

Perspectives

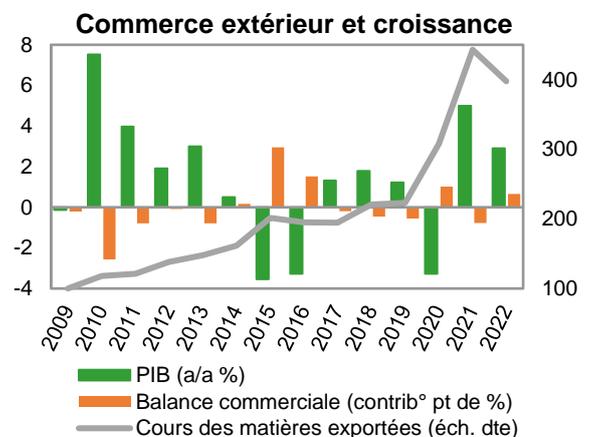
Apériodique – n°23/152 – 30 mai 2023

BRÉSIL – Risques avérés circonscrits contre menace sourde

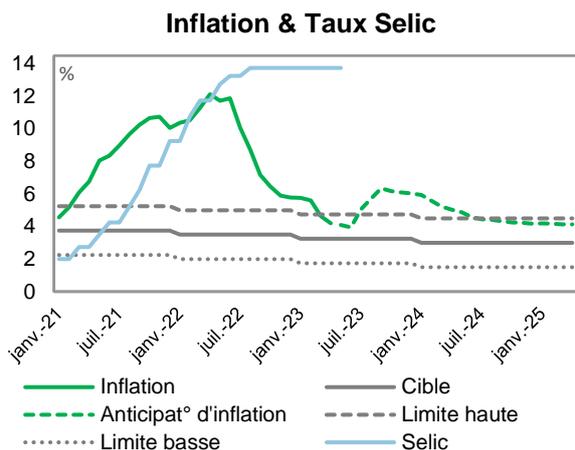
Après avoir mieux résisté qu'anticipé, la croissance faiblit : elle se replie sous l'effet d'un ralentissement naturel à l'issue d'un rebond et d'une politique monétaire restrictive qu'imposent la résistance de l'inflation core et le risque de désancrage des anticipations d'inflation. Si la situation des finances publiques reste délicate, l'élaboration d'un nouvel ancrage budgétaire crédible constitue un progrès significatif. Les comptes extérieurs sont robustes tout comme la solvabilité externe. À terme, les ambitions chinoises constituent un risque.

Croissance, inflation et politique monétaire

La croissance (2,9% en 2022 après 4,6% en 2021) a mieux résisté qu'anticipé grâce, essentiellement, au dynamisme de la consommation des ménages (+4,3%, amélioration de l'emploi et transferts du gouvernement). La décélération de l'investissement (+0,9%) s'est traduite par un ralentissement des importations (+0,8%) qui, couplé à une croissance soutenue des exportations (+5,5%), a permis à la contribution de la demande externe nette d'être faiblement positive (de 0,9 point de pourcentage). En raison du resserrement monétaire et de l'essoufflement naturel après un fort rebond, l'activité envoie désormais des signes clairs de fléchissement (baisse du rythme trimestriel de croissance, baisse des créations nettes d'emplois, progression ralentie du crédit, repli des indicateurs de confiance). Avec un acquis de croissance faible (0,2% fin 2022), en dépit d'un premier trimestre finalement satisfaisant (*Index of Economic Activity of the Central Bank* en hausse de 3,1% T1 2023/T1 2022), la croissance pourrait se replier vers 1% en 2023. Les prévisions à moyen terme tablent sur une croissance faible, autour de 2%.



Après s'être redressée de façon à la fois précoce et vive, sous l'effet du choc sur les prix des matières premières mais aussi d'une demande interne soutenue, l'inflation a atteint un pic à 11,9% en juin 2022. Depuis lors, l'inflation totale s'est continûment repliée (effet de base favorable). Si l'inflation totale (4,2% en avril) se situe désormais à l'intérieur de la fourchette cible de la banque centrale (BCB), l'inflation sous-jacente reste trop élevée (7,3% en avril), en raison des prix des services tirés par les tensions sur le marché du travail et ce malgré la remontée récente du taux de chômage (8,8% à rapprocher de 15% au pic de la crise liée à la pandémie et de 11% pré-crise). Selon la BCB, l'inflation sous-jacente excède ce que requiert la cible et les anticipations d'inflation (6,1% pour 2023 et 4,2% pour 2024) ont légèrement augmenté. Les projections d'inflation de la BCB s'établissent à 5,8% pour 2023.

