



BRÈVES ÉCONOMIQUES DU BRÉSIL

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE REGIONAL
DE BRASILIA

Semaines du 17 au 23 septembre 2021

Résumé :

- Situation sanitaire : évolution des cas et des décès.
- La BCB augmente son taux d'intérêt directeur à +6,5%.
- Le gouvernement augmente la taxe sur les transactions financières dans l'optique de financer d'autres programmes dont l'*Auxílio Brasil*.
- Focus : le ministère de l'Économie brésilien impute la reprise de l'économie et de l'investissement aux réformes « pro-marché » du gouvernement.
- Evolution des marchés du 17 au 23 septembre 2021.
- Tableaux de la semaine : le Brésil gagne 5 places dans le classement mondial à l'innovation et se hisse au 57ème rang sur 132 pays en 2021.

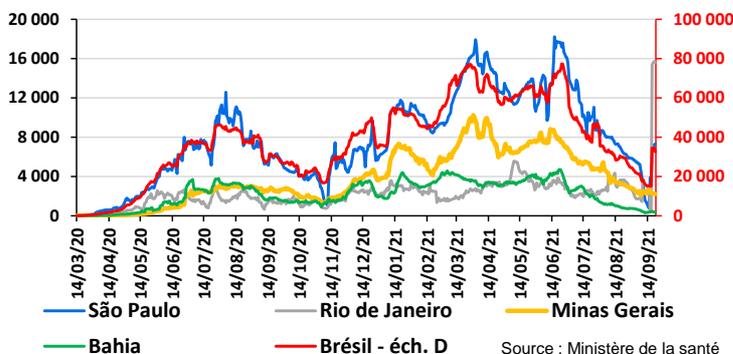
LE CHIFFRE À RETENIR

+5,2%

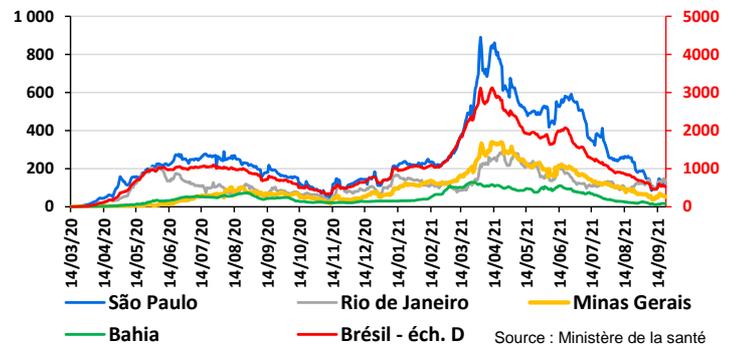
Perspective de croissance du PIB du
Brésil en 2021 par l'OCDE.

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 34 286 nouveaux cas de Covid-19 et 557 décès par jour (contre 15 571 et 460 la semaine précédente). Le rebond des infections est ponctuel et lié à la comptabilisation différée par certains états du nombre de cas, suite à un ajustement de la méthodologie (E-SUS). Au 22 septembre, le Brésil compte au total 21,2 M cas de contaminations et 590 955 décès depuis le début de la pandémie.

La BCB augmente son taux d'intérêt directeur à 6,25%.

Le Comité de Politique monétaire (Copom) de la Banque Centrale du Brésil (BCB) a décidé à l'unanimité d'augmenter de 5,25% à 6,25% le taux directeur, qui cible le taux d'intérêt monétaire Selic. Cette hausse de 100 pnb avait été anticipée par le marché et ne constitue pas une surprise. Selon le Copom, l'augmentation du taux directeur vers un niveau supérieur à celui considéré comme « neutre¹ » est compatible avec l'objectif d'inflation à 2022. Sans porter préjudice à cet objectif fondamental, cette décision implique également le lissage des fluctuations de l'activité et la promotion du plein-emploi - deux objectifs secondaires introduits à la suite de l'extension du mandat de la BCB en février 2021.

