidere, som i liten grad merket de økonomiske fremskrittene.

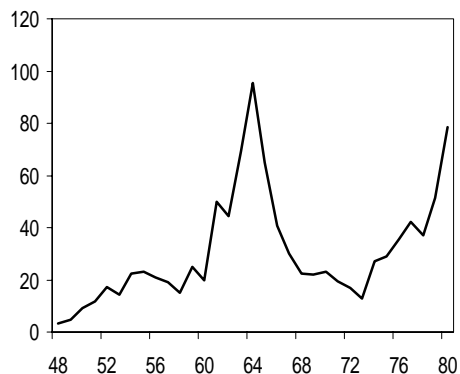
Høyere inflasjon

Tiden etter 2. verdenskrig ble preget av kraftig prisstigning. Figur 1 viser den årlige konsumprisveksten fra 1948 til 1980. Allerede på 1950-tallet nådde inflasjonen et nivå rundt 20 prosent pr. år, og på midten av 1960-tallet økte inflasjonen til nesten 100 prosent per år. Etter en periode med lavere prisstigning var inflasjonen igjen rundt 100 prosent på slutten av 1970-tallet.

Etterkrigstidens høye inflasjon har sin rot i betydelige budsjettunderskudd. På utgiftssiden var underskuddene en konsekvens av den økonomiske politikken, der nasjonalisering og utbygging av den offentlige sektoren førte til økende utgifter. Subsidiert til industrien og byggingen av den nye hovedstaden Brasília (innviet 1960) var også betydelige utgiftskilder. Som følge av militærets sentrale rolle i det brasilianske samfunnet, ble militærutgiftene prioritert høyt. På inntektssiden var det vanskelig å skaffe skatteproveny fra de store fattige grupper i samfunnet. Industrien kunne bare i begrenset omfang beskattes, ettersom målet var en rask utbygging av denne sektoren. Beskatningen av store jordeiere og andre velstående grupper viste seg politisk vanskelig. I tillegg ble store deler av skatteinntektene automatisk overført til delstatene.¹⁰

Til sammen forårsaket disse faktorene et relativt høyt utgiftspress og skatteinntekter som ikke kunne dekke utgiftene. Underskuddene ble delvis pengefianstert, noe som etter hvert gav høyere inflasjon. Det resulterte i at markedet for nominelle statspapirer tørket ut på begynnelsen av 1960-tallet. Dermed måtte budsjettunderskuddene i

Figur 1. Konsumprisvekst, 1948-80.
Prosent per år



Kilde: Mitchell (1988)

stigende grad finansieres ved pengeutstedelse, og resultatet var ikke overraskende at inflasjonen økte, i 1964 til 92 prosent.

Den økende inflasjonen førte på 1960-tallet til indeksering av de fleste nominelle kontrakter.¹¹ Indeksering av skattesatser og skattegjeld begynte i 1961. De brasilianske myndighetene utstedte i 1964 for første gang indekserte statspapirer og etter hvert ble bankkonti og andre finansielle fordringer også indeksert til prisutviklingen. Fra 1965 ble det ved lov bestemt at de fleste lønninger skulle justeres etter utviklingen i prisindeksen.

Ved å lovgi indeksering, ble det lettere å sikre realverdien av kontrakter. På den måten kom myndighetene på sett og vis i forkjøpet av en utbredt anvendelse av utenlandsk valuta (dollarisering). Brasil har, i motsetning til de fleste andre latin-amerikanske land med tradisjon for høy inflasjon, kun i mindre utstrekning hatt dollarisering. I tillegg til den lovbestemte formelle indekseringen, ble de fleste priser og lønninger som ikke var indeksert ved lov, etter hvert justert etter prisutviklingen, såkalt uformell indeksering.

Indeksering skjer i praksis ved at lønninger eller andre variabler justeres etter utviklingen i publiserte prisindekser. Indeksene avspeiler prisutviklingen i en tidligere periode, for eksempel siste år, kvartal eller måned. Dette betyr at utviklingen i de indekserte variablene i stor grad avhenger av

¹⁰ Problemerkene med å skape budsjettbalanse er diskutert i Bresser Pereira (1996), kapittel 2.

¹¹ Beskrivelsen av indekseringen i Brasil bygger på Simonsen (1983).

⁹ Se Cardoso et al. (1995), IDB (1999) og Chaffe (1998), kapittel 7.

tidligere prisstigning (bakoverskuende indeksering). Dette fører til en betydelig treghet («inertia») i inflasjonsprosessen, ettersom lavere inflasjon i én periode først senere gir seg utslag i for eksempel lavere lønninger. Konsekvensen er at en reduksjon av inflasjonen på kort sikt kan føre til betydelig reallønnsøkning med en nedgangskonjunktur til følge. Indeksering kan sikre at verdien av kontrakter fastholdes i tider med høy og rimelig jevn inflasjon, men vanskeliggjør en inflasjonsbekjempende politikk.

3. Fra høy inflasjon via gjeldskrise til ekstrem inflasjon

1980-tallets gjeldskrise¹²

For Brasil, som for de fleste andre latin-amerikanske land, ble 1980-tallet en vanskelig periode («the lost decade»). Bakgrunnen var myndighetenes problemer med gjeldsbetjening allerede fra begynnelsen av tiåret.

På slutten av 1970-tallet økte det internasjonale rentenivået markert etter at pengepolitikken i USA hadde blitt strammet til. Renteutgiftene på de latin-amerikanske landenes gjeld steg tilsvarende, samtidig som det ble vanskeligere å oppta nye lån. Oljeprisen ble mer enn tredoblet i 1980-81. Lavkonjunktur i industrilandene gjorde det vanskelig å øke eksporten. Resultatet var en markert forverring av bytteforholdet til de oljeimporterende land i Latin-Amerika og en kraftig konjunkturtilbakegang.