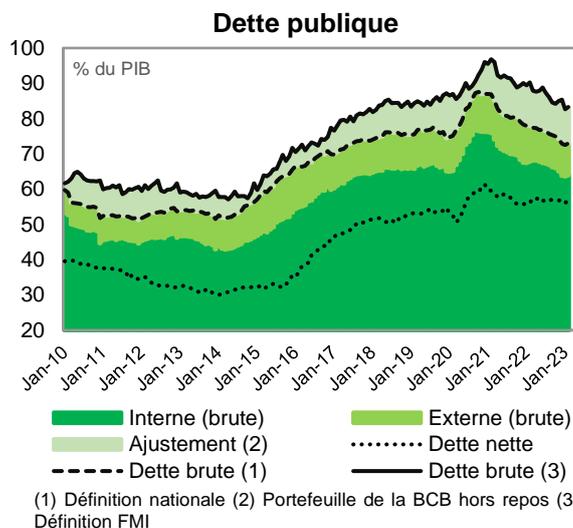
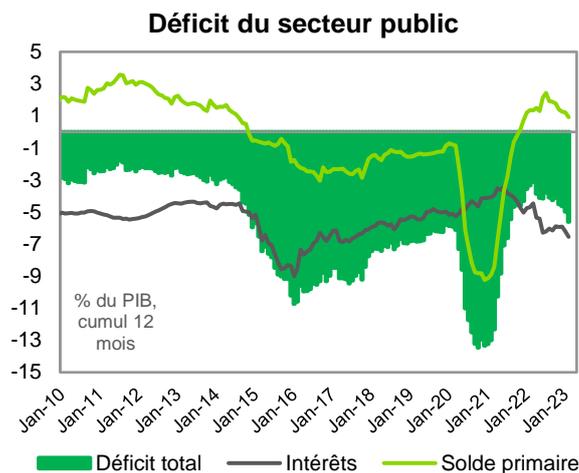


En conséquence, avec un taux directeur figé sur un haut plateau (Selic à 13,75% depuis août 2022), la BCB continue de conduire une politique restrictive au regard, notamment, du taux réel neutre qu'elle estime à 4%. La BCB continue d'insister sur les risques haussiers pesant sur son scénario d'inflation : plus grande persistance des pressions inflationnistes mondiales, désancrage plus important ou plus persistant des anticipations d'inflation à long terme, incertitude sur la forme exacte du futur ancrage budgétaire et, surtout, son impact sur les trajectoires attendues de la dette publique, des anticipations d'inflation et les actifs à risque. La BCB note que le désancrage des anticipations d'inflation à long terme augmente le coût de la désinflation nécessaire pour atteindre les cibles d'inflation. Par ailleurs, en juin, le CMN (*Conselho Monetário Nacional* composé des ministres des Finances, du Budget, du gouverneur de la BCB) doit se réunir afin de déterminer la cible d'inflation pour 2026. Or, le président Lula s'est montré critique à l'égard des cibles actuelles (3,25% pour 2023, 3% pour 2024 et 2025). La BCB ne peut envisager un assouplissement monétaire qu'une fois un nouvel ancrage budgétaire crédible entériné et la cible d'inflation 2026 fixée. Les anticipations¹ convergent vers une baisse du taux Selic à 12,50% fin 2023 et une légère dépréciation du BRL (à 5,20 contre USD, contre 4,95 fin mai ; le BRL s'est apprécié de 9% depuis la prise de fonctions du président Lula en janvier et de 20% depuis le pic lié au Covid).

Finances publiques : un défi majeur mais un nouvel ancrage crédible

En 2022, les résultats budgétaires se sont révélés meilleurs qu'anticipé. Le secteur public consolidé a enregistré un excédent primaire (environ 1,3% du PIB contre un déficit anticipé de 0,7% du PIB) grâce, principalement, à la croissance des recettes nettes (7,7% en termes réels). Cette amélioration est

conjoncturelle (dividendes versés par les entreprises publiques et revenus tirés de l'exploitation des ressources naturelles progressant de 1,6% à 2,2% du PIB). Les perspectives 2023 sont moins florissantes avec un déficit primaire et un déficit total attendus autour de, respectivement, 1% et 7,8% du PIB. Les principaux défis restent la rigidité des dépenses², la réduction de la dette, l'allongement de sa maturité et l'élaboration d'un nouvel ancrage budgétaire crédible.



