



# BRÈVES ÉCONOMIQUES DU BRÉSIL

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE REGIONAL

DE BRASILIA

Semaines du 3 au 9 juin 2022

## Résumé :

- Situation sanitaire : évolution des cas et des décès.
- Bien que la croissance des prix reste forte (11,73% sur 12 mois), le rythme de l'inflation commence à ralentir en mai.
- Les pressions sur l'inflation de la dynamique d'amélioration du marché du travail sont pour l'instant limitées.
- L'évolution des réserves de change en 2021 est marquée par la progression de la part du Yuan.
- Evolution des marchés du 3 au 9 juin 2022.
- Graphique de la semaine : évolution sur 10 ans de la composition par devise des réserves de change de la BCB.

## LE CHIFFRE À RETENIR

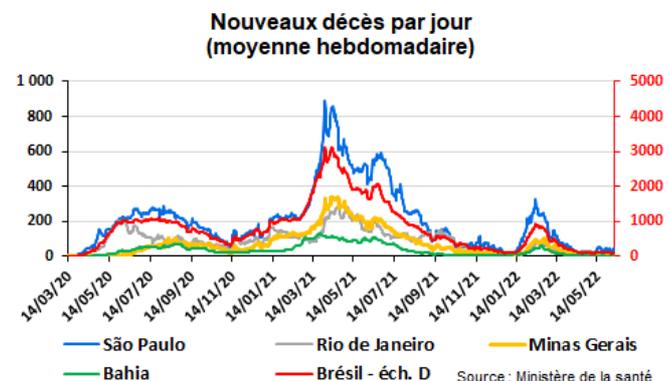
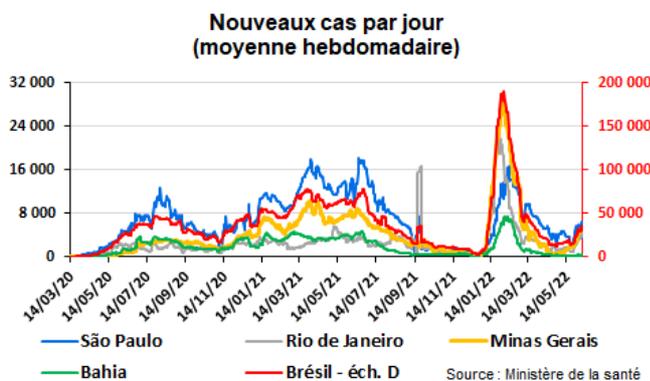
0%

C'est le taux de l'impôt indirect ICMS qui pourrait être appliqué jusqu'à la fin de l'année sur les carburants et le gaz de cuisine.

Le coût est estimé à 37 Mds BRL pour le budget de l'Union (en manque à gagner pour les recettes fiscales fédérales et en compensations des pertes des Etats)

Cette nouvelle mesure, qui renforcerait la réduction de l'ICMS actuellement débattue au Sénat, pourrait à elle seule réduire l'inflation de près de 0,9 p.p.

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



Selon les données du ministère de la Santé, en moyenne sur la dernière semaine ont été enregistrés 29 934 nouveaux cas de Covid-19 et 79 décès par jour (contre 23 194 et 118 la semaine précédente). Au 8 juin, le Brésil compte au total 31,3 M cas de contaminations et 667 701 décès depuis le début de la pandémie.

**Bien que la croissance des prix reste forte (11,73% sur 12 mois), le rythme de l'inflation commence à ralentir en mai.**

D'après les statistiques de l'IBGE, **la croissance mensuelle (non corrigée des variations saisonnières, ncvs) de l'indice large des prix à la consommation (IPCA, principal indice de référence de l'inflation « apparente » au Brésil), a été de +0,47% m.m. en mai 2022.** Cette variation, qui est de 0,59 p.p. inférieure à la hausse d'avril (+1,06% m.m.), est en-dessous des anticipations du marché (qui tablait sur +0,60% m.m.).

**La hausse des prix est généralisée.** A l'exception du segment lié à l'habitation (-1,70% m.m) qui est en recul grâce à la **baisse du tarif réglementé de l'électricité** (-7,95% m.m.), tous les groupes ont affiché une hausse en mai.