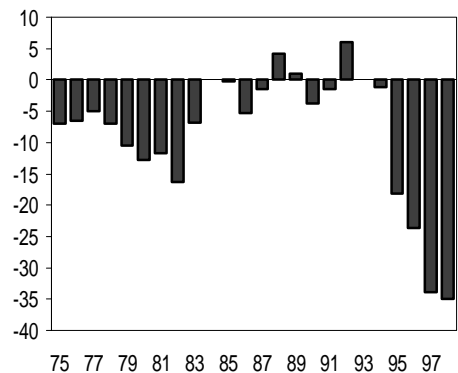
I 1982 oppgav de meksikanske myndighetene å betjene sin gjeld, og etter hvert tørket all kredittgivning til regionen inn. Problemene rammet også Brasil med full styrke. Brasil hadde økt sin gjeld kraftig gjennom 1970-tallet. Samtidig hadde landet basert sin industrialisering på import av olje og andre råvarer. Konjunkturedgangen førte til at private og offentlige bedrifter ikke kunne betjene sin utenlandsgjeld, og den brasilianske staten måtte ta over gjelden som følge av sine garantiforpliktelser. Gjeldskrisen hadde nå nådd Brasil for fullt. De føderale myndighetene sto ansvarlige for størstedelen av utenlandsgjelden, som primært besto av kortsiktige syndikerte lån bevilget av amerikanske og vest-europeiske banker. Myndighetene hadde få muligheter til å betjene gjelden. Kreditter fra blant andre IMF og

USA i 1982 sikret at Brasils regjering fortsatt kunne betjene sin gjeld, men annen opplåning i utlandet var ikke mulig.

Brasil måtte tilpasse seg en situasjon der kapitalimport fra utlandet ikke lenger var mulig. Staten bygget opp restanser på avdragene, men søkte å betjene rentebetalingene. De manglende lånemuligheter i utlandet betydde at utgifter til import og rentebetaling måtte finansieres ved hjelp av eksportinntektene. Figur 2 viser den brasilianske driftsbalansen fra 1975 til 1998. Fra 1983 til 1994 var driftsbalansen tilnærmet null som følge av de manglende lånemulighetene.

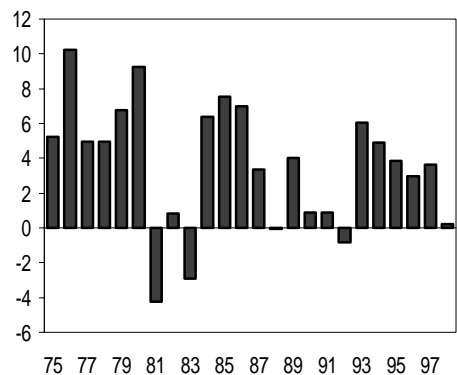
I første omgang rammet oljeprissjokket og gjeldskrisen Brasils realøkonomi hardt. BNP falt i

Figur 2. Saldo på driftsbalansen, 1975-98. Milliarder USD per år



Kilde: IFS og BCB

Figur 3. BNP-vekst, 1975-98. Prosent per år



Kilde: IFS

¹² Underavsnittet bygger på Chaffe (1998), kapittel 7 og Bresser Pereira (1996), kapittel 6.

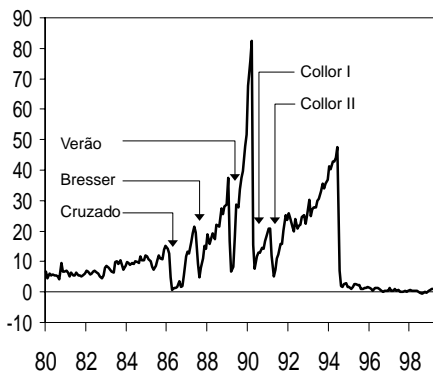
1981 og 1983 og viste ubetydelig vekst i 1982. (Se figur 3.) Allerede fra 1984 tok veksten seg imidlertid opp igjen. Årsaken var at man foretok en rekke kraftige devalueringer som skulle bedre Brasils internasjonale konkurransevne og gi overskudd på handelsbalansen. På slutten av 1980-tallet falt veksten igjen som følge av manglende internasjonale finansieringsmuligheter, høy inflasjon og finansiell ustabilitet.

Til tross for noen år på midten av 1980-tallet med relativt høy vekst var statens finansieringsproblemer ikke løst. To ganger i perioden fra 1987 til 1990 ble også rentebetalningene suspendert. Først med Brady-planen fra 1989 kunne Brasil begynne forhandlinger med sine kreditorer om en restrukturering av gjelden. Disse forhandlingene ble slutført i 1994. Resultatet ble at de syndikerte lånene ble konvertert til omsettelige papirer («securitisation»), såkalte «Brady bonds» som ble garantert ved hjelp av valutareservene. Også gjelden til utenlandske offentlige kreditorer ble restrukturert. Fra 1995 kunne Brasil igjen opptre som betydelig låntaker på internasjonale finansmarkeder. (Se figur 2.)

Fra høy til ekstrem inflasjon

Gjeldskrisen hadde store realøkonomiske konsekvenser for Brasil, men enda større følger for inflasjonsutviklingen. Den årlige inflasjonen økte fra rundt 100 prosent per år på begynnelsen av 1980-tallet til over 200 prosent på midten av 1980-tallet og til over 1000 prosent på slutten av tiåret. Figur 4 viser den månedlige konsumprisveksten fra

Figur 4. Konsumprisvekst, 1980-99.
Prosent per måned



Kilde: IFS og IBGE

januar 1980 til februar 1999. (Månedlig inflasjon på 5 prosent svarer til årlig inflasjon på 80 prosent, mens månedlig inflasjon på 20 prosent svarer til inflasjon på 792 prosent per år.)