Le Copom fonde cette décision sur son scénario central² (ie. le plus probable) et sa perception de la balance des risques (ie. l'incertitude sur l'évolution future de certaines variables, à la hausse ou à la baisse, découlant de ce scénario).

Les membres du Copom considèrent que le scénario central exige une poursuite du resserrement monétaire. Dans le contexte actuel, les indicateurs avancés d'activité économique suggèrent une poursuite robuste de la reprise économique durant la seconde moitié de l'année. L'inflation reste sous pression en raison de plusieurs facteurs : 1/ les prix des produits industriels continuent d'être tirés à la hausse par les restrictions de l'offre et la réorientation de la demande vers les biens (au détriment des services), 2/ la hausse des prix des services accélère sous la normalisation progressive de l'activité et 3/ les pressions persistent sur les biens volatiles, tels que la nourriture, les carburants et l'électricité. La projection d'inflation de la BCB a été révisée de 6,5% à 8,5% en 2021 (3,7% en 2022) et s'éloigne

d'avantage de la limite haute de sa cible monétaire (3,75% +/- 1,5 p.p). Le marché anticipe quant à lui une inflation à 8,3% en 2021 (+4,1% en 2022).

Par ailleurs, la balance des risques futurs sur l'inflation reste équilibrée et inchangée par rapport à la dernière réunion de politique monétaire. Du côté des risques baissiers, un éventuel retournement des prix des matières premières en monnaie locale pourrait réduire les pressions inflationnistes. Du côté des risques haussiers, le renouvellement de politiques de soutien alimenterait la demande et détériorerait davantage la trajectoire budgétaire du pays. *In fine*, cela aurait pour conséquence d'augmenter les primes de risque du Brésil et de provoquer une dépréciation du real (et donc d'accroître l'inflation importée).

Pour sa prochaine réunion (26-27 octobre), le Copom prévoit une poursuite de sa normalisation monétaire de même ampleur que pendant cette réunion (hausse du taux d'intérêt directeur de 100 pnb). Cette décision continuera de dépendre de l'évolution de l'activité économique, de la balance des risques et des projections en matière d'inflation.

Le gouvernement augmente la taxe sur les transactions financières dans l'optique de financer d'autres programmes dont l'Auxílio Brasil.

Le Président Jair Bolsonaro a publié un décret augmentant temporairement la taxe sur les transactions financières (IOF), prélevée sur les opérations de crédit aux particuliers et aux entreprises. La taxe est prélevée à la source et les banques répercutent ensuite le coût sur leurs clients via les taux d'intérêt de prêt qu'elles chargent.

L'augmentation de la taxe sera valable du 20 septembre au 31 décembre 2021. Au cours de cette période, le taux annualisé de l'IOF passera de 1,50%

¹ Le taux d'intérêt « neutre » ou « naturel » est celui qui, d'après l'estimation des autorités monétaires, conduit l'économie au plein emploi de ses capacités (ie. réduisant le chômage au niveau structurel incompressible) sans accélérer l'inflation.

² Dans son scénario central, la BCB anticipe un taux de change évoluant à partir de 5,25 BRL/USD en suivant la parité de pouvoir

d'achat et un taux directeur augmentant de 8,25% fin 2021 à 8,50% fin 2022. Les perspectives d'inflation des prix administrés, sur lesquels la politique monétaire n'a qu'un effet limité, s'élèvent à 13,7% en 2021 et 4,2% en 2022. Concernant l'électricité, la BCB suppose que le drapeau tarifaire sera au « niveau rouge 2 » début décembre.

à 2,04% pour les prêts aux sociétés et de 3,0% à 4,08% pour ceux aux particuliers.