En variation sur le mois, **le segment des transports est celui qui contribue le plus** à la hausse de l'IPCA (+1,34% m.m, responsable de +0,30 p.p. sur le mois). **Cette variation est imputable notamment** à la hausse du prix des carburants (+1,00% m.m.) et à **l'importante progression de +18,33% m.m du prix des billets d'avion** (après +9,48% m.m. en avril) liée à la hausse du prix du kérosène.

**La croissance des prix du groupe des aliments et boissons est de +0,48%, en décélération** après les hausses de +3,02 m.m. en mars et +1,91% m.m. en avril, et pèse pour +0,10 p.p. dans la hausse de l'indice sur le mois. L'alimentation à domicile (+0,43% m.m après +2,59% m.m en avril), qui a un poids important dans le panier des ménages modestes, a été le principal déterminant de ce ralentissement.

Le segment de l'habillement, en hausse de +2,11% m.m, est celui qui croît le plus sur le mois. Il contribue pour +0,09 p.p à l'inflation mensuelle.

**Les prix des biens industriels ont augmenté de +1,0% en avril. C'est le 10<sup>ème</sup> mois consécutif où cette hausse est au moins égale à +1%.**

**L'IPCA général progresse et atteint +11,73% en mai 2022** en glissement annuel (g.a), contre +12,13% g.a en avril 2022, qui était l'inflation sur douze mois la plus élevée depuis octobre 2003.

**La progression de l'INPC<sup>1</sup> en mai 2022 est comparable à celle de l'IPCA :** elle atteint +0,45 % m.m. et +11,90% sur les douze derniers mois.

La hausse de l'IPCA réalisé sur 12 mois se situe très au-dessus de la fourchette supérieure de la cible de la politique monétaire pour 2022 (3,5%, avec une tolérance de +/- 1,5 p.p). **L'inflation en termes annuelles semble cependant avoir passé son pic en avril et devrait continuer à progressivement ralentir.** La croissance des prix de juin pourrait tourner autour de +0,7% m.m selon les analystes de marché. En juillet, l'éventuelle réduction du niveau de taxation de l'impôt indirect ICMS pourrait faire pression à la baisse, mais elle est encore incertaine car elle dépend de l'issue du projet de loi complémentaire PLP 18 actuellement en discussion au Sénat. L'autre facteur expliquant ce début de baisse de l'inflation est la politique de resserrement monétaire très ferme de la Banque Centrale du Brésil (BCB), engagée depuis le S2 2021

Pour tenter de **modérer la croissance des prix, les autorités monétaires ont relevé début mai le taux directeur de 100 pdb pour atteindre 12,75%<sup>2</sup>.** Elles ont signalé dans leur communication une **probable augmentation de 50 pdb mi-juin**, avant un arrêt du cycle de resserrement et une période de stabilisation jusqu'en 2023. Cependant, le niveau toujours fort de la croissance des prix pourrait **remettre en cause la clôture du cycle de resserrement monétaire en juin.** **Les marchés pensent ainsi probable un nouveau relèvement du taux directeur en août de 50 pdb**, pour atteindre un taux de 13,75%.

<sup>1</sup> **L'Indice National des Prix à la Consommation (INPC)** est un indice de prix des consommateurs « modestes » : il mesure l'évolution de la moyenne des prix du panier de bien représentatif

des ménages avec un salaire compris entre 1 et 5 salaire minimum, qui constituent 50% des ménages urbains au Brésil.

<sup>2</sup> Cf. [Brèves du 29 avril au 5 mai 2022](#).

