

BRÈVES ÉCONOMIQUES

Brésil

Résumé

Une publication du SER de Brasília
Semaine du 30 septembre 2024

L'agence Moody's relève la note souveraine du Brésil.

La note du pays est passée de Ba2 à Ba1, et Moody's garde des perspectives « positives », ce qui signifie qu'elle pourrait donc être relevée à nouveau dans les mois à venir. Cette révision est attribuée à des améliorations substantielles du profil de crédit du pays.

Budget de l'Union : le respect de la cible budgétaire de 2024 menacé par une hausse préoccupante des dépenses.

Le Gouvernement a présenté ses nouvelles projections pour les recettes et les dépenses pour 2024. Une fois écartées des dépenses exceptionnelles, celui-ci maintient sa cible d'un déficit primaire nul. Cependant, des incertitudes subsistent quant au respect de cet objectif fixé par les nouvelles règles budgétaires en raison d'une révision à la hausse significative des prévisions de dépenses.

+ [Zoom sur les données fiscales du mois d'août](#)

L'escalade du conflit au Moyen-Orient pourrait affecter l'économie brésilienne.

Le principal canal de transmission est le prix du pétrole, qui devrait augmenter en raison de l'impact du conflit sur la production mondiale. Cette situation risque d'accentuer les pressions inflationnistes au Brésil, où l'inflation se situe déjà proche de la limite supérieure de l'objectif de la Banque centrale. Cela pourrait rendre nécessaire une accélération du cycle de resserrement monétaire actuellement en cours.

Graphique de la semaine : Evolution de la productivité du travail et de la productivité globale des facteurs.

LE CHIFFRE A RETENIR :

6,6%

Le taux de chômage du trimestre mobile se terminant en août 2024, le plus bas jamais enregistré pour cette période depuis le début de la série historique en 2012 (IBGE)

Évolution des marchés

Indicateurs	Variation sur la semaine	Variation cumulée sur l'année	Niveau
Bourse (Ibovespa)	-1,3%	-1,1%	131 260
Risque-pays (CDS 5 ans Br)	-1,4%	+14,9%	151
Taux de change USD/BRL	+0,9%	+12,4%	5,49
Taux de change €/BRL	-0,6%	+13,1%	6,05

Note : Données du jeudi à 12h30 localement. Sources : Ipeadata, Investing, Valor.

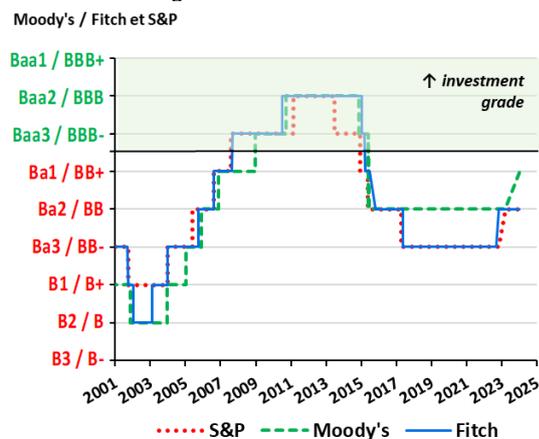
Actualités macro-économiques & financières

L'agence Moody's relève la note souveraine du Brésil.

L'agence de notation Moody's a relevé la note souveraine du Brésil de Ba2 à Ba1, cinq mois après avoir relevé les perspectives à « positives ». Le pays se trouve désormais à seulement un niveau du statut « *investment grade* » (voir illustration ci-dessous), un indicateur de solvabilité important pour les investisseurs internationaux, facilitant une plus grande entrée de capitaux étrangers. L'agence a maintenu des perspectives positives pour la note du Brésil.

Cette révision est la première depuis 2016, année où le pays avait perdu son statut « *investment grade* », avec une dégradation de la note de crédit de Baa3 à Ba2. Les autres grandes agences de notation, S&P et Fitch, ont également relevé la note du pays en 2023, passant de BB- à BB, l'équivalent de Ba2.