Det er to forklaringer på økningen i inflasjonen, begge relatert til gjeldskrisen.¹³ Den ene tar utgangspunkt i nedskrivningen av den brasilianske valutaen. Dette skjedde for å bringe til veie valuta til betaling av renter på utenlandsgjelden. Den depresierte valutaen førte til høyere importpriser som bidro til høyere inflasjon. Den andre forklaringen fokuserer på statens manglende mulighet for utenlandsk finansiering. Når staten skulle betale renter på utenlandsgjelden, kjøpte den utenlandsk valuta av private eksportører. Staten finansierte valutakjøpet ved innenlandsk pengeutstedelse med det resultatet at pengemengden økte og inflasjonen tok seg opp. I begge tilfeller har den utbredte anvendelsen av indeksering ført til prisstigningen har forplantet seg til høyere lønninger, og følgelig ytterligere inflasjon.

Ved demokratiets gjeninnføring i 1985 var den årlige inflasjonen på over 200 prosent og noe måtte gjøres for å bringe den ned.¹⁴ Et halvhjertet forsøk i 1985 gav få resultater. Tidlig i 1986 ble den mer ambisiøse Cruzado-planen lansert. Brasil fikk en ny valuta med tre nuller færre enn den tidligere. Systemet med indeksering av lønninger ble stanset, og i stedet fikk lavtlønnede et lønnspålegg. Videre ble det påbudt prisstopp for de fleste varer. Resultatet var en kortsiktig nedgang i inflasjon. På slutten av 1986 økte inflasjonen igjen, trolig som følge av lønnsøkningen til de lavtlønnede og en kraftig monetær ekspansjon.

Neste stabiliseringspakke var Bresser-planen. Fra juni 1987 ble prisene igjen frosset, men denne gang kun for tre måneder. Budsjettunderskuddet økte som følge av underskudd i de statseide selskaper og en generell lønnsøkning til alle offentlig ansatte. Underskuddet ble pengefinansiert, og fallet i inflasjonen varte kun en kort periode.

Verão-planen (sommer-planen) ble implementert i januar 1989. De grunnleggende elementene var som tidligere fastfrysing av priser og lønninger samt avskaffelse av indeksering. For å bedre budsjettbalansen foreslo regjeringen å redusere antallet av offentlig ansatte, stenge tapsgivende

¹³ Jf. Cardoso (1991).

¹⁴ Beskrivelsen av de mange stabiliseringstiltakene bygger på Chaffe (1998), kapittel 1, 7, 8 og 9.

statsbedrifter og øke energiprisene. Kongressen i Brasília forkastet imidlertid de fleste forslagene til en styrking av statsbudsjettet. Publikum mistet tilliten til planen, og etter omfattende streiker måtte regjeringen gi opp videre stabilisering av prisutviklingen.

Collor-planen var ledd i et større økonomisk program som ble et avgjørende brudd med den latin-amerikanske utviklingsmodellen. Restriksjoner på importen ble gradvis redusert. Mange statsbedrifter ble privatisert ved salg til innenlandske eller utenlandske investorer. Collor-planens stabiliseringstiltak ble satt i verk fra april 1990. Brasil gikk over til flytekurs, og en ny valuta ble tatt i bruk. Det ble innført prisstopp og indeksering ble begrenset. Videre ble stort sett alle bankinnskudd frosset, hvilket reduserte både pengemengden og publikums kjøpekraft. Statsbudsjettet ble styrket med økte skatter for bønder og folk med høy inntekt, og man innførte beskatning av kapitalgevinster, fjernet subsidier og reduserte tallet på offentlig ansatte. I starten var programmet en suksess. Inflasjonen tok seg imidlertid opp igjen, mest sannsynlig som følge av uformell indeksering av lønninger og priser. Våren 1991 forsøkte regjeringen å redde stabiliseringsprogrammet med en ny pris- og lønnsstopp, men uten hell.

I sum, perioden fra begynnelsen av 1980-tallet til 1994 ble preget av uvanlig høy inflasjon, selv sammenlignet med Brasils tidligere erfaringer. Gjentatte forsøk på å redusere inflasjonen førte ikke fram, jf. figur 4. Brasil var inne i en syklus der stabilisering ble avløst av inflasjon som igjen ble avløst av stabilisering.¹⁵ Det underliggende problemet, store budsjettunderskudd, skyldtes for en stor del strukturelle forhold. Det var vanskelig å skaffe tilstrekkelig skatteproveny blant annet på grunn av store inntektsforskjeller og politikken med favorisering av industrien. Overførsler til delstatene var en betydelig byrde for det føderale budsjettet.

De fleste stabiliseringstiltak tok kun i mindre omfang for seg budsjettproblemen og baserte seg i stedet på tiltak som direkte reduserer inflasjonen, blant annet lønns- og prisstopp samt avskaffelse av indeksering, såkalt «heterodoks» politikk. Collor-planen betonet «ortodoks» politikk som stram penge- og finanspolitikk. Denne planen mislyktes i

å begrense den voldsomme prisstigningen trolig som følge av uformell indeksering og inflasjonstregthet. Mens inflasjonen i Brasil nærmet seg hyperinflasjon på midten av 1990-tallet, kunne lærdommen etter tallrike stabiliseringspakker gjøres opp. Et vellykket program måtte inneholde tiltak som både løste de underliggende budsjettproblemen og samtidig tok høyde for den betydelige inflasjonstregtheten.

4. Real-planen

Reformprogrammet

Real-planen er Brasils til nå mest suksessfulle stabiliseringsplan.¹⁶ Planen ble igangsatt mens Itamar Franco var president og Fernando Henrique Cardoso finansminister. Den statsfinansielle situasjonen hadde blitt styrket allerede med Collor-planene, og arbeidet med en styrking av statsfinansene fortsatte de kommende årene. I 1993 ble grunnloven endret slik at en rekke utgiftsområder ble overført fra det føderale budsjettet til delstatene, men det lyktes ikke å redusere de store overføringene til delstatene. I begynnelsen av 1994 vedtok parlamentet imidlertid en særlov som for en toårig periode overførte midler fra delstatene til det føderale budsjettet. Brasils føderale regjering hadde fått et pusterom, men delstatene hadde fått sin budsjettsituasjon forverret.

