

# BRÈVES ÉCONOMIQUES

## Brésil

### Résumé

La modification des objectifs budgétaires pour les années à venir fait largement réagir le marché.

Le projet de loi de finances 2025 modifie les objectifs de solde primaire pour les années à venir, l'objectif d'excédent n'étant plus fixé à 2025 mais à 2026. Les marchés ont vivement réagi, avec une nette détérioration du taux de change. Néanmoins, les causes restent partagées entre les inquiétudes budgétaires et un contexte externe toujours volatile.

L'inflation ralentit plus que prévu en mars.

L'indice général des prix a augmenté de +0,16% en mars, un résultat en deçà des prévisions, qui tablaient sur +0,25%. La hausse est aussi moindre que celle du mois de février (+0,83%). Ce ralentissement s'explique notamment par la baisse des prix des transports.

Le phénomène El Niño exacerbe les vulnérabilités économiques au Brésil.

Le Brésil, compte tenu de sa géographie et de son climat, est particulièrement vulnérable à l'événement climatique El Niño. Ses effets varient selon les régions, entraînant des sécheresses dans le nord et d'importantes précipitations dans le sud du pays. Les répercussions du phénomène sur l'économie brésilienne sont nombreuses, touchant plusieurs secteurs économiques (agriculture et énergie), mais impactant également les inégalités sociales et régionales.

Graphique de la semaine : Evolution de l'inflation générale et de l'inflation des services.

### Évolution des marchés

Indicateurs	Variation sur la semaine	Variation cumulée sur l'année	Niveau
Bourse (Ibovespa)	-2,9%	-6,8%	123 703
Risque-pays (EMBI+ Br)	+14pt	+18pt	220
Taux de change BRL/USD	+3,7%	+7,9%	5,27
Taux de change BRL/€	+3,0%	+4,7%	5,60

Note : Données du jeudi à 14h localement. Sources : Ipeadata, Investing, Valor.

Une publication du SER de Brasília  
Semaine du 15 avril 2024

LE CHIFFRE A  
RETENIR :

**+2,2%**

Le taux de croissance du  
PIB pour 2024 estimé  
par le FMI, contre +1,7%  
auparavant.

# Actualités macro-économiques & financières

La modification des objectifs budgétaires pour les années à venir fait largement réagir le marché.

Le gouvernement brésilien a publié ce lundi 15 avril le projet de loi d'orientation budgétaire (PLDO) pour l'année 2025. Le Congrès dispose désormais jusqu'au 17 juillet pour y apporter de modifications et le voter. Le PLDO définit les objectifs et les priorités du gouvernement fédéral pour les années à venir. Il sert de base à l'élaboration de la loi de finances 2025, dont la présentation est prévue fin 2024.

Face aux incertitudes qui pèsent sur l'évolution des recettes fiscales<sup>1</sup>, le gouvernement a révisé ses objectifs de solde primaire de 2025 jusqu'à 2028. Ces objectifs étaient inscrits dans les nouvelles règles budgétaires votées en août 2023, appliquées pour la première fois cette année. Le gouvernement envisage désormais une trajectoire plus progressive vers l'équilibre des comptes publics, tout en conservant des paramètres optimistes quant à la croissance économique et à la baisse des taux d'intérêt<sup>2</sup>.

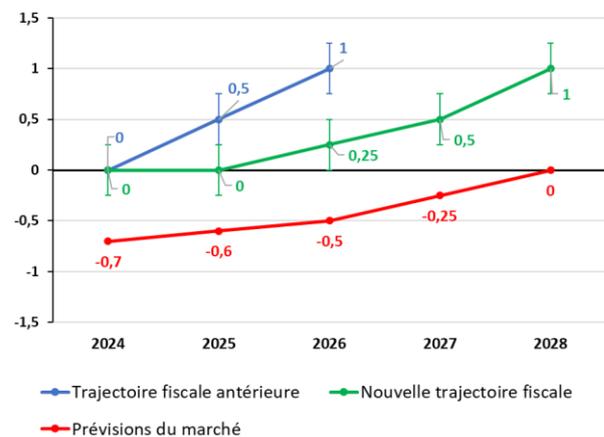
L'objectif initial d'atteindre un excédent primaire dès l'année prochaine a été repoussé à 2026. Le gouvernement envisage désormais un résultat primaire nul pour 2025 (avec une marge de tolérance de +/- 0,25 % du PIB), contre 0,5 % auparavant. Selon les nouvelles projections, cet excédent

