



# BRÈVES ÉCONOMIQUES DU BRÉSIL

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE REGIONAL

DE BRASILIA

Semaines du 1<sup>er</sup> au 7 avril 2022

## Résumé :

- Situation sanitaire : évolution des cas et des décès.
- Le réal brésilien au plus haut face au dollar et à l'euro depuis deux ans.
- La productivité est redescendue à un niveau aussi faible qu'avant la pandémie.
- La production industrielle, qui progresse de +0,7% m.m. en février, reste en forte chute sur un an.
- Evolution des marchés du 1<sup>er</sup> au 7 avril 2022.
- Graphique de la semaine : l'appréciation du réal brésilien depuis le début d'année lui permet de retrouver ses niveaux d'avril 2020.

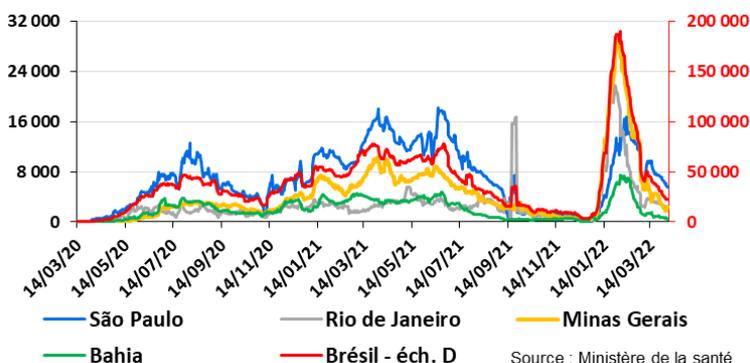
## LE CHIFFRE À RETENIR

# 33,9%

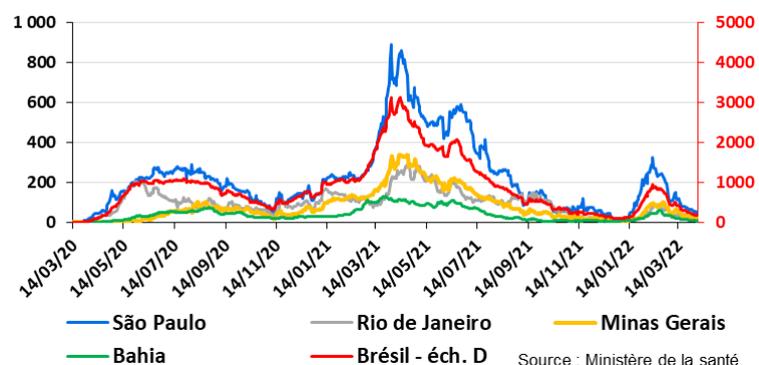
C'est la part des impôts dans le PIB en 2021, un taux record au Brésil. Cette augmentation des prélèvements obligatoires (2 942 Mds BRL soit 461 Mds EUR) s'explique par la reprise économique et par la fin des réductions d'impôts accordées au début de la pandémie.

## Situation sanitaire : évolution des cas et des décès.

Nouveaux cas par jour  
(moyenne hebdomadaire)



Nouveaux décès par jour  
(moyenne hebdomadaire)



Selon le ministère de la Santé, en moyenne sur la dernière semaine ont été enregistrés 22 431 nouveaux cas de Covid-19 et 181 décès par jour (contre 30 276 et 239 la semaine précédente). Au 6 avril, le Brésil compte au total 29,9 M cas de contaminations et 659 294 décès depuis le début de la pandémie.

## Le réal brésilien au plus haut face au dollar et à l'euro depuis deux ans.

**Les séries du taux de change témoignent d'une forte appréciation du réal depuis le début d'année** (voir graphique de la semaine). Après des mois de dépréciation (-11,5% sur le 2<sup>nd</sup> semestre 2021), la monnaie brésilienne est même celle qui s'est le plus appréciée au monde au T1 2022, en gagnant +14,6% par rapport au dollar. La monnaie américaine est ainsi passée sous le seuil des 5 BRL le 21 mars, deux ans après l'avoir dépassé.

**Le dollar s'échangeait contre 4,76 BRL en ce 7 avril.** C'est un recul de près de -20% par rapport au pic historique de dépréciation du 14 mai 2020 (taux de change BRL/USD de 5,94).

Face à l'euro, la tendance est très similaire, avec un **taux de change BRL/EUR aujourd'hui de 5,20.** C'est une baisse de -25% par rapport au niveau historique atteint le 9 mars 2021 (taux de change BRL/EUR de 6,94).