Figur 5 viser budsjettbalansen for den samlede offentlige sektoren i prosent av BNP. Primærbalansen tar ikke med utgifter til betjening av gjelden, mens den operasjonelle balansen inkluderer renteutgifter.¹⁷ I 1993 og 1994 lyktes det å skape betydelige overskudd på primærbalansen og et mindre overskudd på den operasjonelle balansen.

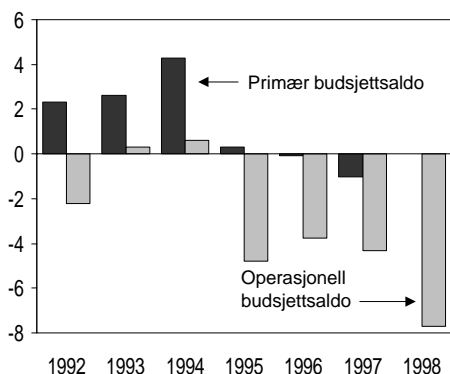
Problemet med inflasjonstregthet på grunn av inflasjonsindeksering ble søkt løst gjennom en gradvis overgang til en ny valuta. Fra den 1. mars 1994 ble det introdusert en midlertidig omregningsenhet, URV («Unit of Real Value»), som skulle brukes til å synkronisere indekseringen av lønninger, priser og

¹⁶ Beskrivelsen bygger på Chaffe (1998), kapittel 1 og 10.

¹⁷ Store deler av den offentlige gjelden er i utenlandsk valuta eller indeksert til en prisindeks, pengemarkedsrenten eller valutakursen. Den operasjonelle budsjettbalansen (inklusive renteutgifter) betegner derfor ikke endringen i den offentlige sektorens nettofordringsposisjon. Underskuddene justert for effekten av pris-, valutakurs- og renteendringer er vesentlig større enn de operasjonelle underskuddene.

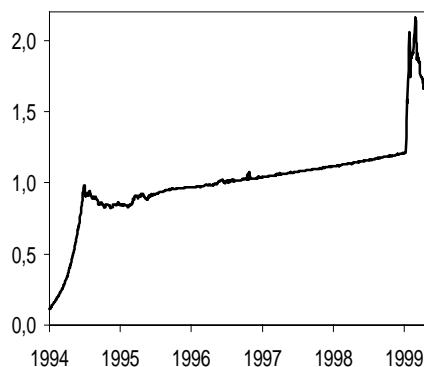
¹⁵ Kiguel & Liviatan (1991) beskriver denne syklusen for både Brasil og Argentina.

Figur 5. Offentlig budsjettsaldo i prosent av BNP



Kilde: IMF (1998a) og BCB

Figur 6. Valutakursindeks, fra 1.7. 1994 real per USD



Kilde: Datastream

sosiale ytelser. Verdien av URV i forhold til den sirkulerende valutaen, cruzeiro real, ble fastsatt daglig i henhold til tap av kjøpekraft. (Verdien av URV fulgte stort sett den amerikanske dollaren.) Etter kort tid ble omregningsenheten anvendt i stort sett alle kontrakter. Kontraktene fastsatte beløp i URV, men betalingen foregikk i cruzeiro real konvertert etter de daglige verdjusteringer.

Den 1. juli 1994 ble cruzeiro real og den midlertidige regneenheten erstattet av dagens valuta, real.¹⁸ I prinsippet var valutakursen flytende, men sentralbanken annonserte at den ville intervensere hvis kursen mot amerikanske dollar kom utenfor intervallet 0,85 til 1. Kontrakter denominert i URV ble konvertert til real i forholdet 1 til 1. Lønninger skulle ikke justeres før januar 1995. Pengepolitikken ble samtidig tilpasset en kraftig reduksjon i inflasjonen, gjennom kvartalsvise begrensninger på pengemengdeveksten og økte reservekrav for bankene.

Effekten av Real-planen

I utgangspunktet var Real-planen en suksess. Inflasjonen falt umiddelbart fra gjennomsnittlig 44,6 prosent per måned i annet kvartal 1994 til 2,5 prosent i fjerde kvartal. I de følgende år falt infla-

sjonen gradvis til et nivå på linje med de fleste industriland. (Se figur 4.)

Til tross for noe innenlandsk inflasjon styrket valutaen seg i månedene etter innføringen av real. Kursen nådde i januar 1995 et nivå på 0,84 real per dollar, dvs utenfor det annonserte intervallet. For å unngå ytterligere appresiering av valutaen og dermed dårligere konkurransevne, valgte de brasilianske myndighetene i midten av 1995 å innføre en forhåndsannonsert tabell med devalueringssrater («crawling peg»). Formålet var å sikre en gradvis og forutsigbar depresiering av den nominelle kursen.¹⁹ Valutakursutviklingen er vist i figur 6.

Brasil hadde i perioden 1994-97 fire år med forholdsvis høy, om enn avtagende, BNP-vekst. Ledigheten falt og lavinntektsgruppene opplevde en moderat forbedring av levestandarden. Også produktiviteten og investeringer vokste. Den internasjonale handelen ble styrket gjennom en åpning av økonomien, særlig i form av regional integrering gjennom frihandelsområdet Mercosul.²⁰ Brasil fikk fornyet tilgang til internasjonal kapital, noe som førte til betydelig kapitalinngang i form av både direkte og finansielle investeringer. Det ble i perioden betydelige og økende underskudd på driftsbalansen, jf. figur 2.

¹⁸ Dette var den femte endringen av valutaenhet i Brasil i løpet av åtte år. Før 1986 var landets valuta cruzeiro. I februar 1986 ble cruzeiro erstattet av cruzado i forholdet 1 til 1000. I januar 1989 ble cruzado erstattet av novo cruzado i forholdet 1 til 1000. I mars 1990 ble cruzeiro gjeninnført i forholdet 1 til 1 mot novo cruzado. I august 1993 ble cruzeiro erstattet av cruzeiro real i forholdet 1 til 1000. Fra juli 1994 ble cruzeiro real erstattet av real i forholdet 1 til 2750.