de 0,5% du PIB est reporté à 2027, première année du prochain mandat présidentiel. Le gouvernement revoit donc sa copie pour lisser davantage l'effort fiscal dans le temps. Par ailleurs, **l'objectif initial de réaliser un excédent primaire de 1 % dès 2026 (soit 132 Mds BRL) a été reporté à 2028**. La cible de résultat primaire pour 2024 demeure inchangée à 0 %.

Plus précisément, les nouveaux objectifs budgétaires sont les suivants (avec une marge de tolérance de +/- 0,25%) :

- **2024** : solde de 0% du PIB (avec un déficit prévisionnel de 9,3 Mds BRL) ;
- **2025** : solde de 0% du PIB (29,1 Mds BRL), contre excédent de 0,5% précédemment ;
- **2026** : excédent primaire de 0,25 % du PIB (33,1 Mds BRL), contre 1 % précédemment ;
- **2027** : excédent de 0,5% du PIB (70,7 Mds BRL) ;
- **2028** : excédent de 1% du PIB (150,7 Mds BRL).

Evolution des objectifs budgétaires (avec marges de tolérance) et prévisions de marché



Source : BCB, Ministère des finances

Ces modifications risquent de retarder la stabilisation de la trajectoire de la dette publique brésilienne. En effet,

<sup>1</sup> Selon les calculs du Trésor National, pour atteindre les cibles budgétaires initialement prévues pour 2025 et 2026, il aurait fallu recettes supplémentaires équivalentes à 1% du PIB pour 2025 (soit environ 124 Mds BRL) et une collecte supplémentaire de 1,3 % du PIB en 2026 (soit environ 172 Mds BRL).

<sup>2</sup> Le PLDO prévoit notamment : une croissance de 2,2% en 2024, puis de 2,8% pour 2025 ; une inflation de 3,5% pour 2024 puis 3,1% de 2025 à 2028 ; une moyenne du taux Selic annuel de de 10,75% pour 2024, 8,05% en 2025, 7,22% en 2026, 7,02% en 2027 et 6,77% en 2028 ; un taux de change moyen BRL/USD de 4,98 pour 2025, 5,03 pour 2026, 5,07 pour 2027, et 5,10 pour 2028.

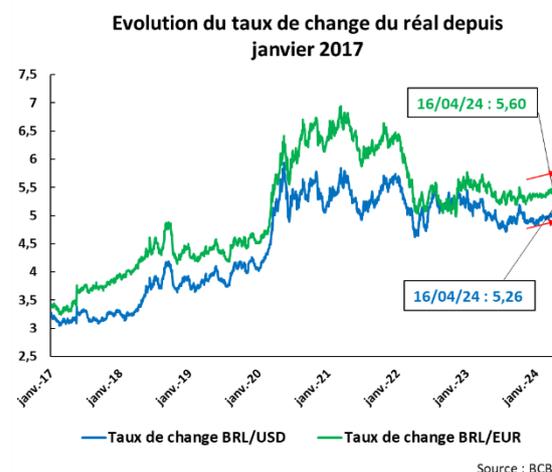
selon les estimations du ministère des finances, **un excédent primaire de 1 % est nécessaire pour stabiliser la dette**, un niveau qui ne devrait être atteint qu'en 2028, si les objectifs sont respectés. **Selon les projections dans le PLDO, la dette brute devrait augmenter jusqu'en 2027 pour atteindre 79,7 % du PIB<sup>3</sup>**. Elle devrait ensuite amorcer une tendance à la baisse jusqu'à 74,5 % en 2034, niveau similaire à celui observé fin 2023 (74,4 %, soit 8 300 Mds BRL). **Les projections de marché sont bien plus pessimistes.**