Selon le communiqué du gouvernement, les gains de revenus de cette mesure pourraient atteindre 2,14 Mds BRL et permettront de couvrir les besoins de trois programmes du gouvernement. D'une part, ces ressources ouvrent la voie à l'élargissement du programme *Bolsa Família* (à ce stade renommé *Auxílio Brasil*). Jusqu'à présent, celui-ci était rendu impossible tant que les autorités n'indiquaient pas clairement les sources de son financement³. Si les discussions continuent au sujet des modalités de l'*Auxílio Brasil*, le gouvernement estime son coût supplémentaire à 1,62 Md BRL pour l'année 2021 (0,02% du PIB)⁴. En 2022, alors que la hausse de l'IOF prendra fin, le programme sera financé par la création d'un impôt sur les bénéfices et les dividendes, en cours de discussion au Sénat. D'autre part, la collecte de l'IOF permettrait de financer les propositions de suppression du PIS/Cofins prélevé sur les importations de maïs (0,07 Md BR) et de compenser la hausse des exemptions d'impôts sur les importations de produits liés à la recherche⁵ (0,24 Md BRL).

Le secteur financier a mal accueilli cette décision gouvernementale. La Febraban, fédération des banques brésiliennes, craint que la hausse de l'IOF n'augmente le coût pour les emprunteurs⁶ et rebute l'investissement au Brésil, alors même que la Banque Centrale du Brésil (BCB) est déjà engagée dans un cycle de resserrement monétaire. De plus, des observateurs redoutent que la hausse de l'IOF ne devienne permanente si le projet d'imposition des

bénéfices et des dividendes n'est pas approuvé par le Sénat d'ici 2022.

Focus : le ministère de l'Economie brésilien impute la reprise de l'économie et de l'investissement aux réformes « pro-marché » du gouvernement.

Le Secrétariat à la Politique Economique (SPE) du ministère de l'Economie a publié une [note](#) en juillet au sujet de la reprise économique post-Covid du Brésil et de l'investissement. Dans cette analyse, le SPE remarque la vigueur de la reprise du PIB à l'issue de la crise liée à la Covid-19 par rapport aux derniers épisodes de crise⁷. Le SPE explique cela par le dynamisme de l'investissement du secteur privé qui, à son tour, serait la conséquence des politiques de l'offre mises en œuvre par le gouvernement de Jair Bolsonaro.

Le SPE fait d'abord remarquer que le « succès » de la reprise économique en 2021 n'est pas lié aux politiques contracycliques menées pendant la crise. La conclusion de cette analyse contraste avec l'ampleur sans précédent des mesures de soutien mises en place par les autorités brésiliennes en 2020, qui ont été saluées par les observateurs internationaux. Les mesures d'urgence budgétaires ont soutenu les ménages, les entreprises et les collectivités locales à hauteur de 12% du PIB. On peut y ajouter la mise en place de lignes de crédits et de garanties pour les entreprises, pour 4,5% du PIB. La Banque Centrale est allée dans le même sens en

³ Dans le cas où une mesure des autorités nécessite une augmentation des dépenses obligatoires, la Loi sur la Responsabilité Financière (LRF) impose d'indiquer la source de l'augmentation des dépenses obligatoires qui permettront son financement.

⁴ En réalité, le programme *Auxílio Brasil* devrait coûter 9,4 Mds BRL. Sur ce montant total, 7,7 Mds BRL proviendront des actuellement alloués à la *Bolsa Família*.

⁵ Les produits importés concernés sont ceux destinés à la recherche scientifique et technologique, par exemple des intrants pour la recherche sur les vaccins. Les importations de ces produits bénéficient d'un quota en-dessous duquel ils sont exemptés de taxes à l'importation.

⁶ Les *spreads* bancaires représentent la différence entre les taux appliqués sur les crédits et ceux sur les dépôts par les banques. Au

Brésil, ils s'élèvent à 11,83 p.p. en moyenne en 2020, au sein desquels l'IOF pèse 0,23 p.p. (soit 1,9% du total). L'augmentation de l'IOF sur le coût du crédit devrait donc être limitée.