¹⁹ I Latin-Amerika betegnes en slik devalueringstabell ofte en «tablita». Konkret offentliggjorde den brasilianske sentralbanken et «minibånd» som angav kursen gitt den ønskede devalueringen. I tillegg ble det angitt et «maxibånd» som sentralbanken forpliktet seg til å holde valutakursen innenfor.

²⁰ Mercosul (eller Mercosur på spansk) ble dannet av Argentina, Brasil, Paraguay og Uruguay i 1991. Chile og Bolivia har siden trådt inn som assosierte medlemmer.

På det politiske plan hadde Real-planens suksess store konsekvenser. Planens «arkitekt», Cardoso, ble ved presidentvalget høsten 1994 valgt med stor majoritet og tiltrådte som president i 1995. Under de følgende årene med relativt stor stabilitet forble Cardoso en populær president. Han ble gjenvalgt som president høsten 1998.

5. Den finansielle krisen

Underliggende problemer

Til tross for at Real-planen lyktes å bringe ned inflasjonen, ble det snart klart at det fortsatt var betydelige problemer som kunne true stabiliteten. Først og fremst gjaldt dette de offentlige finansene, som fra 1995 viste betydelige operasjonelle underskudd, jf. figur 5. Mens det føderale budsjettet nøt godt av en relativ gunstig konjunkturutvikling, økte delstatenes underskudd markert. Det er en rekke forklaringer:

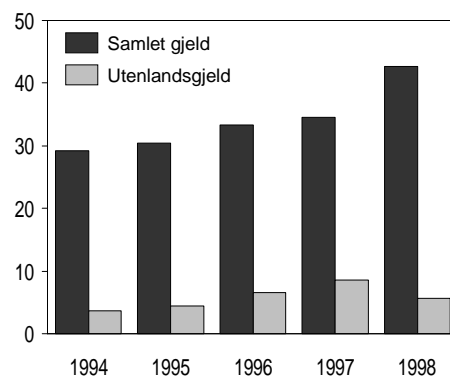
De føderale myndighetene hadde flere ganger tidligere tatt over gjeld når delstatene var i krise. Dette gav delstatene mindre incitament til å forebygge kriser ved å redusere underskuddene. Videre var det vanskelig å omstille utgifts- og skatteadministrasjonen til den nye situasjonen med lav inflasjon. Høyere realrenter etter Real-planen samt betjening av tidligere restrukturerte lån økte også delstatenes utgifter. Resultatet var en budsjettkrise i delstatene med den konsekvens at de føderale myndighetene i 1996 gav nye kreditter mot løfter om budsjettinnstramming. Disse løftene ble kun i begrenset omfang overholdt.²¹

Real-planen førte ikke til en vesentlig styrking av de offentlige budsjettene. Det samlede offentlige underskuddet inklusive renter var i perioden 1995 til 1997 over 4 prosent av BNP, og underskuddet økte til nesten 8 prosent i 1998 på grunn av markert større renteutgifter. (Se figur 5.) Underskuddene må sees i sammenheng med samlede offentlige inntekter, som i perioden utgjorde om lag 1/3 av BNP.

Den offentlige nettogjelden som prosent av BNP økte med om lag 13 prosentpoeng i perioden 1994-1998. (Se figur 7.) Økningen avspeiler dels de betydelige underskuddene, dels at store deler av gjeldsstokken var indeksert til utviklingen til pengemarkedsrenten eller valutakursen. Langt

²¹ For en nærmere diskusjon av delstatenes budsjettkrise 1995-96, se IMF (1998a).

Figur 7. *Offentlig nettogjeld. Prosent av BNP*



Kilde: BCB

størstedelen av gjelden besto av innenlandske obligasjoner med kort løpetid og indeksering til renten eller valutakursen.²² En mindre del av gjelden, under 10 prosent av BNP, var utenlandsgjeld.

Verken budsjettunderskuddene eller nettogjeldens omfang var tilsynelatende av alarmerende omfang. Gjeldens sammensetning og omfanget av indeksering gjorde imidlertid budsjettene svært sårbare overfor endringer i renter og valutakurser. At det ikke lyktes å selge statspapirer med lengre løpetid og uten indekseringsklausuler er en indikasjon av hvor skrøpelig Real-planens stabilisering var.

Et annet alvorlig problem var tapet av konkurransevne. Den langsomme devalueringstakten gjorde at importen var rimelig, hvilket bidro til å redusere inflasjonen. Konsekvensen var imidlertid at brasilianske varer ble mindre konkurransedyktige i utlandet samtidig som importen økte. Resultatet var store driftsbalanseunderskudd, finansiert ved utenlandsk opplåning, og få vekstimpulser fra utenrikshandelen.

Kriser i Asia og Russland

I begynnelsen av 1997 virket det som stabiliseringen hadde bitt seg fast til tross for underliggende problemer. Brasil var igjen en stor låntaker på de

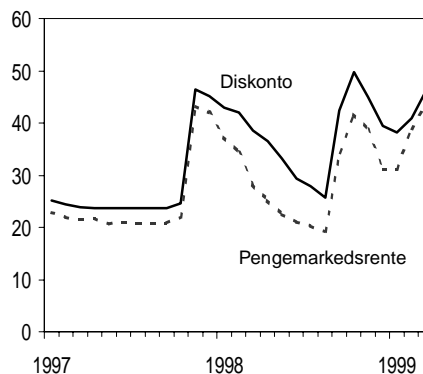
²² Ved utgangen av 1998 var 2/3 av den samlede nettogjelden indeksert til pengemarkedsrenten og 1/5 til valutakursen. Den gjennomsnittlige løpetiden var om lag 8 måneder. Tall fra IMF (1999a), s. 49. Se også IMF (1998b), s. 32.

internasjonale finansmarkedene, og den offentlige sektoren bygde opp stadig større gjeld. I en slik situasjon kom krisene, først i Asia og siden i Russland, svært ubeleilig.²³ Etter finanskrisen i Asia sommeren 1997 minsket risikovilligheten i de finansielle markedene, og Brasil opplevde press mot valutaen. Presset ble møtt med en markert økning av sentralbankens styringsrente samtidig som myndighetene lovet kraftige budsjettinnstramminger. (Se figur 8.) Tiltakene hadde tilsiktet effekt, men budsjettet ble ikke avgjørende styrket, blant annet på grunn av høyere utgifter til betjening av gjelden.