Or, mi-avril, le gouvernement a envoyé à la Chambre des députés son projet de nouvel ancrage qui doit se substituer à la règle du plafond sur les dépenses en vigueur depuis 2016 et désormais dépourvue de toute crédibilité. L'objectif est exprimé en termes de solde primaire (équilibre pour 2024, excédent de 0,5% du PIB en 2025, 1% du PIB en 2026). Combinée aux nouvelles règles encadrant la croissance des dépenses, croissance elle-même conditionnée par celle des recettes, cette stratégie doit, selon le gouvernement, permettre au ratio dette/PIB de plafonner sous 80% en 2026 (selon la

¹ Source : *Market Readout*, BCB, 19 mai 2023.

² Prestations sociales, salaires et intérêts absorbent plus de 80% des dépenses avec des poids respectifs de 38%, 24% et 20%.

définition nationale)³. Le projet de loi vient d'être voté et transmis au Sénat.

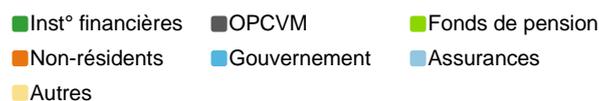
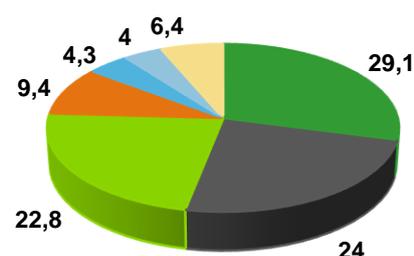
Les principaux reproches à l'égard de ce nouveau plan concernent sa souplesse et ses paramètres, en particulier les objectifs d'excédent primaire, puisqu'ils peuvent être modifiés à chaque changement d'administration. En ce sens, il est effectivement moins « radical » que le plafond des dépenses, moins prévisible et, éventuellement, moins « lisible » pour les marchés. Le plan est également critiqué pour son caractère pro-cyclique puisque les recettes conditionnent les dépenses : les années fastes autoriseront des dépenses plus élevées. Enfin, il tend à « sanctuariser » les dépenses quelle qu'en soit la nature et ses objectifs (implicites puisqu'ils restent conditionnés par de nombreux paramètres encore inconnus précisément dont la croissance) peuvent paraître peu ambitieux.

À son crédit, figure tout d'abord sa conception même : il privilégie une approche plus globale en visant prioritairement le solde primaire. Les règles ou les objectifs simples (encadrement des dépenses ou ratio dette/PIB, par exemple) peuvent être « séduisants » car lisibles et censés signaler une grande détermination : tous deux peuvent être tellement stricts ou tellement ambitieux qu'ils risquent d'être rapidement contournés. Par ailleurs, la pro-cyclicité devrait être limitée par l'encadrement du taux de croissance réel des dépenses (0,6%/2,5%). Enfin, le projet inscrit certes l'ajustement dans la durée et fait porter prioritairement l'effort sur les recettes. Mais, en liant la croissance des dépenses à celle des revenus, il permet aux dépenses d'augmenter sans détériorer le solde primaire et incite à améliorer la base fiscale et la collecte de l'impôt. Or, le gouvernement a également élaboré un projet de réforme fiscale devant permettant une augmentation des recettes (1,5% du PIB espéré, essentiellement *via* une élimination des exonérations fiscales, une taxation des secteurs peu ou pas taxés, mais sans augmentation générale des taux d'imposition). Ce projet doit être soumis au parlement durant l'été.

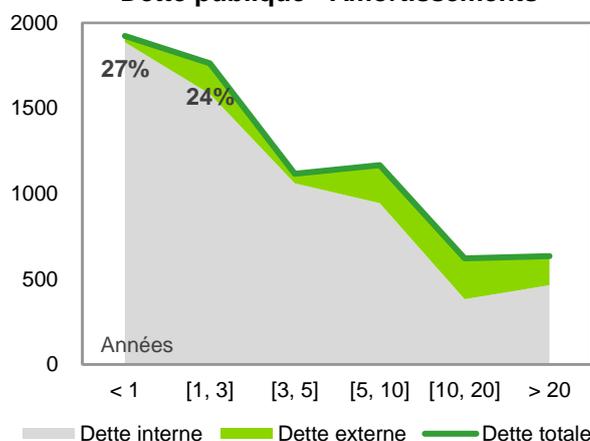
Enfin, la gestion de la dette publique a été saluée par la BID⁴. La part de la dette intérieure détenue par les non-résidents (2% en 2007) s'est redressée jusqu'à culminer à 24% en 2015. La crise de 2014-2015 (scandale Odebrecht, Petrobras, récession, dégradation rapide des comptes publics, appréciation du dollar contre real de près de 70%