⁷ Voir les [Brèves économiques et financières du 23 juillet au 5 août 2021](#). Au T1 2021, le PIB brésilien se situait 2,3% en-dessous de sa tendance de croissance pré-crise. En moyenne durant les crises précédentes allant jusqu'à 1980, le PIB brésilien se situait environ 8% sous sa tendance de croissance pré-crise - et jusqu'à 19% après la crise de 2014-2016. Il convient néanmoins de souligner que la tendance de croissance du PIB avant la crise liée à la Covid-19 était de seulement 1,8%. Ce chiffre est bien plus faible que les rythmes de croissance enregistrés avant la crise de 2008-2009 (5,8%) et de 2014-2016 (3,1%).

portant le Selic à un minimum historique : 2% fin 2020.

A l'inverse, le SPE attribue la reprise économique à la vigueur encore plus forte de l'investissement.

Il est vrai qu'après un intense recul au T2 2020, le rebond de l'investissement a été particulièrement fort : au T1 2021, il était 19,2% supérieur à son niveau pré-crise⁸ alors que le PIB était quant à lui -0,1% inférieur. **En particulier, c'est l'investissement privé qui aurait conduit à cette dynamique**, étant donné la forte inertie et la faiblesse de l'investissement public durant la crise⁹.

Enfin, la thèse du SPE est que le succès de la reprise économique et de l'investissement en 2021 est imputable à trois types de politiques qui ont favorisé l'investissement privé.

1/ A partir de 2017, les autorités ont été amenées à assainir leur gestion des finances publiques en adoptant de nouvelles règles budgétaires constitutionnelles, au premier rang desquelles celle du plafond des dépenses¹⁰. Ces règles ont permis d'améliorer structurellement le déficit public et de contenir la progression de l'endettement tout en rétablissant la confiance du marché. *In fine*, cette consolidation budgétaire a permis d'abaisser les taux d'intérêt et l'inflation au Brésil, réduisant ainsi les coûts de financement des investissements pour l'ensemble des acteurs économiques (cf. graphique 1).

2/ Dans le même temps, la baisse du déficit public brésilien s'est traduite par un désengagement de l'Etat sur le marché du crédit (baisse du crédit dirigé, recul du poids des banques publiques et

notamment de la BNDES). Ce retrait a ainsi permis au secteur bancaire privé de prendre une importance croissante dans le financement de l'économie (cf. graphique 2).

3/ Depuis 2017, on assiste à un boom des marchés de capitaux (actions, obligations, etc.), qui constitue une source de financements privés et à long terme, alors que l'offre de crédit au Brésil est plutôt à court terme (cf. graphiques 3 et 4).

En effet malgré la crise liée à la Covid-19, l'année 2020 a été marquée par un record historique en termes d'émission d'actions au Brésil (120 Mds BRL), et les émissions obligataires se sont maintenues à un niveau élevé (environ 300 Mds BRL) malgré un certain recul. Les résultats concernant le premier semestre 2021 suggèrent même que l'on pourrait atteindre de nouveaux records cette année. D'après le SPE, cette progression des marchés de capitaux au Brésil peut être mise à l'actif des politiques de consolidation budgétaire, qui ont permis une baisse des taux d'intérêt de l'économie, ainsi qu'au retrait du secteur public dans le financement dans l'économie.

En revanche, il semble encore prématuré de les imputer aux réformes microéconomiques « pro-marché » adoptées sous le gouvernement de Jair Bolsonaro. Alors que la dynamique des marchés de capitaux s'est enclenchée en 2019, ces mesures, adoptées pour la plupart en 2020 et 2021, sont encore trop récentes pour que l'on puisse en voir clairement l'effet sur l'économie¹¹. De la même manière, les mesures macro-prudentielles votées l'année dernière avaient avant tout pour objectif d'éviter un *credit crunch* plutôt qu'à stimuler l'investissement.

⁸ Ce chiffre est susceptible d'être fortement biaisé en raison de la fin du régime fiscal et douanier *Repetro*. Celle-ci a provoqué une vague de nationalisations de plateformes pétrolières et, d'un point de vue comptable, gonfle les importations et l'investissement du Brésil depuis 2018. Toutefois, même en retirant cet impact comptable, le SPE estime l'investissement (hors impact *Repetro*) se situait 12% au-dessus de son niveau pré-crise au T1 2021.