Høsten 1998 var det igjen problemer med kapitalutgang og press mot valutaen. Presset ble denne gangen utløst av Russlands devaluering og gjeldsmoratorium august 1998, med stor ustabilitet i de globale finansmarkedene til følge. Brasils valutareserver (eksklusiv gull) falt fra 66 milliarder dollar i august til 44 milliarder i september og 40 milliarder i oktober 1998.²⁴ Kapitalutgangen ble bremsset, men ikke stanset av renteøkninger. Det høye rentenivået var et problem for næringsliv og offentlige myndigheter.

I denne situasjonen innledet Brasil forhandlinger med IMF om et tilpasningsprogram som sikret tilførsel av utenlandsk valuta. En lånepakke på 41,5 milliarder dollar utbetalt over tre år ble avtalt i november og vedtatt i IMF's styre den 2. desember 1998. De brasilianske myndighetene forpliktet seg til å gjennomføre strukturelle reformer innenfor pensjonssystemet, offentlig administrasjon, skattepolitikk samt fordeling av skatteproveny mellom delstater og føderale myndigheter. Hensikten med tiltakene var en bedring av budsjettbalansen svarende til om lag 3 prosentpoeng av BNP hvert år i perioden 1999-2001 slik at de primære overskudd ville bli rundt 2,5-3 prosent av BNP. Vurderingen var at denne budsjettinnstrammingen ville stabilisere den offentlige nettogjelden på rundt 47 prosent av BNP i løpet av de kommende tre år. Systemet med en gradvis devaluering av realen skulle opprettholdes med henblikk på å unngå finansiell uro og fornyet inflasjon.

Figur 8. Diskonto og pengemarkedsrente. Prosent



Kilde: IFS

Sammenbruddet

Til tross for utbetaling av første transe på i alt 9,3 milliarder dollar av det IMF-ledede lånet i desember 1998, lyktes ikke programmet å gjenopprette tilliten til Brasil på de internasjonale finansmarkedene. Kapitalen fortsatte å strømme ut. Presset tiltok mot midten av januar 1999, og den 13. januar valgte myndighetene å devaluere valutaen. I første omgang ble svingningsintervallet for realen utvidet, noe som resulterte i en effektiv devaluering på om lag 9 prosent. Presset fortsatte imidlertid, og allerede den 15. januar gikk Brasil over til flytekurs.

Det kan pekes på en rekke faktorer bak sammenbruddet.²⁵ For det første ble oppfølgingen av IMF-avtalens budsjettkrav brakt i tvil da Kongressen stemte ned en rekke forslag til skatteøkninger. For det andre ble pengepolitikken mindre stram allerede i november 1998 (se figur 8), noe som har gjort det mindre attraktivt å investere i Brasil. Den avgjørende begivenheten var trolig at delstaten Minas Gerais (under ledelse av tidligere president Itamar Franco) den 6. januar 1999 innførte en tremåneders stans i betjeningen av sin gjeld til de føderale myndighetene. Dette skapte alvorlig tvil om styrkingen av de offentlige finansene ville lykkes.

Utviklingen siden overgangen til flytekurs

Valutakursen har vist store svingninger etter at realen ble sluppet fri den 15. januar 1999. Kursen

²³ Følgende analyse bygger på IMF (1998b, 1999).

²⁴ Dette bygger på IMF (1999a).

²⁵ Dette bygger på IMF (1999a).

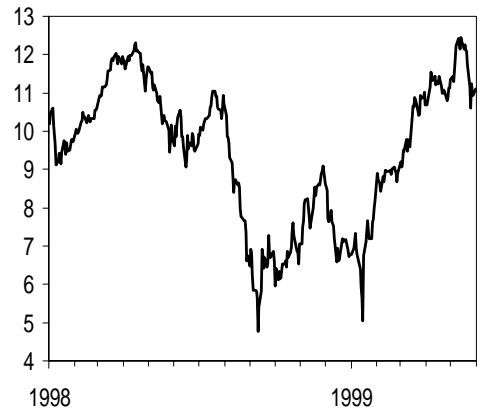
depresierte fra 1,21 real per dollar den 12. januar til 2,16 den 2. mars, men har siden styrket seg, og lå på 1,72 ved utgangen av mai. Pengepolitikken ble strammet til de første månedene av 1999, jf. figur 8. I mars gikk sentralbanken over til å styre etter pengemarkedsrenten, og siden har renten blitt redusert flere ganger. Ved utgangen av mai måned var den nye styringsrenten 23,5 prosent, ned fra 45 prosent tidlig i mars. De siste månedene har det tross rentefallet vært betydelig kapitalinngang til Brasil, og den brasilianske børsen har styrket seg markert i løpet av 1999. (Se figur 9.)

Pristigningen har vært overraskende avdempet siden devalueringen. Den månedlige konsumpris-inflasjonen var 1,1 prosent i både februar og mars og 0,6 prosent i april. Foreløpige tall fra São Paulo indikerer at inflasjonen har forblitt relativt lav i mai. Den realøkonomiske utviklingen har også overrasket i positiv retning. Etter et BNP-fall på 1,6 prosent fra tredje til fjerde kvartal i 1998, har BNP økt med 1 prosent fra fjerde kvartal 1998 til første kvartal 1999.²⁶ Videre har det i første kvartal 1999 vært et primært overskudd på de offentlige budsjettene på 4,1 prosent av BNP, hvilket er noe mer enn fastlagt i avtalen med IMF.²⁷ Brasil har betjent sin gjeld i perioden, og har de siste månedene vært i stand til å oppta nye lån på de internasjonale finansmarkedene.

