

Perspectives

N°23/068 – 6 mars 2023

BRÉSIL – Spéculations manifestes et *satisfecit* discret

La croissance (2,9% en 2022 après 4,6% en 2021) a mieux résisté qu'anticipé grâce au dynamisme de la consommation des ménages et des exportations (hausses respectives de 4,3% et 5,5%). Alors que l'inflation menace de s'installer sur un plateau trop élevé pour autoriser un desserrement monétaire, l'activité envoie désormais des signes de fléchissement (baisse du rythme trimestriel de croissance, des créations nettes d'emplois, progression ralentie du crédit). Le centre de la scène continue cependant d'être, évidemment, occupé par les spéculations sur les finances publiques et, à court terme, par les doutes sur la capacité du gouvernement à réduire le déficit public conformément au plan présenté en janvier (économies estimées officiellement à 2,4% du PIB en 2023). Les marchés anticipent¹ une détérioration assez sensible avec des déficits primaire et total prévus à, respectivement, 1% et 7,85% du PIB couplés à une dette publique nette de 61,2% du PIB². Quant au « consensus », ses prévisions s'étagent de 5,8% à 10,9% du PIB pour tabler sur un déficit total moyen de 8,1% en 2023.

Ces prévisions peuvent légitimement inquiéter en particulier tant qu'un nouvel ancrage budgétaire n'a pas été élaboré. Noyé dans une étude aussi intéressante que dense de la BID (déjà évoquée³), le *satisfecit* décerné au Brésil pour la gestion de sa dette publique mérite cependant d'être noté. Comme l'indique l'étude, le Secrétariat national du Trésor a commencé à « moderniser » la gestion de la dette dans les années 1990, en créant une entité dédiée. Le processus s'est poursuivi au début des années 2000 avec pour objectifs d'approfondir les marchés obligataires domestiques, d'augmenter la maturité moyenne et d'améliorer la composition.

Aidé par des réformes fiscales visant à faciliter les transactions financières à long terme, le placement de titres indexés sur l'inflation auprès d'investisseurs institutionnels (fonds de pension) a permis au Trésor d'augmenter la maturité moyenne en émettant sur le marché intérieur des obligations pouvant atteindre jusqu'à 40 ans. De même, la simplification de la réglementation et les exonérations fiscales ont contribué à attirer les investisseurs étrangers. Ces derniers privilégiant les échéances plus longues, le Trésor a émis de la dette intérieure à plus long terme (taux fixe, coupons semestriels, échéances allant jusqu'à 10 ans). La part de la dette intérieure détenue par les non-résidents (2% en 2007) s'est ainsi 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%.

Compte tenu de la réduction de la dette intérieure liée au dollar et de la dette en devises (pourtant intéressante car moins onéreuse et plus longue), le risque de change a pratiquement été éliminé (part de la dette en devises à 12,3% de la dette totale en janvier 2023 contre un peu moins de 20% mi-2015).

Par ailleurs, le Trésor a mis en œuvre des réformes visant à accroître la liquidité, notamment par la concentration des échéances sur l'ensemble des instruments de dette publique afin de simplifier le pool de titres de créance et de faciliter leur couplage avec d'autres instruments financiers standard. Ce regroupement a créé un risque de refinancement qui a été compensé par le maintien d'une réserve de liquidité (ou « coussin de dette ») et une gestion plus active du passif avec des échanges et des rachats

¹ Market Readout, Market expectations, Banco Central do Brasil, 24 février 2023.

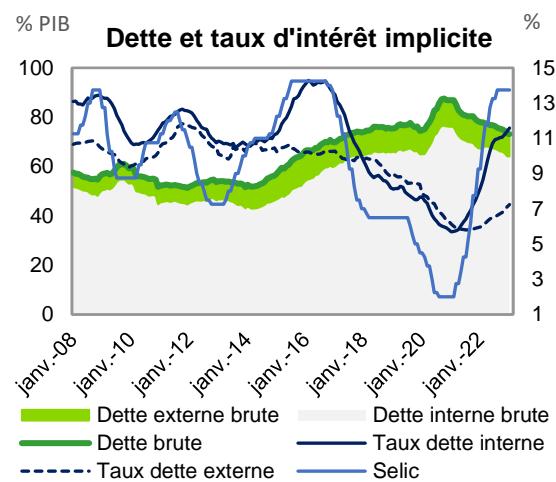
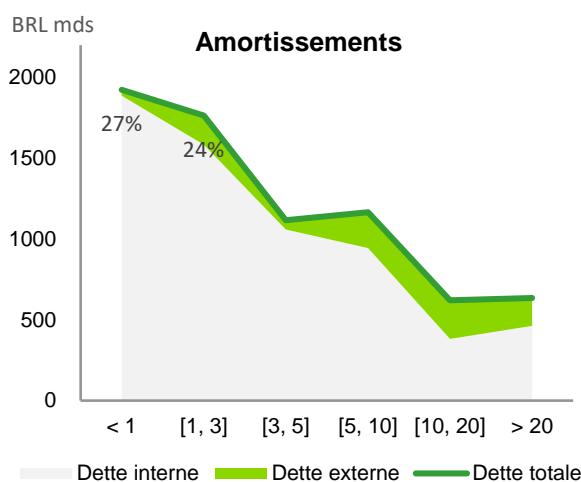
² Ces anticipations sont à rapprocher d'un excédent primaire légèrement inférieur à 1,3% du PIB, d'un déficit total de 4,7% du PIB et d'une dette nette (gouvernement fédéral, sécurité sociale, États et municipalités) à 57,5% du PIB en 2022.

