

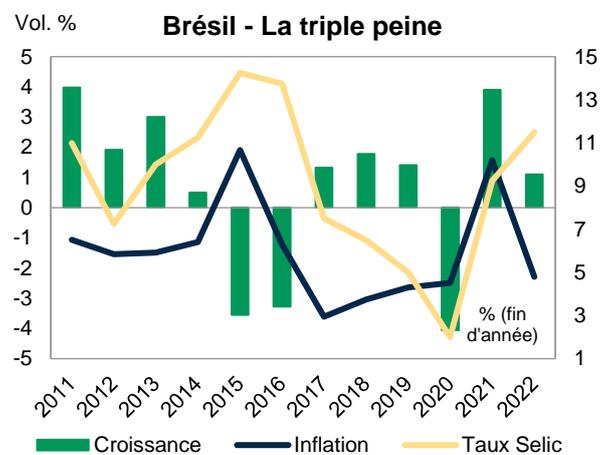
Perspectives

N°21/397 – 21 décembre 2021

BRÉSIL – La douloureuse mutation du « quoi qu'il en coûte »

Au « quoi qu'il en coûte » expansionniste de 2020 ont succédé, en 2021, un ajustement budgétaire – qui aussi drastique soit-il reste limité au regard de l'effort à entreprendre pour stabiliser la dette publique – et un « quoi qu'il coûte » monétaire restrictif destiné à contrer l'envolée de l'inflation. L'année 2022, électorale de surcroît, se profile sous de sombres auspices.

En 2020, à la faveur d'une contre-offensive précoce et puissante, la contraction du PIB a été modeste (-4,1% ; -3,9% après la révision des comptes nationaux 2019-2020) au regard de celle dont a souffert la région (-7%). Mais, la croissance « facile » liée au rattrapage mécanique est déjà lointaine et la croissance « séquentielle » s'essouffle. Le rebond puissant et rapide du PIB, retrouvant son niveau pré-crise (T4-2019) dès le 1^{er} trimestre 2021 grâce à un bond spectaculaire de l'investissement (18% du PIB) suivi d'un bond tout aussi spectaculaire des importations en volume, a progressivement été « grignoté » : les exportations en volume ont certes pris le relais mais la consommation (67% du PIB) ne s'est que péniblement rétablie. Après deux trimestres de croissance négative, à la fin du 3^e trimestre, seuls l'investissement (largement) et les exportations (faiblement) excèdent leur niveau pré-crise. **Le PIB pourrait ne croître que de 3,9% en moyenne en 2021, handicapé par une contribution légèrement négative des échanges extérieurs nets.**



Sources : BCB, Crédit Agricole SA/ECO

La reprise paraît donc inachevée alors même que se met en place une politique économique contrainte au resserrement et que pèsent les incertitudes liées à la trajectoire budgétaire et aux élections (présidentielle et parlementaire en octobre). En 2022, compte tenu de la couverture vaccinale¹, il y a moins à redouter de la diffusion du (voire de) nouveau(x) variant(s) et la croissance sera aidée par la poursuite de la normalisation de la consommation. Celle-ci sera elle-même promue par l'amélioration (même lente) de l'emploi² ainsi que par une progression encore soutenue du crédit³ et une ponction sur l'épargne accumulée ; la croissance pâtira de la contraction de l'investissement s'accompagnant d'un recul des importations qui, couplé à une bonne tenue des exportations, permet d'espérer une contribution nette positive des échanges. **En 2022, la**

¹ Près de 70% et 82% de la population ont déjà reçu, respectivement, deux et une doses (46% et 56% au niveau mondial ; données au 11 décembre 2021).

² Le taux de participation (octobre) a retrouvé son niveau pré-crise (32%) ; le taux d'emploi s'est bien repris (54% après un creux à 46,5%) et le taux de chômage recule (12,6% contre un pic à 14,7% en avril 2020). Il reste cependant élevé alors même que la récupération la plus aisée est achevée.

³ L'impact de la hausse du taux directeur sur le crédit ne fait que rehausser un taux déjà « stratosphérique ». Le taux le plus significatif (celui des « non earmarked credits ») atteint en moyenne 32,8% en octobre. Les taux s'appliquant aux ménages et aux entreprises atteignent, respectivement, 43,8% et 19,1% (soit des hausses respectives de 4,8 et 7,1 p.p. sur un an).

croissance n'excéderait cependant que très légèrement 1%.

Grâce à l'amélioration des termes de l'échange (dont la plus belle partie est néanmoins passée)⁴, l'excédent commercial atteint un niveau record (cumulé de janvier à novembre, 57,2 Mds USD). Depuis près d'un an, **le déficit courant est relativement stable et modeste** (cumulé sur 12 mois fin octobre, il se situe à 1,7% du PIB). Il faut en effet d'excellentes performances commerciales et un excédent commercial substantiel pour absorber les déficits structurels enregistrés au titre, notamment, des revenus (intérêts et dividendes nets) versés au « Reste du Monde ». Attirer des investissements directs (qui résistent bien puisque leur flux cumulé sur un an atteint 3% du PIB) n'est pas gratuit.