Evolution de la note souveraine du Brésil par les agences de notation :



Moody's attribue cette révision à des améliorations substantielles du profil de crédit du pays, que l'agence juge durables. Elle met également en avant

une performance de croissance plus robuste que prévu et un historique positif de réformes économiques et fiscales, renforçant la résilience du crédit.

L'agence a toutefois réitéré les risques concernant la crédibilité du cadre budgétaire, toujours jugée modérée, comme en témoigne le coût élevé de la dette publique. Selon Moody's, la possibilité de retrouver le statut « *investment grade* » reposera principalement sur des avancées budgétaires, en particulier sur la mise en œuvre de réformes structurelles destinées à maîtriser la croissance des dépenses obligatoires, notamment dans les secteurs de la santé, de l'éducation et de la sécurité sociale.

L'amélioration de la note de crédit aurait contribué, selon les analystes locaux, à la baisse de -3,2% du risque-pays – mesuré par le *credit default swap* (CDS) à 5 ans – constatée au lendemain de la décision de Moody's.

Néanmoins, la décision de l'agence n'altère pas la perception du risque liée à la politique budgétaire du Gouvernement selon les analystes, notamment en raison de l'augmentation de la dette publique et de taux d'intérêts réels qui restent très élevés. Quelques jours avant cette annonce, Fitch avait déjà mis en garde contre les risques budgétaires, soulignant qu'en dépit de l'amélioration de la croissance économique, ces facteurs empêchaient toute amélioration de la note souveraine.

Budget de l'Union : le respect de la cible budgétaire de 2024 menacé par une hausse préoccupante des dépenses.

Le dernier [rapport bimestriel](#) d'évaluation des revenus et des dépenses du Gouvernement fédéral, publié en septembre pour le 4^{ème} bimestre de l'année, a déçu les attentes des analystes locaux. Ce document, élaboré par le ministère de la Planification et du Budget, présente les prévisions de recettes et de dépenses pour l'ensemble de l'année. Le rapport de juillet/août 2024¹ révisé à la hausse sa prévision de dépenses, tout en maintenant une prévision de recettes similaire aux précédentes prévisions. **Alors que les analystes anticipaient que le Gouvernement décrète un nouveau gel budgétaire, des ressources auparavant gelées ont été au contraire débloquées. Le montant gelé est passé de 15 Md BRL** – comprenant un blocage² de 11,2 Md BRL et une réserve de contingence de 3,8 Mds BRL³ (voir [brèves du 29 juillet 2024](#)) – **à 13,3 Md BRL**, avec une levée de la réserve de contingence. Les analystes espéraient toutefois un nouveau blocage supplémentaire de 5 à 10 Md BRL afin de maintenir la cible fiscale de l'année : un déficit primaire nul⁴.

Les projections des dépenses primaires pour l'année 2024 ont augmenté de +11,8 Md BRL dans le rapport publié en

septembre comparées aux projections établies en juillet. **Dans le détail, les projections de dépenses obligatoires ont augmenté de +13,9 Md BRL, tandis que celles des dépenses discrétionnaires ont baissé de -2,1 Md BRL. Les dépenses primaires sont attendues ainsi à 2 241 Md BRL pour 2024**, contre 2 183 Md BRL initialement prévus dans la loi de finances. La principale contribution provient de la hausse des versements de prestations de la sécurité sociale (+8,3 Md BRL), suivie des crédits extraordinaires (+3,6 Md BRL) – liés notamment aux catastrophes naturelles – et des subventions et de l'assurance agricole *Proagro*⁵ (+1,9 Md BRL).

Les dépenses du Gouvernement doivent suivre les règles budgétaires approuvés en août 2023 qui limitent la croissance des dépenses primaires. La croissance de ces dernières ne doit pas dépasser 70% de la croissance des recettes réelles (une fois pris en compte l'inflation), soit un plafond de 2 105,2 Md BRL pour l'année 2024⁶. **Les prévisions pour ces dépenses primaires sujettes à cette limite⁷ totalisent désormais 2 118,5 Mds BRL, dépassant le plafond de 13,3 Mds BRL. En conséquence, le Gouvernement a dû bloquer une partie des dépenses discrétionnaires à hauteur de ce même montant** pour garantir suffisamment de marge dans le budget afin de couvrir les dépenses obligatoires. Cela représente un blocage budgétaire supplémentaire de +2,1 Mds BRL par rapport aux 11,2

¹ Les estimations des recettes et des dépenses primaires du gouvernement fédéral ont été réévaluées, en tenant compte des recettes perçues et des dépenses effectuées jusqu'au mois d'août 2024, ainsi que des paramètres macroéconomiques actualisés par le gouvernement.