en deux ans) a calmé cet enthousiasme et la part des non-résidents atteint désormais un peu moins de 10%. Par ailleurs, compte tenu de la réduction de la dette intérieure liée au dollar et de la dette en devises, le risque de change a pratiquement été éliminé. Mais, la moindre dépendance à l'égard de la dette extérieure, moins onéreuse et plus longue, s'est traduite par une légère augmentation du taux d'intérêt implicite⁵ et une diminution de la durée moyenne. La dette à court terme reste ainsi élevée par rapport au « benchmark » (20%) ou aux pays pairs⁶.

Dette publique - Investisseurs (%)



Dette publique - Amortissements



Comptes extérieurs : une situation robuste mais un risque rampant lié aux ambitions chinoises

Les comptes extérieurs du premier trimestre font encore apparaître un excédent commercial très confortable grâce, essentiellement, à la progression

³ Pour plus de détails, voir « [Brésil – Vers un nouveau cadre budgétaire](#) » (Perspectives, N°23/135 – 4 mai 2023).

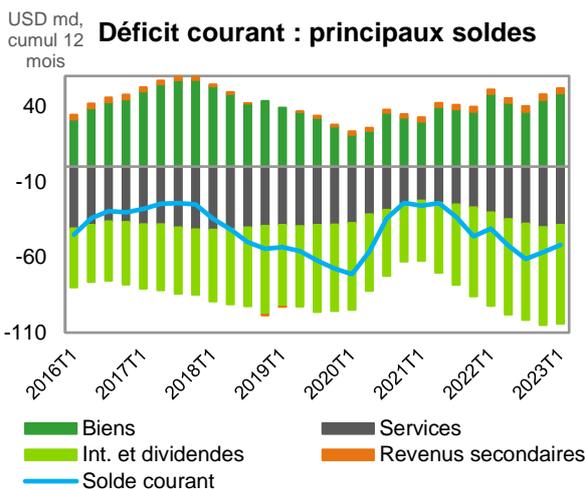
⁴ « *Dealing with Debt: Less Risk for More Growth in Latin America and the Caribbean* », Andrew Powell, Oscar Valencia, Inter-American Development Bank, janvier 2023.

⁵ La dette externe est en moyenne moins onéreuse que la dette interne. Leurs taux d'intérêt implicites se situent respectivement à 7,5% et 11,7% soit un taux moyen sur la dette totale de 11,2%.

⁶ Sur un échantillon de 21 économies émergentes en 2021, la dette courte du gouvernement central était en moyenne de 7,3% du PIB dans les pays ayant une notation *Investment Grade* (Kazakhstan, Chili, Chine, Croatie, Philippines, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Qatar, Roumanie et Thaïlande) et de 9,8% du PIB dans les pays à notation *Speculative Grade* (Afrique du Sud, Colombie, Égypte, Jordanie, Maroc, Nigéria, Pakistan et Turquie).

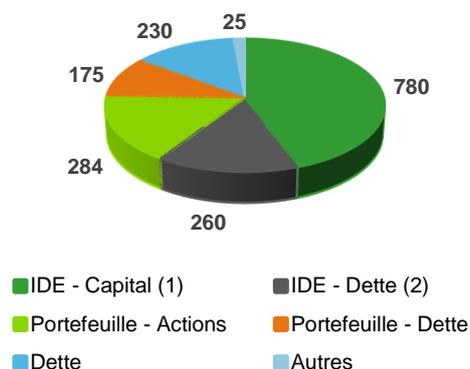
des exportations de biens (près de 78 Mds USD, soit 345 Mds USD sur l'année écoulée) elle-même due à la hausse des exportations agricoles. Le solde courant reste largement déficitaire : les performances commerciales ne parviennent pas à compenser les déficits enregistrés au titre des services (en légère amélioration en raison de la baisse du déficit des services liés au transport) et de la rémunération des capitaux investis au Brésil (déficit au titre des intérêts et dividendes nets versés de près de 66 Mds USD cumulés sur 12 mois).

Les indicateurs de solvabilité externe sont satisfaisants : la position internationale nette est évidemment débitrice (791 Mds USD en février 2023, soit 40% du PIB). Mais le passif brut en devises (90% du PIB) est composé d'IDE à hauteur de 60% (45% au titre de l'*equity* et 15% au titre de la dette inter-entreprises). La dette externe brute (hors dette inter-entreprises) représente seulement 16,5% du PIB : elle est essentiellement longue (à hauteur de 78%) et son service absorbe 5,5% du PIB.