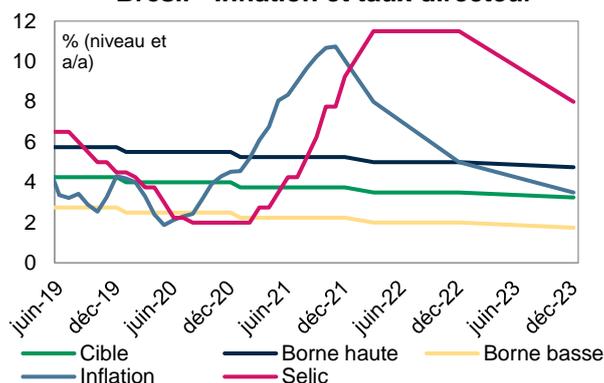
En 2020, le stimulus budgétaire lié à la Covid-19 a atteint 9,4% du PIB. Le ratio dette du gouvernement/PIB a progressé de 14,6 points de pourcentage (p.p.) pour approcher 89% du PIB. **Un rétablissement laborieux des comptes publics est en cours.** Fin octobre, le solde primaire du secteur public tend laborieusement vers l'équilibre (déficit cumulé sur 12 mois de seulement 0,25% du PIB) mais les intérêts payés (près de 4,5% du PIB) conduisent le déficit total vers 4,75% du PIB. La dette brute (nette) du gouvernement atteint 82,9% (62,6%) du PIB soit un recul sur un an de 6 p.p. qu'explique la croissance du PIB. La dette externe est faible (seulement 11,2% du PIB dont 6% du PIB au titre de la détention de titres locaux par les non-résidents). Si la dette publique est pénalisée par la hausse du dollar et de l'inflation, elle l'est tout particulièrement par celle du taux directeur (Selic)⁵. Le budget 2022 est en cours de finalisation : **tenter de retrouver un peu d'espace tout en réglant la question désormais lancinante des Precatórios⁶ et en ne s'affranchissant pas irrémédiablement des ancrages budgétaires constitutionnels (dont la règle d'indexation du plafond des dépenses) relève de la quadrature du cercle et constitue une source d'incertitudes.**

⁴ Selon Funcex (Foreign Trade Bulletin, nov. 2021), les termes de l'échange se sont singulièrement améliorés entre les étés 2020 et 2021 (+30,2%). Depuis lors, ils évoluent défavorablement (-11,2% entre juillet et octobre 2021).

⁵ Le stock de dette brute par type d'indexation se répartit en : taux révisable (1,3%), taux de change (7%), taux fixe (22,3%), inflation (22,7%), Selic (46,7%). Selon la BCB, les hausses du ratio dette brute du gouvernement/PIB produites par des chocs maintenus sur 12 mois émanant d'une dévaluation du BRL contre USD de 1%, d'une augmentation de 100 points de base (pb) de l'inflation et du Selic sont, respectivement, de 0,11, 0,17 et 0,40 p.p. À la faveur du renchérissement de la dette interne (de 120 pb), entre janvier et octobre, le taux d'intérêt implicite moyen est passé de 4,7% à 5,9%. Le taux sur la dette externe s'est replié (de 40 pb à 4,9%) mais l'impact est marginal.

⁶ Les Precatórios (judicial bonds) sont des injonctions de paiement ordonnées par un tribunal qui contraint le Trésor à payer une somme à la suite d'une décision judiciaire. Il s'agit

Brésil - Inflation et taux directeur



Sources : BCB (market readout), CASA/ECO

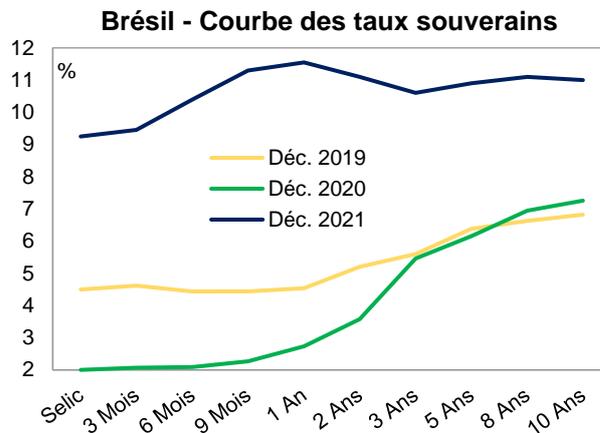
Poussée par les composantes volatiles (prix de l'énergie, prix administrés dont tarifs de l'électricité, biens alimentaires) mais aussi par le « core » (biens manufacturés en raison de goulets d'étranglement et d'une demande plus soutenue) et par la dépréciation passée du BRL⁷, **l'accélération de l'inflation la poussant vers des sommets non atteints depuis janvier 2016 (10,7%) a surpris.**

