

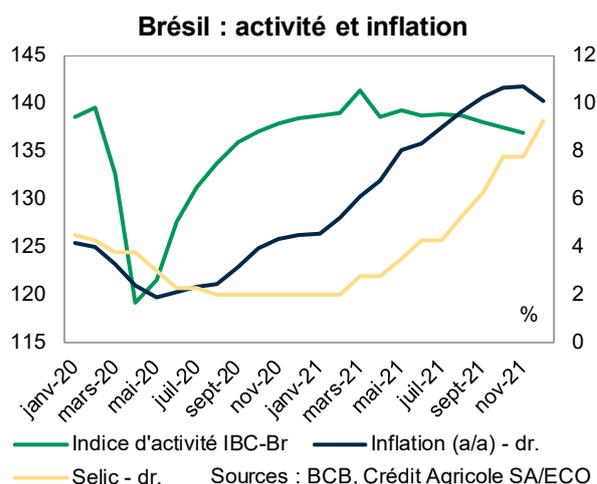
Perspectives

N°22/020 – 19 janvier 2022

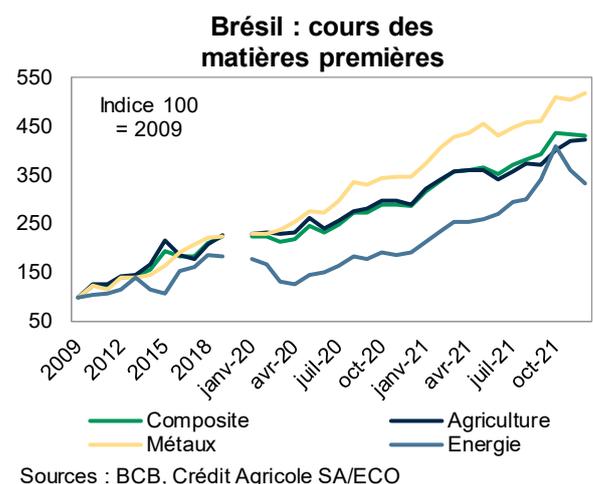
BRÉSIL – L'optimisme (timidement)

L'année 2021 aura été décevante¹ puisqu'après une reprise puissante et précoce, on a observé : des révisions successives de la croissance à la baisse et de l'inflation à la hausse, le passage du « quoi qu'il en coûte » monétaire et budgétaire à, d'une part, un resserrement monétaire aussi sévère que légitime et, d'autre part, une « normalisation » budgétaire et, enfin, le maintien malaisé du cap budgétaire en raison notamment de l'alourdissement de la charge de la dette et des *precatórios* ayant donné lieu à d'interminables discussions s'achevant sur un budget 2022 respectant les règles en les assouplissant. À porter au crédit de l'année 2021 : des comptes extérieurs solides portés par de belles performances commerciales et la crédibilité de la Banque centrale (BCB). Si l'année électorale qui débute promet d'être riche et troublée en termes politiques, il semble en revanche que les nouvelles sombres en termes économiques soient désormais intégrées.

(hausse des prix de l'électricité en raison de la crise hydrique). L'inflation mensuelle a fléchi en décembre (0,73%, contre 0,95% en novembre) permettant à la progression sur un an de se replier à 10,1% (après 10,7% en novembre). C'est évidemment encore trop élevé et bien au-delà de la cible de la BCB pour 2022 (3,5% +/- 1,5 point de pourcentage, p.p.) mais cela suggère (timidement) que le pic pourrait être passé. La BCB table sur un repli assez rapide (à 4,7% en 2022, puis 3,4% en 2023, se situant dans la fourchette cible de 3,25% +/- 1,5 p.p.). Cela ne compromet pas (voire justifie) la poursuite du resserrement monétaire (notre scénario table sur un taux Selic fin décembre à 12%, contre 9,25% aujourd'hui) mais permet d'envisager un assouplissement en 2023 sous réserve que soient enregistrés des progrès du côté fiscal, un sujet particulièrement délicat pour la BCB et qui influe sur l'estimation de son taux neutre².