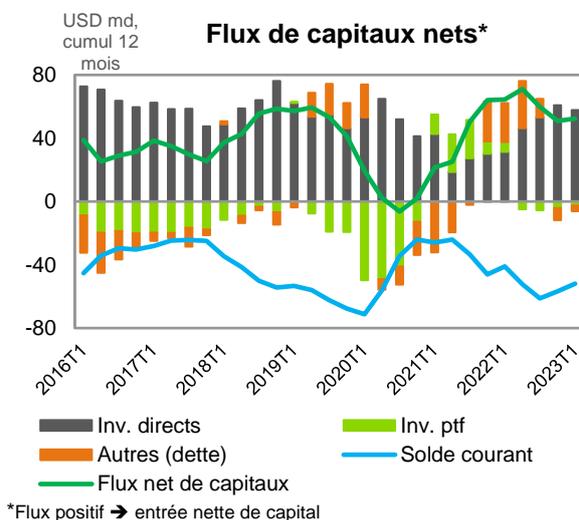
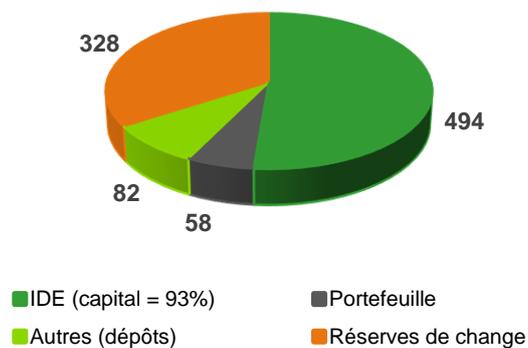
Les flux de capitaux signalent toujours des entrées brutes massives au titre des investissements directs étrangers (IDE, 90 Mds USD sur 12 mois soit 4,6% du PIB) qui se composent très majoritairement (78%) de capital (« new money » et réinvestissements des bénéficiaires). Les entrées nettes au titre des IDE (58 Mds USD sur 12 mois) excèdent le déficit courant sur la même période (-52 Mds USD). Sur les 12 derniers mois, les IDE nets équivalent donc à près de 3% du PIB, à rapprocher d'un déficit courant de 2,7%. Le sur-financement permet une croissance des réserves de change qui, à 341 Mds USD, couvrent 50% du passif en devises (hors stock d'IDE).

Position Internationale - Passif (USD 1752 Mds, Fév. 2023)



- (1) Participation au capital société ou fonds > 10%
(2) Dette inter-entreprises

Position Internationale - Actifs (962 Mds USD, fév. 2023)



*Flux positif → entrée nette de capital

Si la solvabilité externe est robuste grâce aux performances commerciales et au mode de financement, le dynamisme des échanges profite toujours peu à la croissance. Sommairement, il apparaît que les seuls épisodes durant lesquels la contribution de la demande extérieure nette à la croissance a été significativement positive sont les périodes de récession accompagnées d'une forte réduction des importations en volume.

Par ailleurs, si le risque de « déglobalisation » ne peut être mésestimé⁷, les perspectives en termes d'IDE restent favorables. La « rusticité »⁸ des exportations du Brésil et la taille de son marché lui confèrent, en effet, un statut particulier. Au moment où s'intensifient les craintes de relocalisations, il bénéficie d'une rente naturelle ; il est peu susceptible d'être pénalisé par les stratégies de réindustrialisation des pays avancés.

En revanche, le rôle croissant de la Chine, principal partenaire commercial⁹ et pourvoyeur d'IDE (encore concentrés sur les ressources naturelles) désormais significatif¹⁰ constitue un risque à moyen terme en accentuant la spécialisation sur les seuls produits primaires¹¹ : une spécialisation défavorable

en termes de croissance potentielle et de volatilité des comptes extérieurs. La dépendance à l'égard du cycle asiatique risque, en outre, d'être renforcée par l'offre de financements bilatéraux dont la Chine est familière¹². Enfin, le président Lula souhaite développer une politique étrangère « non alignée » et des relations plus étroites avec les BRIC. À la suite de sa visite à Pékin, des accords bilatéraux (commerce et IDE) ont été signés : un « gain » potentiel pour le Brésil de 10 milliards de dollars. Afin de réduire l'usage du dollar et les coûts de transactions, l'usage du renminbi pour les transactions commerciales a été évoqué. Si la place du dollar n'est pas menacée à brève échéance, le rôle d'une monnaie non librement convertible dans les réserves de change pose de sérieuses questions. ■

⁷ Voir notamment « *Geoeconomic Fragmentation and Foreign Direct Investment* » (*World Economic Outlook*, Chapitre 4, FMI, avril 2023).

