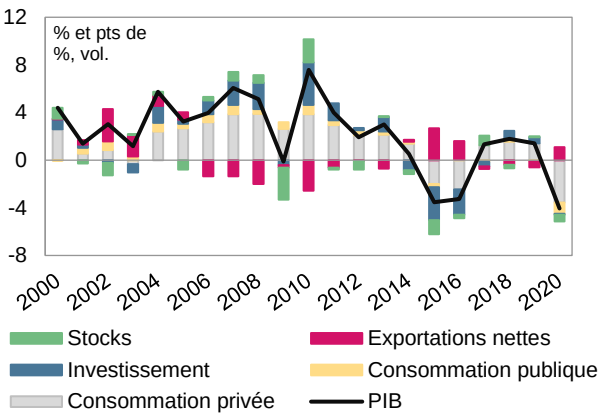
Perspectives

N°21/107 – 6 avril 2021

BRÉSIL – Les histoires d'amour finissent mal (en général)

Il est tentant (et légitime) d'aller chercher des raisons d'espérer[1] dans la bonne tenue des comptes extérieurs, le redressement des termes de l'échange, l'interruption du « désamour » à l'égard du Brésil signalée par le redressement des investissements de portefeuille et la résistance des investissements directs. Il est alors tentant (et tout aussi légitime) d'aller regarder, même sommairement, ce qui s'est passé durant les années 2000 et le « super-cycle » des matières premières[2] au cours duquel les termes de l'échange brésiliens s'améliorent continûment pour atteindre un sommet en 2011.

Croissance et contributions



Sources : IBGE, CASA/ECO

Outre l'amélioration des termes de l'échange, la décennie 2000 débute par une détente des conditions financières notamment aux États-Unis, mais également au Brésil[3]. Au cours de la période 2000-2011, la croissance brésilienne est robuste et s'établit en moyenne à 3,8% (malgré le choc de 2009 qui se traduit par une quasi-stagnation vite suivie d'une forte reprise à 7,6% en 2010). La croissance se redresse en début de période à la faveur d'une accélération puissante des exportations en volume (elles croîtront en moyenne de 7,3% entre 2000 et 2011), dopées par la flambée des prix des produits de base. Elles seront néanmoins vite rattrapées par les importations (dont la croissance annuelle moyenne atteindra 9%). Au total, la contribution à la croissance des exportations nettes en volume est quasiment nulle : la demande interne se révèle être le principal moteur de croissance avec des contributions moyennes de la consommation des ménages et de l'investissement de, respectivement, 2,4 points et 1 point de pourcentage.

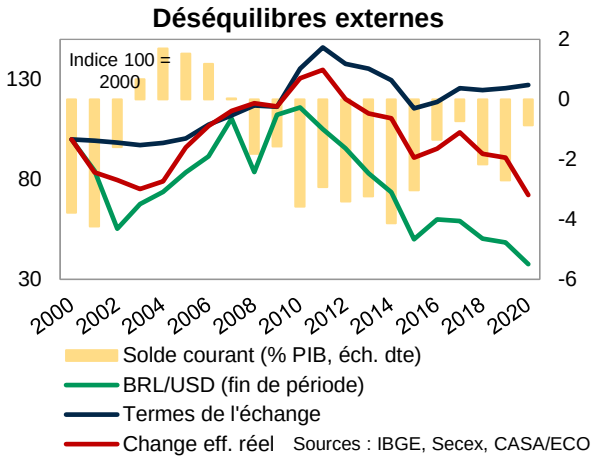
L'impulsion cyclique initiale qu'offre l'augmentation des revenus suscitée par le boom des termes de l'échange et des volumes exportés stimule rapidement la consommation (et ce d'autant plus facilement que les conditions financières s'assouplissent), l'investissement (dans le secteur des produits de base dont la rentabilité s'améliore, puis dans des secteurs connexes tels que le transport, la logistique, etc.), la production et enfin les importations. L'accélération de la demande interne couplée à une contribution des échanges extérieurs nets, qui progressivement se contracte au point de devenir négative « précocement » (dès 2006), suggèrent bien que la croissance ne peut être satisfaite qu'au prix d'une accélération

[1] Voir Monde – L'actualité de la semaine, 26 mars 2021

[2] Voir notamment "After the Boom–Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean", FMI 2014

[3] Aux États-Unis, le taux des *Fed Funds* baisse de 6,5% en décembre 2000 à 1% en juin 2003 entraînant un repli des taux à dix ans de 6,7% à 2% sur la période. Par ailleurs, au Brésil, le Plan Real (1994-1999) a permis d'éradiquer l'hyperinflation au prix de taux d'intérêt élevés et d'entrées de capitaux suscitant une appréciation du real. À la suite des crises asiatique (1997), puis russe (1998), la raréfaction des financements extérieurs finit par imposer l'adoption d'un régime de change flottant (1999) et une forte dépréciation du change. La crise est sévère mais brève et suivie d'une reprise vigoureuse. Malgré de gros accidents de parcours (pressions fortes pré et post élection de Lula en 2002, crise financière de 2008), le taux Selic s'engage sur une tendance chaotique mais baissière (de 19% en janvier 2000 jusqu'à un minimum de 8,75% fin 2009).