L'**inflation** s'est violemment redressée au cours de l'année stimulée par des facteurs préjudiciables à toutes les économies (cours des matières premières, reprise de la demande en avance sur la normalisation de l'offre), mais aussi spécifiques



Du côté de la **croissance**, les indicateurs suggèrent que le dernier trimestre ne sera pas florissant (léger recul sur un mois de la production industrielle et repli de l'indice d'activité de la BCB en novembre). Entérinant l'essoufflement après un rebond

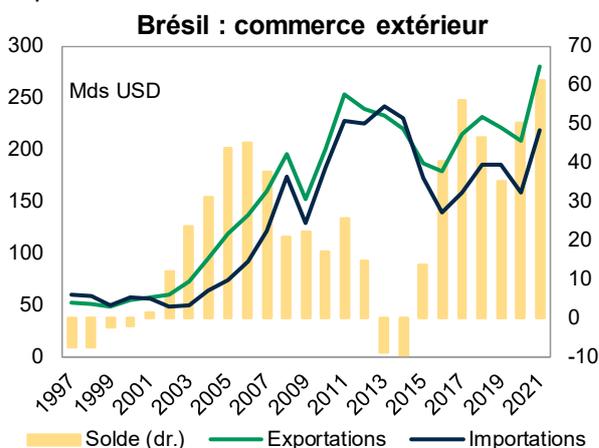
¹ Brésil : la douloureuse mutation du « quoi qu'il en coûte », [Monde – L'actualité de la semaine](#), 17 décembre 2021.

² Dans son rapport sur l'inflation (déc. 2021), la BCB retient pour ses prévisions un taux d'intérêt réel neutre de 3,5% et non plus de 3%. Elle estime également l'écart de production (*output gap*) à -1,8% au 4^e trimestre 2021 et le prévoit à -2,1% au T4 2022.

puissant, la BCB a revu à la baisse son estimation de croissance pour 2021 (à 4,4%), ainsi que sa prévision 2021 (à 1% contre 2,1% en septembre).

Du côté des **finances publiques**, la situation n'est évidemment pas florissante mais une amélioration, certes limitée au versant primaire, se dessine. En novembre, le secteur public consolidé a affiché un excédent primaire (0,15% du PIB contre un déficit de 0,24% du PIB en octobre ; tous les chiffres sont exprimés en cumul sur douze mois). Les intérêts payés atteignent 4,86% du PIB portant le déficit total du secteur public consolidé à 4,71% du PIB (4,68% en octobre). La dette publique brute (7 000 milliards de reais, soit 81,1% du PIB) recule légèrement (de 1,1 p.p.)³.

Enfin, avec des exportations (280,6 milliards de dollars) et des importations (219,4 milliards de dollars) progressant en valeur de respectivement 34% et 38% sur un an, les chiffres annuels du **commerce extérieur** signalent un excédent commercial record de 61,2 milliards de dollars en 2021 : un succès porté par une spécialisation très « rustique » par produits, mais dont les cours se sont envolés⁴ et une grande concentration des exportations sur des zones en forte croissance⁵.



Sources : SECEX, Crédit Agricole SA/ECO

Si l'on se penche sur la progression en valeur pondérée par leurs poids respectifs, quatre grands produits (ou catégories de produits) suffisent à expliquer la progression des **exportations** : soja (12%), minerai de fer (32%), pétrole (17%), industrie de transformation de produits de base peu

élaborés (37%). Funcex⁶ livre en outre des informations qui permettent de relativiser les excellents résultats à l'exportation. La croissance des exportations (cumulées sur l'année jusqu'à novembre) s'explique bien plus par les prix (+29,3%) que par les volumes (+3,2%). Sur la même période, les exportations de produits de base augmentent de 38,1%, celles de produits semi-finis et finis de, respectivement, 29,1% et 28,8%. Funcex conclut qu'au cours de la dernière décennie, la prédominance des produits primaires s'est renforcée au détriment des produits à plus forte intensité de facteurs (produits semi-manufacturés et manufacturés). Enfin, Funcex calcule un indice de rentabilité des exportations⁷. Sur les dix premiers mois de 2021, la rentabilité augmente de 1,8% : les gains obtenus par les augmentations des prix des produits exportés (29,6%) et par la dévaluation du real par rapport au dollar (4,3%) excèdent la hausse des coûts de production (33%). En revanche, sur un an (en octobre), la rentabilité baisse de 1,6%.