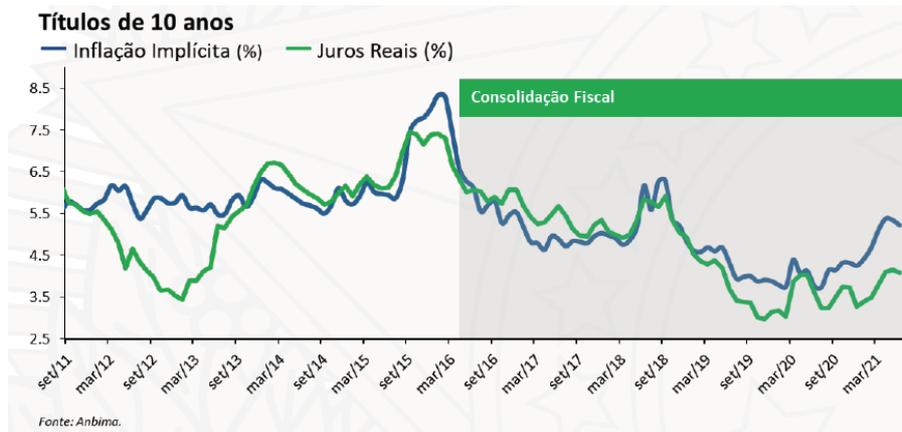
⁹ Voir les [Brèves économiques et financières du 7 au 13 mai 2021](#).

¹⁰ Cette règle constitutionnelle impose que le plafond des dépenses sur un exercice budgétaire ne puisse dépasser celui de l'année précédente, corrigé de l'inflation.

¹¹ La note propose une liste exhaustive des mesures microéconomiques « pro-marché » et des mesures d'urgence adoptées par le Conseil Monétaire National.

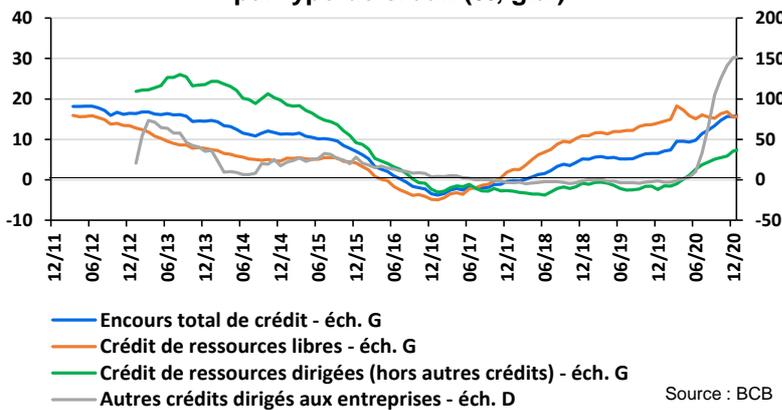
Focus : faits stylisés récents du financement de l'économie au Brésil

Graphique 1. Consolidation budgétaire et coût de financement de l'économie

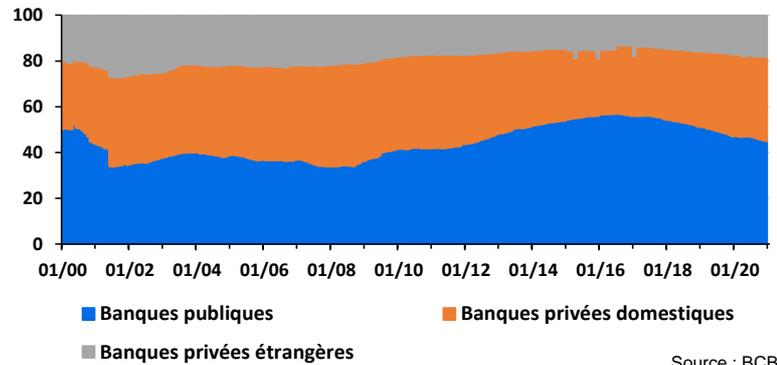


Graphique 2. Retrait de l'Etat dans le financement de l'économie

Graphique 2.A Evolution de l'encours de crédit par type de crédit (% , g.a.)