**Le projet de loi a suscité de vives réactions.** Les inquiétudes quant aux risques de non-respect du cadre budgétaire se sont accrues quelques mois seulement après l'entrée en vigueur des nouvelles règles, ce qui pourrait compromettre la crédibilité du gouvernement en matière de sérieux budgétaire. Alors que plusieurs experts estimaient déjà l'année dernière que les objectifs fixés étaient trop ambitieux, **beaucoup jugent maintenant que ces ajustements vers des objectifs plus progressifs ne sont pas convaincants, même s'ils sont plus réalistes.** Les analystes soulignent également que les hypothèses sur les indicateurs macroéconomiques utilisées pour le calcul des résultats budgétaires des prochaines années restent trop optimistes. **Certains critiquent également une politique budgétaire mal conçue, fondée sur l'augmentation des recettes fiscales plutôt que par la réduction des dépenses.**

**Le gouverneur de la Banque centrale, Roberto Campos Neto, a également réagi aux nouveaux objectifs budgétaires du gouvernement.** Selon lui, la politique budgétaire se détache de plus en plus de la politique monétaire, la première devenant plus expansionniste alors que la seconde reste restrictive. **Le gouverneur a ainsi déclaré que si la confiance dans l'ancrage budgétaire venait à être**

**ébranlée, l'ancrage monétaire en souffrirait également.**

**Parallèlement, le taux de change s'est nettement détérioré**, atteignant le lendemain de la publication du PLDO (15 avril), **5,29 BRL pour 1 USD, en hausse de +3,0% par rapport à vendredi dernier (12 avril), et 5,62 BRL pour 1 EUR, en hausse de +3,4%.** Bien que cette détérioration soit principalement expliquée par des facteurs externes, notamment liés à l'économie américaine et à la politique monétaire américaine, qui affectent l'ensemble des devises émergentes, le changement d'objectif de résultat primaire a également eu un impact négatif significatif sur la monnaie brésilienne.



Outre les modifications des objectifs budgétaires, **le PLDO prévoit une augmentation réelle du salaire minimum de 2,9% en 2025**, passant de 1 412 BRL à 1 502 BRL (soit 269 EUR)<sup>4</sup>. De plus, **le PLDO prévoit des recettes nettes de l'État à hauteur de 18,7 % du PIB de 2025 à 2027 (soit 2 319,7 Mds BRL pour 2025), passant à 18,85 % en 2028.** Les recettes nettes de l'État étaient de 1 931 Mds BRL en 2023 (17,7% du PIB) et sont estimées à 2 192 Mds BRL pour 2024, selon la LOA 2024.

<sup>3</sup> Selon la méthodologie de la Banque centrale brésilienne, qui diffère de celle du FMI où la dette brésilienne est environ 15% supérieure.

<sup>4</sup> Pour les années suivantes, le plancher devrait être de 1 582 R\$ (2026), 1 676 R\$ (2027) et 1 772 R\$ (2028).

## L'inflation ralentit plus que prévu en mars.

La hausse mensuelle des prix s'établit à **+0,16%** en mars (non corrigé des variations saisonnières), marquant un **ralentissement par rapport au mois précédent (+0,83%)**. C'est ce que révèle l'indice général des prix à la consommation (IPCA), calculé par l'Institut national brésilien des statistiques (IBGE). Ce résultat est inférieur aux prévisions de marché, qui tablaient sur une hausse de +0,25%. **L'inflation cumulée sur les 12 derniers mois atteint ainsi 3,93%, contre 4,51% en février dernier.** Elle se situe dans l'intervalle de tolérance de la Banque centrale, dont la cible est fixée en 2024 à 3% (+/- 1,5%).