## Les pressions sur l'inflation de la dynamique d'amélioration du marché du travail sont pour l'instant limitées.

Dans ce contexte de forte inflation, **la nette amélioration de l'emploi peut susciter des interrogations sur les éventuelles pressions à la hausse provoquées par la réduction du chômage sur les salaires, et donc in fine sur les prix.**

Pour rappel, l'inflation n'a pas été **déclenchée par cet effet, mais bien par d'autres mécanismes, combinant des facteurs de demande et d'offre.**

**Côté demande**, à l'image de ce qu'il s'est passé dans de nombreux pays suite à la crise économique provoqué par la pandémie, les politiques monétaire et budgétaire très expansionnistes en 2020 ont alimenté la demande domestique. En 2021 et 2022, en phase avec la réouverture du secteur services et la reprise du marché du travail, un boom de la consommation a été observé, qui s'explique aussi par une propension marginale à consommer plus forte en sortie de pandémie, notamment des biens de consommation durables.

**Côté offre**, ce sont des facteurs globaux qui ont joué : des perturbations fortes dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, dans une large mesure encore présentes plus de deux ans après le début de la pandémie (qui ont par exemple renchéri le coût des semi-conducteurs électroniques et donc des biens durables) puis la guerre en Ukraine (qui a renchéri à l'échelle mondiale les prix de l'énergie et des aliments). Au Brésil, se sont ajoutées en 2021 des conditions climatiques adverses réduisant les récoltes, provoquant une pénurie hydrique et jouant à la hausse sur le prix de l'électricité.

**Si l'inflation n'a pas été déclenchée par les pressions salariales**, on peut se demander si celles-ci ne contribueront pas à alimenter la dynamique (ou « l'inertie ») actuelle. Une fois l'accélération de la croissance des prix déclenchée, des facteurs microéconomiques et institutionnels jouent en effet

sur l'évolution de l'inflation, notamment en lien avec les rapports de force sur le marché du travail.

**Concernant le système du marché du travail**, celui-ci joue un rôle relativement important au Brésil, car certains contrats (smic) ou secteurs (fonction publique) bénéficient d'un **mécanisme d'indexation** à l'INPC. On peut supposer que ce mécanisme participe à augmenter les revendications salariales dans d'autres secteurs.

**Concernant la structure du marché**, au Brésil elle est relativement peu concurrentielle : il s'agit d'une économie assez fermée et réglementée, caractérisée par des coûts d'entrée élevés. Ces caractéristiques sont susceptibles d'engendrer un pouvoir de marché fort pour les entreprises dans certains secteurs, c'est-à-dire que du fait d'une faible concurrence elles bénéficient de grandes marges de manœuvre dans la fixation des prix et peuvent donc plus facilement ajuster à la hausse leurs prix et leurs marges. La dynamique observée suggère **que les entreprises sont donc en train d'accepter des ajustements élevés sur les salaires nominaux car elles répercutent parallèlement la hausse de leurs coûts sur les prix aux clients. L'effet de cette boucle prix-salaires est cependant à relativiser car les revalorisations sont généralement inférieures à l'inflation** (hausse des salaires de l'ordre de 90% de la hausse des prix en moyenne). Les salariés seraient donc perdants car ils voient baisser leurs salaires réels.

**En contrepartie, la dynamique de création d'emploi observée pourrait accroître le pouvoir de négociation des actifs.** Avec un taux de chômage trimestriel tombé à 10,5% en avril 2022, **les chiffres du marché de travail sont en effet à leur meilleur niveau depuis des années**<sup>3</sup>. Cette reprise pourrait favoriser l'inflation dans la mesure où, en-dessous d'un certain niveau, un taux de chômage faible commence à exercer une pression à la hausse sur les salaires puis sur les prix, car les actifs ont un pouvoir de négociation supérieur. Or, pour le Brésil, **ce niveau du taux de chômage qui n'accélère pas**

<sup>3</sup> Dans une approche mensualisée, le taux de chômage peut être estimé à 9,4% en avril, au plus bas depuis décembre 2015. Pour plus d'infos, cf. [Brèves du 27 mai au 2 juin 2022](#).

**l'inflation (dénommé NAIRU) est estimé par les économistes autour de 10%.** Cependant, la fourchette d'estimation reste large : entre 8% et 12%.