**L'appréciation de la monnaie brésilienne s'explique notamment par la hausse du prix des matières premières alimentaires, qui booste la valeur des exportations brésiennes.** Les exportations de biens enregistrées en février 2022 ont ainsi atteint un niveau record (22,9 Mds USD), générant sur ce mois un excédent commercial de +4,1 Mds USD (+109% par rapport à février 2021). En faisant progresser l'offre de devises dans le pays, l'amélioration de la balance commerciale participe ainsi à la revalorisation du réal.

**Un autre facteur d'appréciation du réal, alimentant également l'offre de réaux sur le marché des changes, est la progression des flux entrants de capitaux.** L'écart notable du taux directeur brésilien avec celui des grands pays avancés explique une partie de cette entrée de capitaux. En

effet, du fait d'un cycle de resserrement monétaire fort et précoce par rapport à d'autres pays, le Brésil rémunère aujourd'hui plus les investisseurs que par exemple aux Etats-Unis, où le taux directeur est situé entre 0,25 et 0,50% (contre 11,75% pour le Brésil). Le couple rendement / risque (de change et risque pays) des actifs brésiliens libellés en réaux est perçu favorablement par les investisseurs étrangers, attirés notamment par les titres de dette publique brésilienne, dans le cadre d'opérations dites de *carry trade*<sup>1</sup>. L'augmentation des investissements étrangers a aussi été observée dans la sphère réelle et dans les actions en bourse, par exemple via la prise de participations d'entreprises opérant dans le secteur des *commodities*, jugé très porteur. Enfin, **la guerre en Ukraine est un facteur de réallocation des portefeuilles globaux d'investissements** : le retrait des investissements étrangers en Russie sous l'effet des fortes sanctions peut, de façon certes plus marginale, encourager l'investissement dans les autres pays émergents comme le Brésil.

**Cette appréciation du réal permet d'atténuer en partie la dynamique inflationniste observée.** En effet, le Brésil paie moins cher en monnaie locale les produits qu'elle importe, notamment les ressources énergétiques. Cet effet modérateur risque toutefois de se dissiper si les perspectives de légère dépréciation du réal sur lesquelles tablent les marchés se réalisent d'ici la fin de l'année.

**Une progressive dépréciation du réal est en effet prévue dans les mois à venir.** Le taux de change BRL/USD pourrait ainsi atteindre 5,40 à la fin 2022 **selon les opérateurs de marché**, qui n'avaient toutefois pas anticipé la forte baisse des dernières semaines. **La fin prochaine du cycle de relèvement du taux directeur au Brésil est citée comme un des facteurs pouvant inverser la tendance.** Après la dernière hausse attendue en mai (de +100 bps pour

<sup>1</sup> Le *carry trade* est une technique financière employée sur le marché des changes qui consiste à profiter des écarts de rendement entre différents types d'actifs internationaux. Le principe est de s'endetter dans une devise à faible taux d'intérêt (eg. le dollar) et à placer ces fonds empruntés dans une autre devise à taux d'intérêt plus fort (eg le réal), en tablant sur le fait que les

revenus d'intérêt compenseront la dépréciation anticipée (en l'occurrence du réal par rapport au dollar) et que le risque-pays (eg. un éventuel défaut souverain du Brésil) ne se réalisera pas dans l'horizon d'investissement.

atteindre 12,75%), l'écart du taux directeur brésilien avec celui des principaux pays développés (transmis ensuite à l'écart des rendements des titres obligataires) devrait se réduire progressivement dans la mesure où un cycle de resserrement monétaire est entamé dans plusieurs pays, dont aux Etats-Unis. D'autres effets pourraient aussi pousser le réal à la baisse, comme la hausse de l'aversion au risque provoquée par la guerre en Ukraine et les incertitudes au niveau international. **Sur le plan domestique, les élections d'octobre suscitent des craintes sur l'évolution budgétaire du pays.** Si les anticipations sur la trajectoire budgétaire du Brésil venaient à se dégrader, le risque d'investir dans le pays (mesuré par le risque-pays) augmenterait et fragiliserait le réal.

**La productivité est redescendue à un niveau aussi faible qu'avant la pandémie.**

**La chute de la productivité en 2021 a plus que compensé la forte hausse enregistrée en 2020.** C'est ce que montrent les données diffusées fin mars par l'Observatoire de la Productivité Regis Bonelli de la Fondation Getulio Vargas (FGV).

**En 2020, la productivité par heure effectivement travaillée a progressé de +12,1%.** Cette hausse de la productivité du travail s'explique par une réduction plus forte des moyens (la main d'œuvre mesurée en nombre en nombre d'heures travaillées) que des résultats obtenus (la production de biens ou de services).