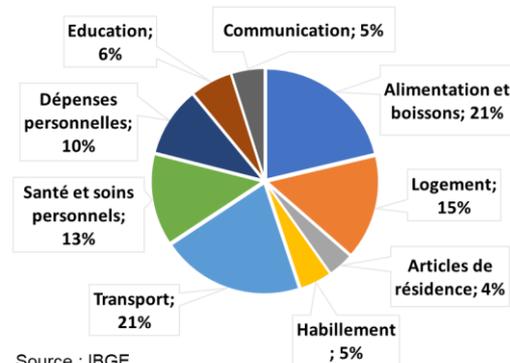
**Les prix des aliments et boissons ont continué de progresser, mais à un rythme moins soutenu.** La variation mensuelle s'est établie à +0,53% en mars, contre +0,95% en février. **Leur contribution à l'indice général est restée toutefois significative (0,11 p.p.).** Selon l'IBGE, cette hausse est attribuable aux phénomènes climatiques qui perturbent les cultures agricoles et en conséquence, les prix.

**Les prix ont également augmenté dans quatre autres catégories de dépenses considérées dans le calcul de l'IPCA.** Les augmentations les plus significatives ont été observées dans : (i) la santé et les soins personnels (+0,43%, avec une contribution de 0,06 p.p.), en lien avec l'augmentation des prix de l'assurance maladie privée et des produits pharmaceutiques ; (ii) les dépenses personnelles (+0,33% et 0,03 p.p.), portées par le dynamisme du secteur du « cinéma, théâtre et concerts » en raison des ventes promotionnelles de billets post-carnaval. Les prix des logements (+0,19% et 0,03 p.p.) et de l'éducation (+0,14% et 0,01 p.p.) ont également progressé.

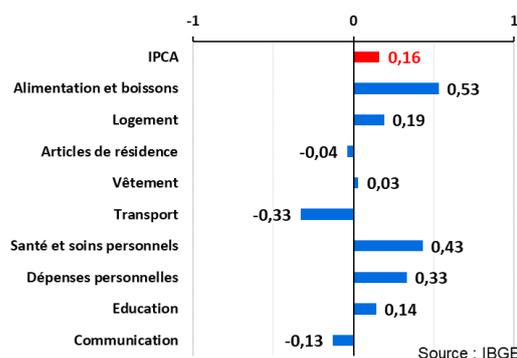
<sup>5</sup> Selon, l'association brésilienne des importateurs de carburant (ABICOM), l'écart de prix entre l'essence

**Les prix des transports ont baissé de -0,33%, alors qu'ils avaient augmenté de +0,72% en février.** Selon l'IBGE, ce résultat s'explique par la baisse des prix des billets d'avion (-9,14%) et par le ralentissement de la hausse des prix de l'essence (+0,21% contre +2,93% en février). En revanche, les prix du gazole et du gaz GLT (pour véhicules) ont diminué respectivement de -0,73% et de -2,21%. Toutefois, les prix des carburants seraient susceptibles d'être réajustés à la hausse dans les mois à venir, en raison d'un décalage croissant avec les prix internationaux<sup>5</sup>, et des tensions géopolitiques au Moyen-Orient.