² Les dépenses publiques ne doivent pas dépasser 70 % de la croissance des recettes au-delà de l'inflation. En cas de dépassement, le gouvernement doit effectuer un blocage des dépenses discrétionnaires du montant excédentaire pour assurer le respect du budget et honorer ses obligations.

³ La contingence est liée à l'objectif budgétaire. Si le déficit primaire dépasse 28,8 Md BRL, le gouvernement

doit créer une réserve de contingence correspondant au montant du dépassement.

⁴ 0% +/- 0,25% du PIB, soit une tolérance pour un déficit primaire allant jusqu'à 28,8 Md BRL.

⁵ *Proagro* est un programme gouvernemental conçu pour protéger les agriculteurs contre les pertes de production agricole dues à des événements climatiques défavorables ou d'autres risques associés à l'activité agricole.

⁶ Le plafond avait été relevé de +15,8 Mds BRL lors du 3^{ème} rapport bimestriel de 2024.

⁷ Une partie des dépenses n'est pas sujette au plafond (651,9 Mds BRL). Il s'agit des transferts aux collectivités et de certaines dépenses extraordinaires ou d'investissement.

Mds BRL annoncés en juillet. Toutefois le Gouvernement a en parallèle levée la réserve de contingence de 3,8 Md BRL constituée en juillet⁸ pour respecter son objectif budgétaire, ce qui fait qu'*in fine* les montants de crédits gelés sont en baisse.

Les projections des recettes atteignent désormais 2 173 Md BRL⁹, soit une hausse de +4,4 Md BRL par rapport au rapport de juillet. Toutefois, elles demeurent inférieures aux prévisions initiales de la loi de finances 2024 (2 192 Md BRL). **Cette révision à la hausse des recettes est principalement due à une actualisation de +30,1 Md des prévisions de recettes non administrées par la *Receita Federal* du Brésil** (sur un total de 360,4 Md BRL), en grande partie grâce aux dividendes (+10,1 Md BRL) et à l'exploitation des ressources naturelles (+4,9 Md BRL). En revanche, les prévisions des recettes administrées par la *Receita Federal* (1 691,5 Md BRL) et les contributions pour la sécurité sociale (648,2 Md BRL) ont été revues à la baisse, avec des diminutions respectives de -25,8 Md BRL et -2,3 Md BRL.

Les prévisions de recettes liées aux décisions du Conseil Administratif des Ressources Fiscales (CARF)¹⁰ ont été très nettement revues à la baisse de 36,7 Md BRL par rapport au rapport de juillet. Cela fait suite à l'alerte du Tribunal des Comptes de l'Union (TCU) sur la faisabilité de cette collecte qui notait que les recettes provenant du CARF n'ont atteint que 83,4 M BRL en sept mois, soit seulement 0,22% de la prévision établie en juillet. Il n'est

désormais plus attendu que 847 M BRL pour 2024.

Le Gouvernement prévoit désormais un déficit primaire retraité de 28,3 Md BRL pour 2024, un résultat qui reste conforme à l'objectif de déficit nul, grâce à une marge de tolérance de +/- 0,25% du PIB (soit 28,8 Md BRL).

En revanche, le Gouvernement ne prend pas en compte certaines dépenses extraordinaires dans le calcul de cette cible, telles que celles liées aux inondations dans le Rio Grande do Sul (38,6 Md BRL), aux incendies et à la sécheresse (514,5 M BRL), ainsi que certaines allocations supplémentaires pour répondre à des besoins urgents¹¹ (1,3 Md BRL). Une fois ces éléments intégrés dans les calculs budgétaires, le déficit prévu atteindrait 68,8 Md BRL, soit 40,5 Md de plus.