Après avoir été rapidement extrêmement (et légitimement) accommodante, **la Banque centrale (BCB) n'a pas hésité à entamer un cycle de resserrement violent.** Redoutant un « désancrage » des anticipations et incriminant notamment une politique fiscale jugée insuffisamment stricte, son taux directeur (Selic) a été augmenté de 725 bp pour atteindre 9,25%. Une nouvelle hausse de 150 pb est annoncée pour février et pourrait être suivie d'une « ultime » hausse de 75 pb. **Le Selic devra néanmoins rester durablement sur un haut plateau (11,50% dans notre scénario) de façon à promouvoir un repli crédible de l'inflation donc des anticipations d'inflation.** Compte tenu d'un reflux anticipé de celle-ci vers la cible (et seulement vers sa borne haute) n'intervenant pas avant fin 2022, l'activisme de la BCB n'a pu prévenir une hausse des taux longs. Ceux-ci se sont cependant moins tendus que ce que l'on pouvait redouter : **l'aplatissement de la**

généralement de décisions de justice statuant sur des litiges portant sur des salaires, pensions, droits et réclamations diverses. Le montant initial de ces réclamations contre le gouvernement fédéral atteignait 91,6 Mds BRL pour 2022 ; il a été porté à 106 Mds BRL (environ 1,2% du PIB) suite à une révision des prévisions d'inflation et de PIB. Or, le Congrès vient d'approuver un amendement constitutionnel permettant au gouvernement de reporter le paiement afin de « libérer de l'espace budgétaire » pour augmenter les aides sociales (Auxilio Brasil, qui remplace la Bolsa Familia, soit une allocation mensuelle moyenne de 400 BRL jusqu'à la fin de 2022).

⁷ À la suite de la Covid-19, le dollar s'est évidemment brutalement apprécié contre le BRL pour culminer à près de 5,90 BRL (mai 2020 contre 4,10 BRL début janvier 2020) avant de se replier jusqu'à 4,95 BRL (juin 2020). L'évolution est depuis lors assez heurtée autour d'une tendance à la dépréciation (aujourd'hui à 5,65, le BRL s'est déprécié de 8% depuis le début de l'année).

la courbe est un signe encourageant quant à la crédibilité de la BCB.



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole SA/ECO

En 2022, le contexte international sera moins porteur mais il faut se garder de surestimer son impact négatif. Les prix des exportations (produits de base, matières premières) devraient rester correctement orientés ; plus préoccupée par la situation interne qu'externe, la BCB a déjà largement anticipé le resserrement américain et, si les conditions financières peuvent éprouver un regain de volatilité, elles ne devraient pas se « surtendre ». Les comptes extérieurs sont solides, les réserves confortables (368 Mds USD), la dette publique essentiellement interne et les non-résidents très peu présents sur le marché local. **Les risques sont majoritairement domestiques** : dégradation de la confiance, détérioration de la gouvernance, augmentation des risques budgétaires et politiques à l'approche d'élections très polarisées qui verront fort probablement s'affronter Bolsonaro et Lula.

Article publié le 17 décembre 2021 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
17/12/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
16/12/2021	<u>Le risque n'est peut-être pas celui auquel on pense</u>	Inflation
14/12/2021	<u>Zone euro – Conjoncture flash : PIB au T3 2021</u>	Zone euro
14/12/2021	<u>France/Allemagne – Convergences et divergences en temps de crise</u>	France/Allemagne
14/12/2021	<u>Services IT : tendances & enjeux à l'ère de la transformation digitale</u>	Sectoriel
13/12/2021	<u>États-Unis : une nouvelle donne pour les entreprises françaises ?</u>	États-Unis
13/12/2021	<u>Moyen-Orient – Afrique du Nord – Les défis démographiques à long terme sont élevés</u>	MO-AN
10/12/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
09/12/2021	<u>Ratings pays et souverains : nouveaux risques, nouvelles méthodes ?</u>	Rating
08/12/2021	<u>Russie – En 2022, la résilience au prix de la croissance</u>	Russie
08/12/2021	<u>Règles budgétaires européennes – Un nouveau pacte pour plus de stabilité et de croissance ?</u>	Zone euro
07/12/2021	<u>Zone euro – La surprise de l'inflation en novembre complique la donne pour la BCE</u>	Zone euro
03/12/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
02/12/2021	<u>Asie – Les nuances de la transition démographique</u>	Asie
01/12/2021	<u>France - Le climat des affaires progresse dans tous les secteurs en novembre</u>	France
30/11/2021	<u>Chine – Le grand pari de Xi Jinping</u>	Asie
30/11/2021	<u>L'Europe se consolide au centre et au sud</u>	Zone euro

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, Alexis Mayer

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

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 **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études 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.