Même si le taux de chômage actuel pourrait être proche, voire légèrement en-dessous, du niveau NAIRU, **il semble peu probable qu'il ait un impact significatif sur l'inflation dans les prochains mois.**

**D'une part, il est attendu un ralentissement de la dynamique d'amélioration du marché du travail,** notamment sous l'effet du durcissement de la politique monétaire. Or la situation d'un taux de chômage en-dessous du NAIRU doit perdurer un certain temps pour que les travailleurs soient en mesure de demander des salaires plus élevés. **D'autre part, sous l'effet de la reprise et de la réorganisation du marché du travail dans la période post-pandémique, le niveau structurel du taux de chômage NAIRU (en dessous duquel les pressions inflationnistes s'amorcent) pourrait se réduire,** notamment car des actifs aujourd'hui démotivés pourraient revenir sur le marché de l'emploi, réduisant la pression à la hausse sur les salaires.

**Le bas niveau des salaires réels semble confirmer cet impact limité.** En avril, le revenu moyen était de 2569 BRL (soit 495 EUR), en diminution de -7,9% par rapport au même mois de l'an passé. Au niveau agrégé, **la masse salariale est encore 4% inférieure à celle enregistrée fin 2019** alors même que la population occupée (97 M) a progressé de +2,6% par rapport à la même période, et que l'effet de composition n'explique pas ce mouvement<sup>4</sup>. C'est bien la **réduction des salaires réels**, notamment ceux des fonctionnaires et des travailleurs formels du secteur privé, qui explique cette diminution de la masse salariale. L'inflation est d'ailleurs moins forte sur le segment des services, dont la part des salaires dans le coût de production est pourtant plus forte.

**Les pressions à la hausse sur les salaires et donc sur les prix provoqués par l'amélioration du**

**marché du travail semblent donc limités, du moins à ce stade.**

**L'évolution des réserves de change en 2021 est marquée par la progression de la part du Yuan.**

**La Banque centrale (BCB) a publié un état des lieux à fin 2021 de ses réserves internationales (RI).**

**Au 31 décembre 2021, l'encours des RI de la BCB a atteint 362,2 Mds USD, en progression de presque 7 Mds USD (+1,9%) par rapport à la même date de 2020.** Cette évolution positive a été obtenue grâce notamment à l'acquisition de nouveaux droits de tirage spéciaux (DTS) auprès du FMI (+15 Mds USD). **Il s'agit d'un niveau très confortable : ces réserves représentent 22,6% du PIB et couvrent 54% de la dette externe brute du Brésil<sup>5</sup>.**

**L'encours des RI du Brésil était jusqu'en 2006 bien plus faible (moins de 60 Mds USD). Il a connu une progression très forte les années suivantes, pour se situer aux alentours de 360 Mds USD à partir de 2011.** Sous la présidence d'Henrique Meirelles, la BCB a profité d'une période de boom des prix des matières premières et de fortes entrées de capitaux au Brésil suite à la crise financière globale pour accumuler des actifs en devises et réduire le risque de crises de change en cas de détérioration de la balance des paiements par la suite.

**L'encours des RI s'est maintenu stable jusqu'à nos jours, grâce entre autres au cadre opérationnel de la BCB. Depuis 2012, pour gérer les périodes de pression à la baisse du real, plutôt que d'effectuer des ventes de réserves/achats de réaux (BRL) sur le marché au comptant, la BCB a généralement pris des positions à terme longues en BRL et courtes en USD sur le marché de swap de devises** pour signaler aux participants son pari sur l'appréciation du real et soutenir le cours de la devise locale. Dans les années récentes, la forte dépréciation du real a contraint la BCB à recourir de

<sup>4</sup> Cette évolution pourrait s'expliquer par une augmentation des professions moins rémunératrices. Or on constate une nette reprise de récupération du secteur formel. Les calculs estimant cet effet de composition montrent qu'il est presque nul.

<sup>5</sup> La dette externe brute du Brésil, tous secteurs confondus (secteur public, secteur privé financier et non financier) s'élevait au T4 2021 à 670 Mds USD (41,7% du PIB). La partie pouvant être considérée « souveraine » (Gouvernement et Banque centrale) représente 14,7% du PIB.

nouveau à la vente d'une partie de ses RI à partir du T3 2019 (les dernières ventes sur le marché spot dataient de 2009).