³ "Dealing with Debt: Less Risk for More Growth in Latin America and the Caribbean", Andrew Powell, Oscar Valencia, Inter-American Development Bank, January 2023.

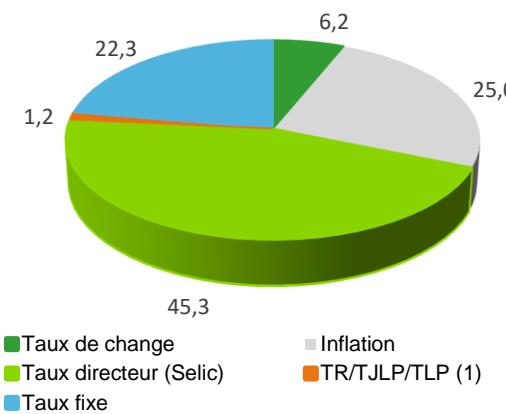
fréquents de titres de créance. En décembre 2022, la réserve de liquidité couvrait 8,4 mois d'échéances de dette.

En dépit de la forte augmentation de la dette, le coût du service de la dette a été maintenu dans une fourchette qualifiée de raisonnable. Après la crise de 2014-2015, aidé par le reflux des taux d'intérêt mondiaux et domestiques (recul de l'inflation et baisse du Selic), le taux d'intérêt implicite sur la dette totale est ainsi passé d'un pic à 13,5% mi-2016 à moins de 6% en mars 2021. Depuis ce creux, il s'est évidemment redressé (11% en janvier 2023). Si le profil de la dette s'est amélioré, la dette à court terme (part de la dette arrivant à échéance dans 12 mois) reste néanmoins relativement élevée par rapport au « benchmark » (20%) ou aux pays pairs⁴. La moindre dépendance à la dette extérieure et aux non-résidents a contribué à la diminution de la durée moyenne. Des progrès en termes d'augmentation de celle-ci sur le marché domestique restent donc à accomplir mais l'étude note qu'« une gestion plus rigoureuse de la dette au Brésil et une meilleure composition de la dette ont aidé le pays à faire face à une série de chocs graves ».

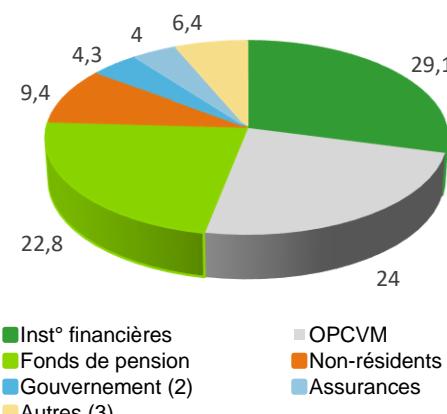
Brésil – Dette publique brute (déc. 2022, %)



Taux et facteurs d'indexation (%)



Types d'investisseurs (%)



(1) Taux spécifiques (ou ne portant pas intérêt ; dette sécurisée, dette bancaire, BNDES, etc.)

(2) Fonds et ressources gérés par le gouvernement fédéral (FAT, FGTS, etc.)

(3) Clients individuels résidents (dont portefeuilles des entreprises)

Sources : Trésor, BCB, Crédit Agricole SA/ECO

Article publié le 3 février 2023 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

⁴ Dans son rapport (*Annual Borrowing Plan 2023*), le Trésor note qu'avec une dette fédérale autour de 60% du PIB, le service de la dette courte équivaut à environ 12% du PIB (dans un contexte de déficits primaires, la quasi-totalité de la dette est refinancée annuellement). 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).

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
06/03/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
02/03/2023	La stratégie industrielle de l'Europe face à l'Inflation Reduction Act	Europe, Industrie
01/03/2023	Amérique latine – Panorama des dettes publiques	Amérique latine
28/02/2023	Royaume-Uni : forte amélioration des indices PMI en février	Royaume-Uni
28/02/2023	Israël – Une économie en bonne santé en dépit du politique	Afrique et Moyen-Orient
27/02/2023	La Corée du Sud rattrapée par le déclin démographique	Asie
24/03/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
23/03/2022	Entre sécurité nationale et réouverture, Hong Kong cherche encore sa nouvelle voie	Asie
22/02/2023	Brésil – Dans l'attente de nouveaux ancrages	Amérique latine
21/02/2023	Arabie saoudite – Après la très bonne année 2022, comment se présente l'année 2023 ?	Afrique et Moyen-Orient
20/02/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
15/02/2023	Afrique du Nord – Libye : très peu d'espoir de réunification, un pays indéfiniment failli ?	Afrique du Nord
13/02/2023	ECO Tour 2023 : état de l'économie française secteur par secteur	France
13/02/2023	Royaume-Uni – La récession évitée de justesse avec une croissance nulle au T4 2022	Royaume-Uni
10/02/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
09/02/2023	L'Afrique sub-saharienne face à l'urgence alimentaire	Afrique et Moyen-Orient
09/02/2023	Parole de banques centrales – BCE : après un quidage de court terme, retour à une action conditionnée par les données	Zone euro
08/02/2023	Asie du Sud – Le grand espoir d'un redémarrage chinois	Asie
07/02/2023	Brésil – La détermination sans faille de la banque centrale	Amérique latine
07/02/2023	Parole de banques centrales – BoE : "il est trop tôt pour crier victoire"	Royaume-Uni
06/02/2023	France – Réforme des retraites (2/2) : gagnants, perdants et alternatives à la réforme	France
06/02/2023	France – Réforme des retraites (1/2) : réformer les retraites, est-ce vraiment une urgence ?	France

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 :** Alexis Mayer, Jorge Mariano Mamani Soria

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 [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.