⁸ Principales exportations → Minerai de fer 16%, pétrole brut et raffiné 14,5%, soja et dérivés 16%, viandes 5,5%, sucre 3,5%.

⁹ Principaux partenaires → Exportations : Chine (31%), États-Unis (10,5%), Pays-Bas (3,2%), Argentine (4,2%), Corée du Sud, Singapour, Japon, Allemagne, Canada, Espagne, Mexique (environ 2% chacun ; UE et Mercosul environ, respectivement, 13% et 6%) ; Importations : Chine (24%), États-Unis (17,5%), Allemagne (5,5%), Argentine (5%), Inde (3%), Japon, Corée du Sud, Italie, France, Chili, Mexique, Russie (entre 1,8% et 2,5%).

¹⁰ Selon le *China-Brazil Business Council*, le flux d'IDE chinois au Brésil a atteint 6 Mds USD en 2021. Selon d'autres études, il

convient d'ajouter les flux originaires de Hong-Kong. Le total doublerait pour représenter 25% des flux d'IDE reçus en 2021.

¹¹ Commerce avec la Chine → Principales exportations : minerai de fer 33%, pétrole brut 16%, soja 31% ; principales importations : machines électriques et électroniques 29%, machines et équipements mécaniques 16%, produits chimiques 10%.

¹² Cf. « *Dealing with Debt: Less Risk for More Growth in Latin America and the Caribbean* », IDB, janvier 2023. La position dans le cycle du pays prêteur peut être plus importante que celle du pays récipiendaire. Les flux bilatéraux seraient ainsi procycliques. La BID met en garde contre le recours immodéré à ce type de dette qui risque d'amplifier les effets des cycles étrangers sur les économies bénéficiaires.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
26/05/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/05/2023	<u>La grande polarisation</u>	Monde
22/05/2023	<u>L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires - Ensemble des IAA</u>	Agroalimentaires
17/05/2023	<u>Japon-Corée – Les lignes de force de la géo économie asiatique bougent vite</u>	Asie
16/05/2023	<u>Royaume-Uni – Conjoncture : le PIB croît de 0,1% au T1-2023</u>	Royaume-Uni
15/05/2023	<u>Parole de banques centrales – La BOE augmente ses taux de 25 pdb à 4,5% et révisé fortement ses prévisions</u>	Royaume-Uni
12/05/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
12/05/2023	<u>Les nouvelles dépendances</u>	Europe
11/05/2023	<u>Brésil – « Patience et sérénité »</u>	Brésil
10/05/2023	<u>Asie – Conjuguer développement et transition écologique</u>	Asie
10/05/2023	<u>Italie – La "botte" crée la surprise au T1-2023</u>	Italie
09/05/2023	<u>Parole de banques centrales – Réserve fédérale : pause possible en juin, mais sans garantie</u>	États-Unis
05/05/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/05/2023	<u>L'indésirable blé ukrainien</u>	Ukraine
04/05/2023	<u>Brésil – Vers un nouveau cadre budgétaire</u>	Brésil
03/05/2023	<u>Soudan – L'instabilité politique, un frein à l'économie</u>	Afrique sub-saharienne
02/05/2023	<u>Chine-États-Unis – Les promesses non tenues de l'accord commercial</u>	Chine, États-Unis
02/05/2023	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-Agroalimentaire
28/04/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
28/04/2023	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance atteint 0,2% au T1 2023</u>	France
28/04/2023	<u>News géoéconomiques</u>	Géoéconomie
27/04/2023	<u>Italie – Scénario 2023-2024 : 2023, l'année du ralentissement</u>	Italie
27/04/2023	<u>L'indispensable politique étrangère des entreprises</u>	Monde
26/04/2023	<u>Chine – Les paradoxes de la reprise chinoise</u>	Asie
26/04/2023	<u>Italie – Le bon élève mais pauvre, une consolidation qui ne dit pas son nom</u>	Italie
25/04/2023	<u>Amérique latine – Un peu de prévision, un peu de prospective</u>	Amérique latine

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques** : DataLab ECO

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

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

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : application **Études ECO** disponible sur l'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.