**Le rapport de la BCB détaille également la composition des réserves internationales par type d'instrument et devise.** La gestion des RI de la BCB vise, dans une logique de long terme, à i) maintenir la capacité du pays à honorer sa dette externe, dont la dette souveraine et ii) fournir un instrument contra-cyclique à même de réduire l'exposition de l'économie brésilienne aux chocs externes et à la volatilité du taux de change.

A part la position de réserve et les droits de tirage Spéciaux (DTS) auprès du FMI (23,8 Mds USD fin 2021), **l'essentiel des avoirs de réserve convertibles composant les RI du Brésil (338 Mds USD) sont des instruments de dette (titres obligataires et dépôts bancaires).** Les titres souverains représentent de loin le gros de ces avoirs. **Ces réserves sont donc placées à 89,3% dans des titres émis par les gouvernements** ; 3,6% dans des dépôts auprès d'autres Banques centrales, du FMI et de la BRI ; 1,6% dans des titres émis par des agences gouvernementales (développement, etc.) ; 1,1% dans des fonds d'investissement (*exchange-traded funds* - ETF) sur des indices d'actions ; 0,6% dans des titres émis par des organismes multilatéraux (BRI, FMI, BM, BID) ; 0,5% dans des dépôts de banques commerciales ; 0,4% dans des fonds ETF sur des titres hypothécaires aux EUA (Mortgage Based Securities –MBS) ; et enfin, 0,6% dans d'autres catégories d'actifs. Les actifs de la BCB, qui ont une maturité moyenne de 2,7 ans, jouissent d'un **risque de crédit très faible**. Leur notation est majoritairement Aaa (87%), puis Aa (9%). Seuls 0,1% des actifs ont une notation inférieure à A.

**Géographiquement**, le gros des titres souverains étant émis par le Trésor des EUA, **la plupart des émetteurs (titres) et des contreparties (dépôts) des actifs de réserve de la BCB se trouve en Amérique du Nord (81,6%)**, suivi par l'Europe (12,2%), l'Asie (3,5%) et les entités supranationales (2,1%).

La composition des avoirs de réserve convertibles **par type de devise** (cf. graphique de la semaine) reflète la répartition géographique des émetteurs et est liée aux monnaies dans lesquelles la dette externe brute brésilienne est libellée : **80,3% sont des avoirs en US dollars, 5% en Euros, 5% en Yuan, 3,5% en Livre sterling, 1,9% en Yens, 1% en dollars canadiens et 1% en dollars australiens.** 2,2% de ces réserves sont en or.

La diversification du panier de monnaies, visant à répliquer dans une certaine mesure le panier des DTS du FMI, s'est développée à partir de 2009. Cette stratégie s'est traduite en 2021 par **un renforcement du poids de la monnaie chinoise dans les RI : celle-ci est passée de 1,2% en 2020 à presque 5% en 2021. Le Yuan, introduit seulement dans le panier en 2019, a désormais la même part dans les RI du Brésil que l'Euro**, qui avait frôlé les 8% en 2020 mais qui est retombé de presque 3 p.p en 2021. Cette évolution accompagne la **croissance du poids de la Chine dans le commerce international et dans le commerce extérieur brésilien**. La Chine, dont la pondération de sa monnaie atteindra en août 12,3% (contre 10,9% actuellement) du panier DTS du FMI, est à la fois le principal client et le principal fournisseur du Brésil.