Bien que la nouvelle prévision du solde primaire soit conforme à l'objectif budgétaire du Gouvernement, elle marque une détérioration par rapport aux prévisions initiales, qui anticipait un excédent de 9,1 Md BRL. Du fait de la révision à la hausse des dépenses exceptionnelles, non prises en compte dans la cible du Gouvernement cette prévision est aussi plus dégradée que celle du rapport de juillet, qui visait un solde primaire de 61,3 Md BRL.

L'augmentation de la prévision de dépenses publiques fait l'objet de vives critiques de la part des analystes locaux, notamment les tentatives du

⁸ En juillet, le gouvernement prévoyait un déficit primaire retraité de 32,6 Md BRL, soit 3,8 Md BRL de plus que la limite de sa cible budgétaire. Cela avait poussé le gouvernement à effectuer une réserve de contingence de 3,8 Md BRL pour respecter son objectif budgétaire.

⁹ Les prévisions des recettes brutes, non déduites des transferts par répartition de revenus, ont atteint 2 700 Md BRL.

¹⁰ Le CARF est l'organisme chargé de trancher administrativement les litiges entre les contribuables et la *Receita Federal*. Jusqu'à l'année dernière, en cas de match

nul, les décisions tendaient à favoriser les contribuables. Cependant, après un changement approuvé par le Congrès en août, cette balance penche désormais en faveur de l'administration fiscale.

¹¹ La recomposition des limites de dépenses concerne l'ajustement des plafonds budgétaires du pouvoir judiciaire et du Conseil national du ministère public pour couvrir des dépenses exceptionnelles ou imprévues. Ces ajustements offrent à ces institutions des ressources supplémentaires au-delà des limites fixées par les règles fiscales habituelles, afin de répondre à des besoins urgents ou critiques.

Gouvernement d'exclure un nombre croissant de dépenses de l'objectif budgétaire. Selon ces analystes, ces exceptions donnent l'illusion que l'objectif de déficit nul est respecté, **sans pour autant réduire véritablement la dette publique.** Les marchés estiment qu'un nouveau gel des dépenses devra être annoncé dans le prochain rapport de novembre.

Si elles ne conduisent le Gouvernement à modifier substantiellement sa prévision pour 2024, les recettes ont été favorisées par une performance économique brésilienne supérieure aux prévisions. **Paradoxalement, cette amélioration des recettes exerce une pression accrue sur les dépenses futures,** car environ 70% des dépenses budgétaires sont indexées sur la performance des recettes ou sur l'inflation. **Les analystes estiment donc qu'une révision structurelle des dépenses est urgente.** A ce jour, cela se limite à un examen de 25,9 Md BRL de dépenses pour 2025, mais beaucoup craignent que l'agenda politique ne permette pas de mesures concrètes avant 2026.

➤ ZOOM sur les données fiscales du mois d'août :

Les recettes du Gouvernement fédéral continuent de battre des records, atteignant 201,6 Md BRL (33,3 Md EUR) au mois d'août, selon les [données](#) de la *Receita Federal* du Brésil (RFB). Cela représente une augmentation réelle de +12% par rapport au même mois de 2023. Sur les 8 premiers mois de l'année, les recettes ont totalisé 1 731 Md BRL, en hausse réelle de +9,5% sur l'année. **Ces résultats sont les meilleurs jamais enregistrés depuis 1995,** à la fois pour le mois d'août et pour la période

cumulée des 8 premiers mois de l'année.

Le secteur public consolidé - qui regroupe le Gouvernement central¹², les États, les municipalités, et les entreprises publiques - a enregistré un déficit primaire de 21,4 Md BRL en août 2024, contre 22,3 Md BRL en août 2023, selon les [données de la Banque centrale \(BCB\)](#).¹³ Dans le détail pour le mois d'août, le Gouvernement central a affiché un déficit primaire de 22,3 Md BRL, tandis que les gouvernements régionaux et les entreprises publiques ont enregistré des excédents de 435 M BRL et de 469 M BRL respectivement.