Du côté des **importations** en valeur, les sources d'augmentation sont plus diffuses mais quelques grands contributeurs (selon leur progression pondérée par leur poids) se distinguent : gaz naturel (16%), engrais et fertilisants (16%), pétrole (13%). Selon Funcex, les importations (cumulées sur l'année jusqu'à novembre) progressent en volume de 23,1% sur un an, une hausse suscitée notamment par les combustibles (+27,3%) et les biens intermédiaires (+23,2%). Sur la même période, les prix des importations augmentent de 12,8%. Au total, les **termes de l'échange** (moyenne jusqu'à novembre) s'améliorent sensiblement (de 14,9%) sur un an en novembre, mois au cours duquel ils se détériorent (de 6,4% sur un an). Quant au ratio des quantités, il affiche une baisse de près de 16%, la progression des importations en volume excédant celle des volumes exportés.

Ce panorama confirme que peuvent coexister un commerce extérieur florissant et une croissance en berne. Dopées par les valeurs plus que par les volumes, les exportations contribuent plus au renforcement de la solvabilité extérieure qu'à la croissance. Les perspectives pour 2022 restent favorables : demande mondiale de produits de base

³ Au cours de l'année, le ratio dette/PIB a diminué de 7,5 p.p. : croissance du PIB nominal (-11,7 p.p.), remboursements nets de dette (-1,4 p.p.), intérêts nominaux (+5,1 p.p.), dépréciation du change (+0,5 p.p.).

⁴ Principales exportations (% du total exporté) : agriculture 20% (dont soja 14%), industries extractives 28,5% (dont minerai de fer et pétrole brut, respectivement, 16% et 11%), industrie manufacturière 51,4% (produits faiblement transformés, dérivés des principales exportations : industrie agro-alimentaire, pétrole, etc.). En 2021, l'indice composite du cours des matières premières a crû de 51% alors que ses sous-composantes (agriculture, métaux, énergie) progressaient respectivement de 45%, 48% et 74%.

⁵ Principales destinations des exportations : Chine 32%, UE 13%, États-Unis 11,1%, Mercosul 6,1%.

⁶ Funcex (Trade Balance and Export Profitability Bulletin, Foreign Trade Bulletin), 5 janvier 2022.

⁷ Taux de change nominal moyen du mois (BRL/USD) multiplié par indice des prix à l'exportation, divisé par indice du coût de production en BRL.

encore soutenue, cours bien orientés, demande domestique déprimée, normalisation de l'offre avec la dissipation des goulets d'étranglement. Par ailleurs, la « rusticité » des exportations du Brésil, composées de produits de base, lui confère un statut particulier : au moment où s'intensifient les craintes de relocalisations, il bénéficie d'une rente

naturelle et n'est pas susceptible d'être pénalisé par les stratégies (sous réserve qu'elles soient effectivement mises en œuvre) de réindustrialisation des pays avancés, effrayés par les fragilités industrielles mises en évidence par la pandémie.

Article publié le 14 janvier 2022 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

| Date | Titre | Thème |
|------------|--|-------------------------|
| 14/01/2022 | Monde – L'actualité de la semaine | Monde |
| 13/01/2022 | Réindustrialisation ou comment sortir de la dépendance ? | Monde |
| 13/01/2022 | Israël – Un environnement porteur et une économie performante malgré la crise | Afrique et Moyen-Orient |
| 11/01/2022 | Pologne – Une nouvelle année qui sera encore marquée par l'inflation | PECO |
| 10/01/2022 | Espagne – Scénario 2021-2023 : nouvel an, nouvelles incertitudes | Espagne |
| 10/01/2022 | Royaume-Uni – Des révisions significatives du PIB par l'ONS nous conduisent à réajuster nos prévisions | Royaume-Uni |
| 07/01/2022 | Monde - L'actualité de la semaine | Monde |
| 07/01/2022 | Allemagne – Scénario 2021-2023 : les hivers se succèdent mais ne se ressemblent pas... | Allemagne |
| 07/01/2022 | Kazakhstan – Où l'on se souvient du rôle stratégique de l'Asie centrale... | Asie centrale |
| 06/01/2022 | France – Scénario 2021-2023 : malgré les incertitudes, la reprise se confirme | France |
| 05/01/2022 | Marché immobilier de bureaux : impacts à venir du développement du télétravail | Sectoriel |

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 : 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 **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.