**En 2021, la productivité a baissé de -8,3%** car le rebond des heures effectivement travaillées (+13,8%) a été plus fort que celui de la valeur ajoutée (+4,3%). **Ce mouvement, expliqué par un effet de base, se vérifie aussi à l'échelle de l'Amérique latine,** où la productivité s'est contractée de -6,7% en 2021 après une croissance de +9,9% l'année précédente.

Il est à noter que ces variations en termes de productivité par heure effective sont plus fortes que celles prenant en compte la productivité par travailleur (en baisse de -0,6% en 2021 après une hausse de +4,3% en 2020). En effet, la crise du Covid a eu une influence plus forte sur le nombre d'heures travaillées que sur les chiffres de l'emploi.

**Ces fortes variations de la productivité au cours des deux dernières années s'expliquent par le changement profond du marché du travail provoqué par la pandémie.** Les travailleurs considérés comme ayant une faible productivité ont été particulièrement touchés en 2020, en particulier ceux du secteur informel dont le nombre a diminué de -12,6% en 2020 avant d'augmenter de +8,9% en 2021. Par comparaison, le nombre de travailleurs formels, qui sont considérés en moyenne beaucoup plus productifs, a baissé de -4,1% en 2020 avant de progresser de +2,3% en 2021. L'érosion relativement plus modeste du contingent de travailleurs formels en 2020, et la récupération relativement plus forte du contingent de travailleurs informels en 2021 explique en partie l'évolution de la productivité moyenne en « V » inversé.

**En plus des modifications du marché de l'emploi, les variations de la productivité pendant la pandémie s'expliquent par les changements dans la composition sectorielle de l'économie brésilienne.** En 2020, les secteurs les moins productifs de l'économie, tels que les autres services (qui comprennent les services fournis aux ménages et les services domestiques, entre autres activités), les transports et la construction ont connu une baisse plus importante de la valeur ajoutée et de l'emploi par rapport aux secteurs plus productifs, tels que l'intermédiation financière, les services d'information et les services immobiliers. La reprise des secteurs les moins productifs en 2021, annulant en partie ce changement de la composition sectorielle, a donc logiquement contribué à une baisse de la productivité en 2021.

**En passant à l'analyse au niveau trimestriel, on voit qu'au T4 2021 la productivité par heure effective était même à un niveau inférieur de -1,4% par rapport à l'avant-pandémie.** Sur la même période de comparaison, la productivité par travailleur a été légèrement supérieure (+0,1%).

**Avec la poursuite de la reprise des segments moins productifs du secteur des services et l'augmentation de l'informalité de la main-d'œuvre, cette tendance de pourrait se confirmer en 2022.** Les économistes de la FGV pronostiquent

ainsi pour cette année un retour au faible niveau constaté pré-pandémie. Entre 2014 et 2019, l'indicateur a connu une baisse annuelle de -0,3%.

Les chiffres de la productivité globale des facteurs (PGF), qui mesure **l'efficacité avec laquelle le travail et le capital sont combinés pour se transformer en production, témoignent de la même tendance de forte baisse en 2021 (-7,1%)**, après une hausse significative en 2020 (+6,1%). Au T4 2021, l'indicateur de la PGF par heure effective se situait à un niveau inférieur de -4,3% au niveau pré-pandémie.

**Au-delà de ces causes conjoncturelles, les problèmes structurels du Brésil empêchent la productivité de repartir à la hausse.** En effet, les défaillances du système éducatif, la complexité bureaucratique ainsi que la faiblesse de l'investissement sont des obstacles conséquents aux gains de productivité. A cause d'un sous-investissement, l'industrie de transformation a par exemple souffert d'une nette perte de productivité ces dernières années.

**La production industrielle, qui progresse de +0,7% m.m. en février, reste en forte chute sur un an.**

**Selon l'IBGE, la production industrielle a enregistré une hausse mensuelle corrigée des variations saisonnières (m.m. cvs) de +0,7% en février**, compensant seulement en partie la baisse de -2,2% m.m. en janvier. **Par rapport à février 2021, l'indice a reculé de -4,3% en glissement annuel (g.a.)**. Le niveau de février reste aussi en-dessous de

celui de l'avant-pandémie, avec un recul de -2,6% par rapport à février 2020.

**Après la forte chute du mois précédent toutes les grandes catégories de biens ont progressé**, notamment les biens d'équipement (+1,9% m.m. cvs), les biens intermédiaires (+1,6% m.m. cvs) et les biens non durables (+1,3% m.m. cvs). Sous l'effet de la normalisation des pluies au Minas Gerais qui avaient fortement affecté la production de l'industrie extractive en janvier (-5,1% m.m. cvs), le secteur extractif a fortement progressé (+5,3% m.m. cvs) en février. L'industrie automobile a légèrement rebondi en février (+3,2% m.m. cvs) après sa forte baisse de janvier (-14,9% m.m. cvs).