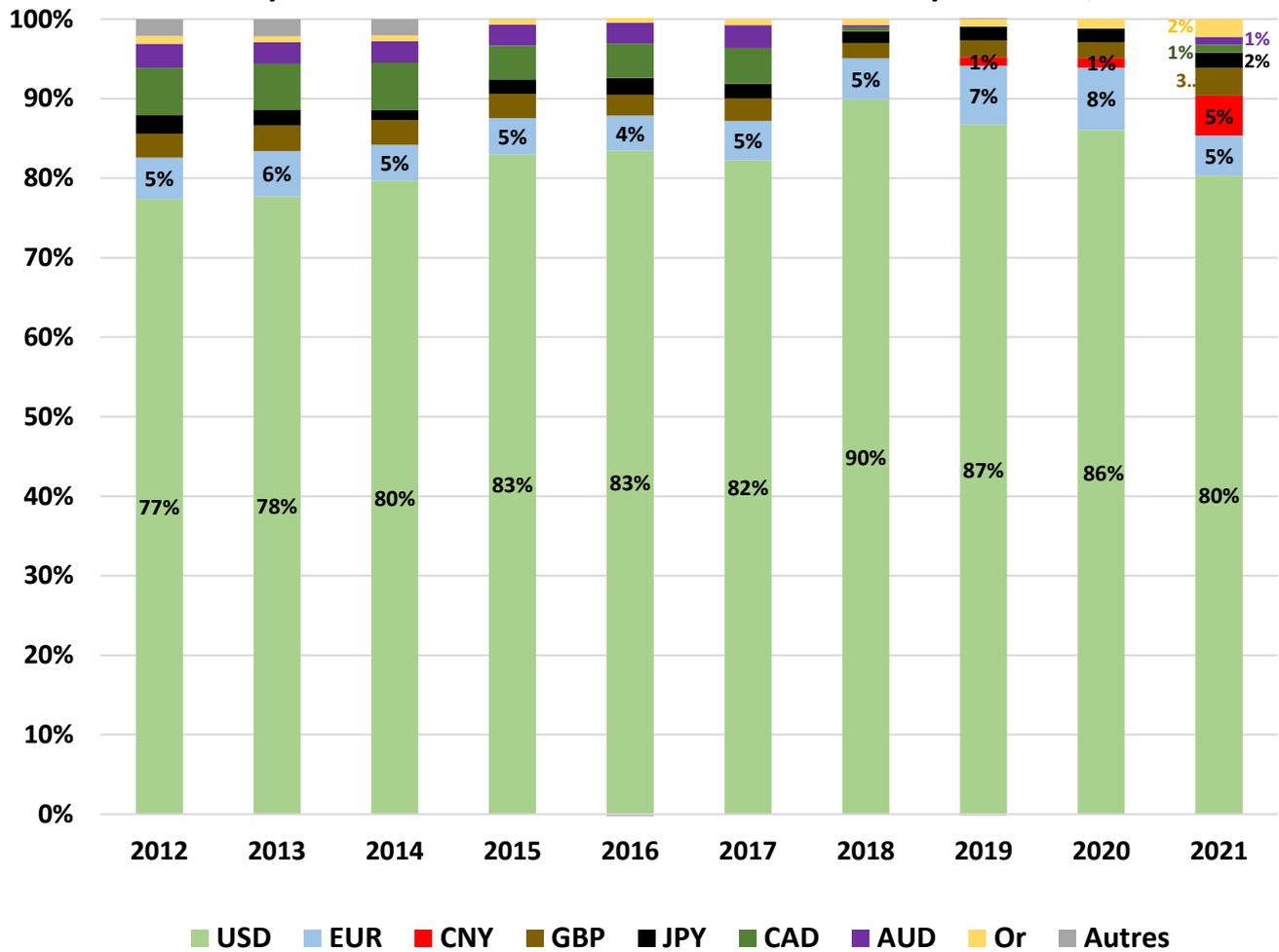
### Evolution des marchés du 3 au 9 juin 2022.

Indicateurs*	Variation sur la semaine	Variation cumulée sur l'année	Niveau
Bourse (Ibovespa)	-3,3%	+2,7%	107 790
Risque-pays (EMBI+ Br)	+10pt	-14pt	312
Taux de change R\$/USD	+1,9%	-13,9%	4,89
Taux de change R\$/€	+1,4%	-18,9%	5,20

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

Graphique de la semaine : évolution sur 10 ans de la composition par devise des réserves de change de la BCB.

### Répartition des avoirs de réserve convertibles par devise/or



Source : BCB, SER Brasilia \*La répartition n'inclut pas la position de réserve et les DTS auprès du FMI.

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