Låneavtalen med IMF ble reforhandlet etter overgangen til flytekurs. I mars forelå en revidert avtale om en kraftigere finanspolitisk innstramning enn tidligere avtalt. Målet er nå primære overskudd på 3-3,5 prosent av BNP. Avtalen åpnet for utbetaling av ytterligere 9,8 milliarder dollar av lånetilsagnet fra IMF og andre kreditorer.

Som en forlengelse av den reviderte IMF-avtalen har Brasils sentralbank annonsert at det innføres inflasjonsstyring fra den 1. juli 1999. Målet forventes å bli under 10 prosent inflasjon per år.²⁸ Det hersker noe tvil om sentralbankens muligheter for presist å styre inflasjonen under den nåværende ustabile økonomiske situasjon. Inflasjonsutviklingen er vanskelig å anslå og det er trolig lite stabile sammenhenger mellom rentepolitikk og inflasjon. Disse innvendingene kan bli særlig aktuelle hvis inflasjonen tar seg opp i de kommende månedene eller hvis finansmarkedene

Figur 9. Den brasilianske aksjekursindeksen, Bovespa



Kilde: Datastream

rammes av stor uro. Videre har det vært reist spørsmålstegn ved om den brasilianske sentralbanken er tilstrekkelig uavhengig til å motstå politisk press i retning av ekspansiv pengepolitikk.

Både inflasjonsutviklingen og den realøkonomiske stillingen har vært overraskende gunstig etter Brasils overgang til flytekurs. Like fullt er det mange usikkerhetsmomenter. For det første er det stadig uvisst om inflasjonen vil ta seg opp etter den kraftige depresieringen. Inflasjonstregghet kan bety at inflasjonen i en periode vil være lav, men stige etter hvert som høyere importpriser slår igjennom. For det andre er det fortsatt usikkerhet omkring Brasils evne til å betjene sin utenlandsgjeld på lengre sikt. Pengefinansiering av underskudd kan bringe inflasjonen tilbake, mens en betalingsstans vil føre til omfattende finansiell ustabilitet. Det kreves en betydelig styrking av de offentlige budsjettene gjennom en lengre periode. Dette vil bli vanskeligere etter hvert som det ikke lenger kan hentes inn mer proveny fra privatisering av statlige selskaper.

6. Et perspektiv

Brasils finansielle krise skyldtes en kombinasjon av rask gjeldsoppbygging (på grunn av manglende budsjetttilpasning etter Real-planen) samt alvorlige forstyrrelser av de internasjonale finansmarkedene etter krisene i Asia og Russland. I avsnitt 5 diskuterte vi en rekke spesifikke årsaker til den aktuelle

²⁶ Foreløpige tall fra IBGE.

²⁷ Opplysninger fra BCB.

²⁸ Se for eksempel Wall Street Journal Europe (1999).

krisen, men det er viktig å sette krisen inn i et større perspektiv.

Brasil har gjennom årtier slitt med høy og varierende inflasjon. Perioder med inflasjonsstabilisering har blitt avløst av økende inflasjon, ofte etter en finanskriser. Erfaringene fra de siste årene er i så måte en gjentakelse av dette mønsteret. Den ekstreme inflasjonen på midten av 1990-tallet ble brakt ned ved hjelp av Real-planens hjørnestein, en stabil valutakurs. Finanskrisen i januar 1999 førte til en kraftig depresiering av valutaen med risiko for en gjenoppblussing av inflasjonen.

Det kan pekes på to forklaringer på mønsteret av inflasjon og stabilisering som Brasil (og mange andre latin-amerikanske land) har gjennomlevd. Begge forklaringer fokuserer på store strukturelle budsjettunderskudd som den underliggende årsaken.

Den første forklaringen antar at budsjettunderskuddene er vedvarende store. Pengefinansiering av underskuddene fører i perioder til inflasjon. I stabiliseringsperioder blir underskuddene dekket ved opplåning, men når kreditten tørker ut, må stabiliseringspolitikken oppgis, og inflasjonen øker igjen. Den midlertidige inflasjonsnedgangen kan betegnes som «lånt stabilisering».²⁹ Den andre forklaringen legger til grunn at svært høy inflasjon medfører store omkostninger og gir incitament til midlertidige budsjettinnstramminger. Innstramminger bringer ned pengemengdeveksten og inflasjonen. Når inflasjonen igjen er lav, minskes incitamentet til budsjetttilbakeholdenhet, pengemengden øker og inflasjonen tar seg opp på ny.³⁰

Real-planens stabilisering og sammenbrudd hadde elementer fra begge forklaringer. Fram til planens gjennomføring fant en betydelig budsjettinnstramming sted ved sparetiltak og nye skatter. Etter Real-planens innføring stanset budsjettinnstrammingen opp, og myndighetene satset på lånefinansiering av underskuddene. Real-planen hadde som mange tidligere planer for inflasjonsstabilisering i Brasil den svakheten at det underliggende strukturelle budsjettproblemet ikke ble løst.³¹ Hvis den nåværende usikre situasjonen i Brasil ikke skal føre til en gjenopptaking av den tidligere syklusen med inflasjon og stabilisering, må det gjennomføres sterke tiltak på dette området.

²⁹ Se for eksempel van Wijnbergen (1991) og Dornbusch (1999).

³⁰ Dette følger Mondino et al. (1996). Se også Chaffe (1998), kapittel 10 og Alesina & Drazen (1991).

Brasils økonomiske historie vitner om at det kan bli vanskelig å gjennomføre omfattende budsjettinnstramminger. Som tidligere omtalt, er det brasilianske samfunnet sterkt polarisert, med en stor og fattig underklasse og en politisk innflytelsesrik overklasse.³² Videre gjør store regionale forskjeller og en betydelig innbyrdes konkurranse mellom delstatene det vanskelig å få delstatene med på budsjettreformer. Delstaten Minas Gerais' betalingsstans januar 1999 illustrerte med stor tydelighet dette problemet.