Poids des catégories de bien dans l'IPCA en mars 2024



IPCA et groupes de produits (variation mensuelle NCVS, %), mars 2024



\*\*\*

**L'inflation des services a ralenti en mars.** Elle a progressé de +0,10% sur le mois, contre +1,06% en février. Selon l'IBGE, le secteur continue d'être stimulé par le dynamisme du marché du travail. La décélération des prix des services s'explique par un retour à la

vendue au Brésil et le marché international est de 19%. Pour le diesel, l'écart est de 12%.

normale dans le secteur de l'éducation<sup>6</sup>, ainsi que la baisse des prix des billets d'avions et des forfaits touristiques. Sur 12 mois, l'inflation des services est de 5,09%, contre 5,25% en février dernier, soit le niveau le plus bas depuis janvier 2022. **Malgré le ralentissement observé sur le mois, l'inflation des services reste plus élevée que l'IPCA sur 12 mois.** Ce scénario appelle à la prudence de la part du Comité de Politique Monétaire (COPOM) de la BCB, car le niveau de prix du secteur pourrait s'avérer plus résistant que dans le reste de l'économie ce qui, avec une FED tentée de retarder le desserrement monétaire, pourrait ralentir le rythme de réduction du taux d'intérêt directeur.

## Etude économique

### Le phénomène El Niño exacerbe les vulnérabilités économiques au Brésil.

**El Niño correspond à un cycle de réchauffement qui se produit dans l'océan Pacifique et qui entraîne une hausse de la température de l'atmosphère. Ses effets se manifestent de manière variée au Brésil.** Les régions nord et centre-ouest du pays sont exposées à un déficit pluviométrique et une sécheresse significative<sup>7</sup>. Au contraire, dans le sud du pays, de très fortes précipitations<sup>8</sup> sont observées, avec des volumes supérieurs à la moyenne historique, entraînant des inondations et des désagréments pour certaines municipalités. Bien que cela

représente une tendance générale des événements météorologiques observés dans le pays, il est possible que des phénomènes extrêmes contraires se produisent. Par exemple, en fin d'année 2023, le sud-est a été confronté à des déficits pluviométriques.

**En effet, la fréquence des événements climatiques extrêmes s'intensifie au Brésil en 2023 avec El Niño.** Sur les 10 dernières années, les catastrophes naturelles ont entraîné des pertes de 586 Mds BRL (107,4 Mds EUR), selon la Confédération Nationale des Municipalités (CNM). Parmi ces pertes, 352 Mds BRL (64,5 Mds EUR) sont liés aux sécheresses et 159 Mds BRL (29,1 Mds EUR) aux fortes précipitations.

**Le secteur agricole, qui occupe une place prépondérante dans l'économie brésilienne, est particulièrement vulnérable aux effets d'El Niño.** Ils tendent à affecter négativement la production agricole, en particulier du soja, principal produit d'exportation du pays. Le risque sur le niveau des récoltes se répercute sur les prix, qui peuvent augmenter et devenir plus volatils. Ces inquiétudes sont d'autant plus importantes que le secteur agricole a représenté près de 50% des exportations du pays en 2023. **Cette vulnérabilité expose la balance des paiements et par conséquent l'équilibre externe du Brésil.**

**Le secteur énergétique peut également pâtir du phénomène El Niño.** Le mix électrique brésilien est fortement dépendant des centrales hydroélectriques, qui représentent près de 64 % de la production totale d'électricité du pays. Les précipitations sont donc essentielles à leur bon

<sup>6</sup> Les prix dans l'éducation ont augmenté de 5% en février 2024, en lien avec la correction annuelle des prix dans le secteur de l'enseignement privé lors de la rentrée scolaire.

<sup>7</sup> De juillet à décembre, les taux de précipitations ont été inférieurs à la moyenne historique (débuté en 1991) dans pratiquement tout le nord. Les Etats les plus touchés sont l'Amazonas, l'Acre, le Roraima, l'Amapa, le Rondônia, et le Para. Le manque de pluie a laissé les principaux fleuves de la région amazonienne (le Negro et le Solimoes) avec des volumes inférieurs à la moyenne. Ces régions ont été de plus touchées par d'intenses masses d'air chaud et sec,

provoquant des températures supérieures à 30°C. Au cours de l'hiver, ces régions ont enregistré plus de 70 jours avec des températures dépassant les 30°C (voir annexe 1). Le Brésil a subi en tout 9 épisodes caniculaires et les températures ont surpassé 40°C dans plusieurs localités au centre-nord du pays.