Le résultat nominal du secteur public consolidé - qui inclut le résultat primaire et les intérêts nominaux - a enregistré un déficit de 90,4 Md BRL en août. Sur 12 mois, le déficit nominal a atteint 1 111,3 Md BRL, soit 9,8% du PIB, avec des charges de la dette représentant 7,6% du PIB sur cette période.

La dette brute du Gouvernement général - qui inclut le Gouvernement fédéral, l'INSS et les gouvernements des États et des municipalités - a atteint 78,5% du PIB en août, équivalent à 8 900 Md BRL selon la métrique de la Banque centrale. Cela représente une augmentation de 0,2 point de PIB par rapport au mois précédent. Cette augmentation s'explique principalement par l'évolution des intérêts nominaux (+0,7 p.p.) et la contraction du PIB nominal (-0,5 p.p.).

¹² Le gouvernement central est composé du gouvernement fédéral, la sécurité sociale (INSS) et la Banque centrale.

¹³ Le déficit cumulé sur les 12 derniers mois s'élève à 256,3 Md BRL, soit 2,3% du PIB.

Etude économique & financière

L'escalade du conflit au Moyen-Orient pourrait affecter l'économie brésilienne.

La récente escalade des conflits au Moyen-Orient, marquée par l'intervention militaire terrestre d'Israël au Liban et les tirs de missiles de l'Iran contre Israël, exacerbe les tensions mondiales et pourrait avoir des répercussions sur le Brésil. Ce dernier abrite la plus grande diaspora libanaise au monde, estimée entre 7 et 10 M de personnes, dépassant la population actuelle du Liban. Par ailleurs, environ 1% de la population juive mondiale réside au Brésil, plaçant le pays parmi les dix premiers à accueillir la plus grande communauté juive.

L'entrée de l'Iran dans le conflit est l'un des facteurs les plus susceptibles d'affecter l'économie mondiale et brésilienne, tant directement qu'indirectement. L'Iran est le 7^{ème} producteur mondial de pétrole, avec une production de 3,97 M de barils par jour, tandis que la région du Moyen-Orient dans son ensemble représente au moins un tiers de la production mondiale. L'implication de l'Iran dans les hostilités, combinée aux menaces israéliennes de représailles après l'attaque de missiles du 1er octobre, **pourrait perturber la production mondiale de pétrole, entraînant une hausse des prix. De plus, le conflit pourrait également perturber le transport du pétrole à travers le détroit d'Ormuz**, par lequel transite environ 30% de la production mondiale.

Le jour des attaques, le prix du baril a bondi de +5% avant de clôturer à

Londres avec une hausse plus modérée de +2,6%, à 73,56 USD. L'escalade du conflit a également entraîné une fuite des actifs risqués vers l'économie américaine, dans un phénomène connu comme «*fly to quality*», provoquant l'appréciation du dollar à l'échelle mondiale. Contrairement aux principaux indices boursiers internationaux, l'indice boursier de São Paulo, l'Ibovespa, a clôturé en hausse de +0,51%, atteignant 132 495 points. Le real brésilien s'est quant à lui déprécié de 0,31% par rapport au dollar, à 5,464 BRL. **L'indice de la Bourse de São Paulo a été porté par les actions de Petrobras (la plus grande entreprise du pays) et d'autres compagnies pétrolières, qui ont bénéficié de la hausse des prix du pétrole sur le marché international.**

À moyen terme, la hausse des prix du pétrole devrait exercer une pression supplémentaire sur l'inflation brésilienne. Les prix des carburants, du gaz domestique et des transports seront directement impactés. Plus indirectement, l'ensemble des prix pourrait augmenter, notamment en raison des coûts de transport et des produits dérivés du pétrole. **L'appréciation du dollar aura également un effet similaire, bien que dans une moindre mesure**, en augmentant le coût des biens importés, ce qui amplifiera la hausse des prix. **Par ailleurs, certains analystes mettent en garde contre un effet plus large sur les transports mondiaux, en cas de blocage des routes maritimes passant par le détroit d'Ormuz**, ce qui pourrait perturber les chaînes d'approvisionnement mondiales, comme cela a été le cas pendant la pandémie de COVID-19.