Brasil har lang tradisjon for høy inflasjon og betydelig inflasjonstregghet som følge av bakoverskuende indeksering. Stabilisering av inflasjonen i et slikt land reiser en rekke spørsmål, spesielt vedrørende valg av valutakurspolitikk. Brasil valgte å bruke valutakursen som «nominelt anker» for sin stabiliseringspolitikk. Dette har åpenlyse fordeler, blant annet at importprisene trekker ned inflasjonen samtidig som publikum kan danne forventninger på grunnlag av utviklingen i valutakursen. Problemet med valutakursbasert stabiliseringspolitikk i land med stor inflasjonstregghet er at mens depresieringstakten reduseres raskt, avtar lønns- og prisinflasjonen kun langsomt.³³ Dette fører til en forverring av konkurransevnen og følgelig problemer for eksportnæringen. Dette skjedde også i Brasil og avfødte dels at handelsbalansen utviklet seg svakt, dels at veksten i Brasil gradvis avtok. Bindingen av realen til dollaren understøttet den brasilianske stabiliseringspolitikken, men ble en sovepute som bidro til at de brasilianske myndighetene for sent innså farene for den gjenvunne finansielle stabiliteten.

³¹ Dornbusch (1999) fremhever at inflasjonen under Real-planen ble holdt nede ved at låneopptak dekket budsjettunderskuddene. Dornbusch stiller spørsmålsteget ved om det vil være politisk mulig å bringe ned underskuddet og forutser fremtidig finansiell ustabilitet.

³² Se for eksempel Beetsma & van der Ploeg (1992). Berg & Sachs (1988) finner etter statistisk analyse at land med jevn inntektsfordeling har mindre sannsynlighet for å misligholde gjeldsbetalinger. De forklarer dette resultatet med at land med stor ulikhet har et mindre effektivt politisk system.

³³ Dette følger Dornbusch (1997).

Litteratur

- Alesina, Alberto & Allan Drazen (1991): «Why are stabilizations delayed?», *American Economic Review*, bind 81, nr. 5, s. 1170-1188.
- BCB: Banco Central do Brasil, www.bcb.gov.br.
- Beetsma, Roel & Frederick van der Ploeg (1992): «Does Inequality Cause Inflation? The Political Economy of Inflation, Taxation and Government Debt», *CEPR Discussion Paper*, nr. 741, november.
- Berg, Andrew & Jeffrey Sachs (1988): «The debt crisis. Structural explanations of country performance», *Journal of Development Economics*, nr. 28, s. 271-306.
- Bresser Pereira, Luiz Carlos (1996): *Economic crisis and state reform in Brazil. Toward a new interpretation of Latin America*, Lynne Rienner Publishers.
- Cardoso, Eliana (1991): «From inertia to megainflation: Brazil in the 1980s» i Bruno, Michael, Stanley Fischer, Elhanan Helpman & Nissan Liviatan (eds.): *Lessons of economic stabilization and its aftermath*, MIT Press, s. 143-177.
- Cardoso, Eliana, Ricardo Paes de Barros & Andre Urani (1995): «Inflation and unemployment as determinants of inequality in Brazil: the 1980s», i Dornbusch, Rudiger & Sebastian Edwards (eds.): *Reform, recovery, and growth. Latin America and the Middle East*, University of Chicago Press.
- Chaffe, Walter Albert (1998): *Desenvolvimento. Politics and economy in Brazil*, Lynne Rienner Publishers.
- Dornbusch, Rudiger (1997): «Brazil's incomplete stabilization and reform», *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 1.
- Dornbusch, Rudiger (1999): «The Brazil problem: V-shaped recovery and beyond», web.mit.edu/rudi/www/.
- Edwards, Sebastian & Guido Tabellini (1991): «Explaining fiscal policies and inflation in developing countries», *Journal of International Money and Finance*, bind 10, supplement, mars, s. 16-48.
- IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, www.ibge.org.
- IDB (1999): *Economic and social progress in Latin America. Facing up to inequality in Latin America*, Inter-American Development Bank, 1998-rapport.
- IFS: *International financial statistics*, International Monetary Fund, mai 1999.
- Gillis, Malcolm, Dwight Perkins, Michael Roemer & Donald Snodgrass (1987): *Economics of development*, 2. utgave.
- Gwynne, Robert N. (1987): «Modern manufacturing growth in Latin America», i Preston, David (ed.): *Latin American Development*, Longman Scientific & Technical, s. 102-140.
- IMF (1998a): «Brazil: Recent economic development», *Staff Country Report*, nr. 24/98.
- IMF (1998b): *World economic outlook and international capital markets*. Interim assessment, desember.
- IMF (1999a): *World economic outlook*, april.
- IMF (1999b): *Direction of trade statistics*, mars.
- Kiguel, Miguel & Nissan Liviatan (1991): «The inflation-stabilization cycles in Argentina and Brazil» i Bruno, Michael, Stanley Fischer, Elhanan Helpman & Nissan Liviatan (eds.): *Lessons of economic stabilization and its aftermath*, MIT Press, s. 191-232.
- Mitchell, B. R. (1988): *International historical statistics. The Americas 1750-1988*, Stockton Press.
- Mondino, Guillermo, Federico Sturzenegger & Mariano Tommasi (1996): «Recurrent high inflation and stabilization: a dynamic game», *International Economic Review*, nr. 4, s. 1-16.
- Simonsen, Mario Henriques (1983): «Indexation: Current theory and the Brazilian experience», i Dornbusch, Rudiger & Mario Henriques Simonsen (eds.): *Inflation, debt, and indexation*, MIT Press.
- van Wijnbergen, Sweder (1991): «Fiscal deficits, exchange rate crises and inflation», *Review of Economic Studies*, bind 58, nr. 1, s. 81-92.
- Wall Street Journal Europe (1999): «Brazil to adopt inflation targeting to manage its interest-rate policy», 21.-22. mai, s. 31.
- World Bank (1998): *World development report: Knowledge for development*, 1998/99.