Catherine LEBOUGRE
catherine.lebougre@credit-agricole-sa.fr



substantielle des importations que justifient l'inadaptation des biens produits localement et/ou des goulets d'étranglement. Les comptes extérieurs l'illustrent également.

Si le déficit courant moyen sur la période reste contenu (à -1,2% du PIB), il est volatil : seule apparaît une courte période « bénie » d'excédent (2003-2007). Une période durant laquelle les échanges extérieurs nets contribuent positivement à la croissance avant que les importations ne décollent : elles finiront par croître en moyenne de 18% en volume entre 2006 et 2008. Par ailleurs, à la faveur de la belle histoire que permettent de raconter le redressement des termes de l'échange, l'accélération de la croissance brésilienne et la digestion par les marchés de l'élection de Lula, les entrées de capitaux au titre des investissements de portefeuille s'intensifient, les investissements directs se redressent, le change s'apprécie contre dollar tout comme le taux de change effectif réel.

Ce n'est pas à l'occasion de la crise financière de 2008 que s'achève cette belle histoire : elle constitue un « trou d'air » à l'issue duquel la croissance se redresse, les déficits se creusent, l'appétit pour les actifs brésiliens revient, le change se réapprécie. L'épilogue se situe en 2011 : retournement des termes de l'échange, essoufflement de la croissance, creusement du déficit courant, moindre attrait pour les investissements de portefeuille, mais attraction conservée pour les investissements directs. Il semble bien que l'histoire s'achève à la faveur du repli des prix internationaux des produits de base (ils culminent mi-2011) qui fait apparaître les dégâts liés à une croissance devenue « intenable », car trop gourmande en importations, dégâts précisément masqués par l'amélioration des termes de l'échange et qui soudain prend fin. Bref, l'amélioration des termes de l'échange crée des déséquilibres réels qu'elle masque et qui ne se révèlent pleinement que lorsqu'elle cesse.

Article publié le 2 avril 2021 dans notre hebdomadaire Monde – L'actualité de la semaine

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

31/03/2021	Asie : la grande fracture ?	Asie du Sud-Est
30/03/2021	Zone euro – Vaccination dans l'UE : " Yes, we can " ou tour de Babel ?	UE
30/03/2021	Turquie – Pierre et le Loup	PECO, Asie centrale
26/03/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
25/03/2021	Asie – Chêne ou roseau : l'Asean tiendra-t-elle ses promesses ?	Asie du Sud-Est
24/03/2021	Brésil – Un resserrement monétaire vigoureux	Brésil
24/03/2021	Services et tourisme dans les pays émergents, une des clés de la crise	Emergents
23/03/2021	Royaume-Uni – La BoE plus optimiste sur les perspectives à court terme	Royaume-Uni
22/03/2021	France – Confinement, le troisième	France
19/03/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/03/2021	Fintech, l'envers du décor ! Une diversité de façade	Banques, innovation
17/03/2021	Chine – Ce qu'il faut retenir des "deux sessions"	Asie
16/03/2021	États-Unis – Un plan de sauvetage au-delà des attentes	États-Unis
15/03/2021	BCE – Non, il ne s'agit pas d'une "bonne" repentification de la courbe des taux	UE
12/03/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
12/03/2021	France – Crise de la Covid-19 et marché du travail : premiers enseignements et incertitudes futures	France
12/03/2021	Italie – Conjoncture flash : Détail des comptes nationaux au T4 2021	Italie
11/03/2021	Brésil – Un vrai V (qui ne préjuge pas de la reprise à venir)	Emergents
10/03/2011	Zone euro – Conjoncture flash : la demande intérieure freine la croissance du PIB au T4 2020	UE
10/03/2021	Géopolitique – "China Standards 2035", là où la mondialisation rencontre la géopolitique	Emergents
10/03/2021	Plan de relance européen : opportunités, contraintes et risques	UE

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques
12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques :** Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Christine Chabenet

Contact: *publication.eco@credit-agricole-sa.fr*

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :
Internet : https://etudes-economiques.credit-agricole.com/
iPad : application Etudes ECO disponible sur App store
Android : application Etudes ECO disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.