<sup>8</sup> Le printemps 2023 a été le plus pluvieux depuis les années 1960 dans la région du Sud. Le point culminant est le nord du Rio Grande do Sul et l'ouest de Santa Catarina, où les volumes de précipitations ont été importants et ont dépassé 1 000 mm.

fonctionnement et les périodes de sécheresse présentant des risques. L'évolution des prix y est également sensible, car le manque de ressources hydriques augmente la demande pour d'autres sources d'électricité, notamment des centrales au gaz, ce qui alourdit la facture énergétique en raison de coûts et prix plus élevés.

**La stabilité financière pourrait également être impactée par le phénomène.** Les institutions financières ont des portefeuilles de plus en plus exposés au risque climatique par leurs investissements dans des municipalités vulnérables à la sécheresse ou aux fortes précipitations. Le secteur de l'assurance y est également de plus en plus exposé aux phénomènes

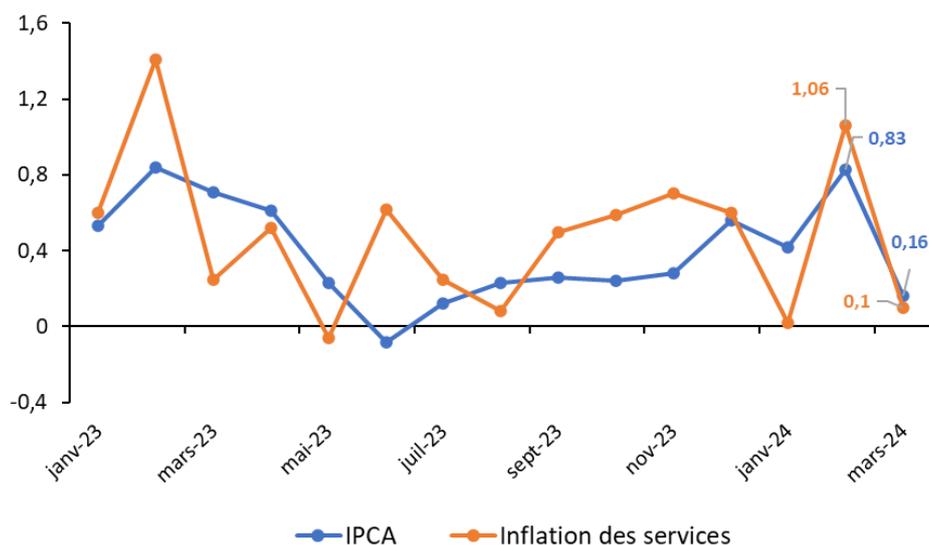
climatiques extrêmes, exacerbés par El Niño. Le nombre de sinistres et les primes versées aux assurés augmentent, engendrant des coûts pas forcément anticipés.

**Enfin, El Niño peut creuser les inégalités sociales et régionales, alors qu'elles représentent déjà un défi pour le Brésil.** La baisse des rendements agricoles et les destructions causées par les anomalies météorologiques accentuent les inégalités déjà très fortes dans le pays. De plus, les pertes matérielles liées à El Niño entraînent des dépenses supplémentaires pour le gouvernement, qui sont susceptibles d'accroître son déficit budgétaire.

\* \* \*

## Graphique de la semaine

Inflation générale et inflation des services en variation mensuelle, non corrigée des variations saisonnières (%).



Source : IBGE.

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques. Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations : [www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international](http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international)

Responsable de la publication : Sébastien Andrieux (Chef du service économique régional de Brasilia).

Rédaction : Rafael Cezar (Conseiller financier), Célia Devant-Perrotin (Adjointe au Conseiller financier) et Alice Lebreuilly.

Abonnez-vous : [celia.devant-perrotin@dgtrésor.gouv.fr](mailto:celia.devant-perrotin@dgtrésor.gouv.fr)