Dans un contexte national déjà marqué par de fortes pressions inflationnistes, avec une inflation atteignant +4,25% en août au Brésil, s'écartant ainsi de l'objectif de la Banque centrale (3% +/- 1,5%) et se rapprochant de la limite

supérieure de la bande de tolérance (4,5%), **de nouvelles pressions pourraient nécessiter un ajustement de la politique monétaire pour stabiliser les prix.** Le taux directeur a été relevé de 25 points de base le mois dernier (voir [brèves du 16 septembre 2024](#)). **Le contexte actuel augmente les risques**

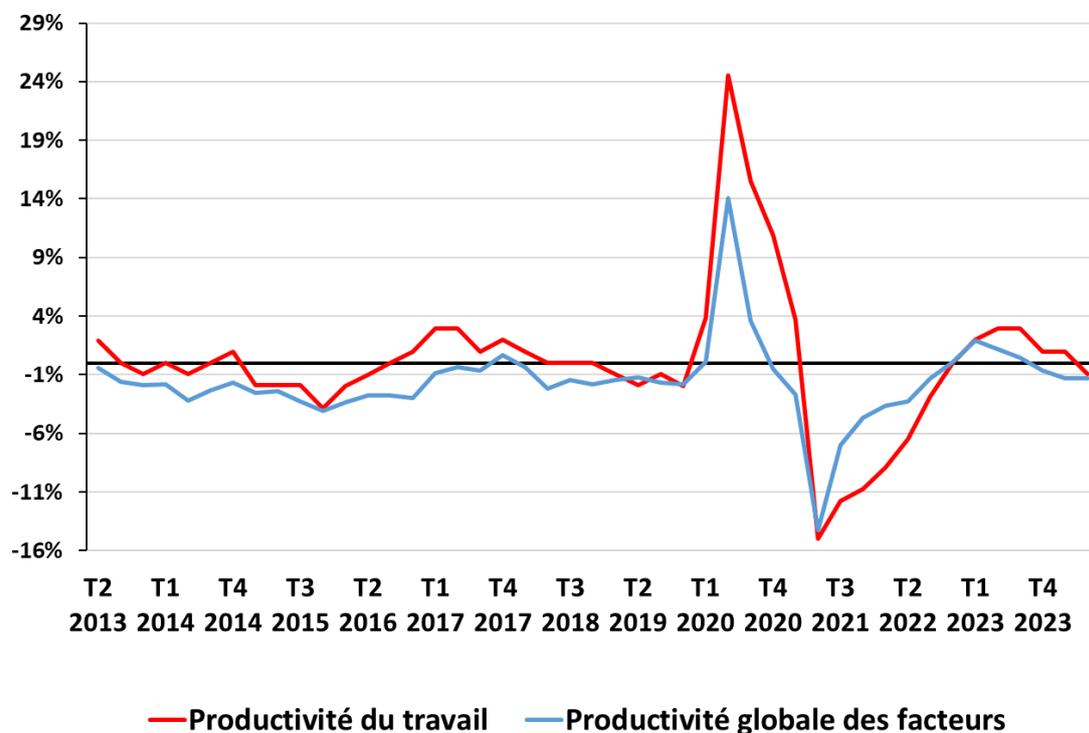
hausseurs et pourrait ainsi entraîner une accélération du cycle de resserrement monétaire.

* * *

Graphique de la semaine

Evolution de la productivité du travail et de la productivité globale des facteurs depuis 2013

(en %, comparaisons entre le trimestre de l'année X et le même trimestre de X-1)



La productivité globale des facteurs prend en compte non seulement la productivité du travail, mais aussi l'efficacité de l'utilisation du capital.

Source : Observatoire de la productivité Regis Bonelli, IBRE-FGV

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

Responsable de la publication : Pôle macroéconomie et finances - Service économique régional de Brasilia.

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

Abonnez-vous : celia.devant-perrotin@dgtresor.gouv.fr