**Toutefois, les indices de février 2022 sont tous en net recul par rapport à février 2021.** Les plus fortes chutes sont celles des biens durables (-17,6% g.a.) et des biens de consommation (-7,7% g.a.), alors que la plus faible est celle des biens intermédiaires (-2,6% g.a.).

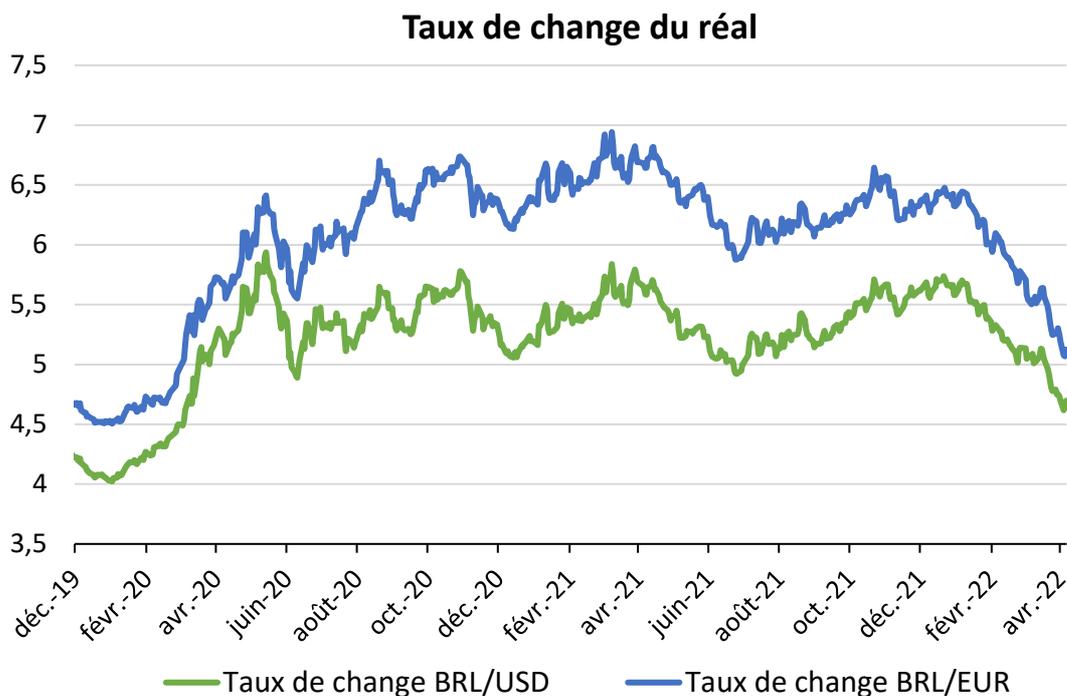
**Cette récupération partielle sur le mois devrait seulement être temporaire car les indicateurs avancés pour mars révèlent une tendance d'évolution nulle voire négative de l'industrie.** Le T1 2022 pourrait ainsi être le 5<sup>ème</sup> trimestre consécutif de baisse. En effet, le secteur est handicapé par la persistance de la pénurie d'intrants, qui touche de nombreux secteurs, et par l'augmentation des coûts. Une récupération partielle de l'offre d'intrants pourrait avoir lieu au cours du second semestre, même si la résurgence de la pandémie en Chine risque de freiner cette normalisation. Les effets contractionnistes du resserrement de la politique monétaire sont aussi susceptibles de ralentir la récupération du secteur.

Evolution des marchés du 1<sup>er</sup> au 7 avril 2022.

Indicateurs*	Variation sur deux semaines	Variation cumulée sur l'année	Niveau
Bourse (Ibovespa)	-1,9%	+12,5%	117 990
Risque-pays (EMBI+ Br)	-17pt	-43pt	283
Taux de change R\$/USD	+0,4%	-16,2%	4,76
Taux de change R\$/€	-1,0%	-18,9%	5,20

\* Données du jeudi à 12h localement. Sources : Ipeadata, Investing, Valor.

Graphique de la semaine : l'appréciation du réal brésilien depuis le début d'année lui permet de retrouver ses niveaux d'avril 2020.



Sources : BCB, SER Brasilia

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  
Rédacteurs : Vincent Le Régent, Julio Ramos-Tallada  
Pour s'abonner : [vincent.leregent@dgtrésor.gouv.fr](mailto:vincent.leregent@dgtrésor.gouv.fr)  
Crédit photo : ©marchello74