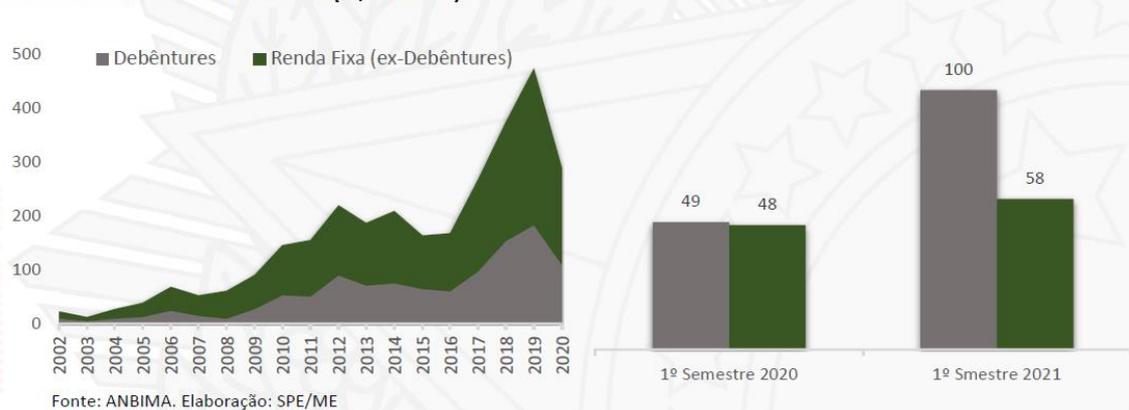


Graphique 2.B Répartition du crédit bancaire (% total)



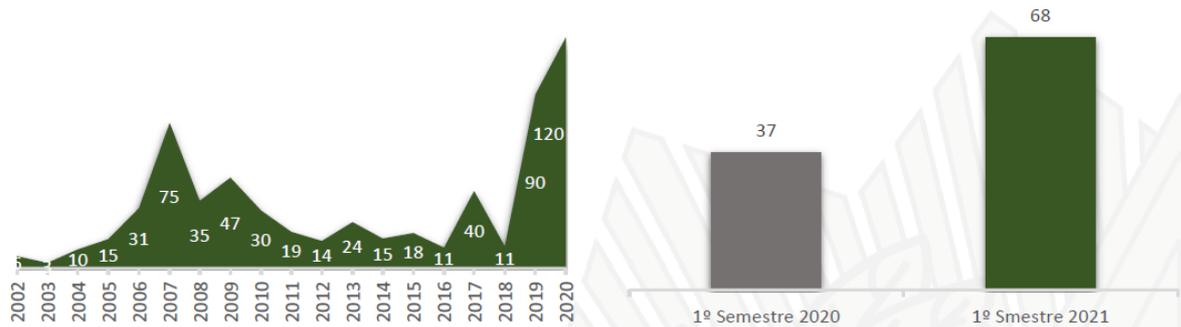
Graphique 3. Dynamisme des marchés de débentures et d'obligations depuis 2019 (Mds BRL)

Mercado Local de Renda Fixa (R\$ bilhões)



Graphique 4. Dynamisme des marchés d'actions (introductions en bourse et autres émissions sur le marché primaire) depuis 2019

Mercado Local de Renda Variável (IPOs e Follow-ons* R\$ Bi)



Fonte: ANBIMA. Elaboração: SPE/ME. * Exclui a capitalização da Petrobras de 2010

Evolution des marchés du 17 au 23 septembre 2021.

Indicateurs*	Variation sur la semaine	Variation cumulée sur l'année	Niveau
Bourse (Ibovespa)	-0,4%	-4,8%	113 512
Risque-pays (EMBI+ Br)	+4pt	+58pt	318
Taux de change R\$/USD	+0,8%	+2,0%	5,30
Taux de change R\$/€	+0,5%	-2,1%	6,21

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

Tableaux de la semaine : le Brésil gagne 5 places dans le classement mondial à l'innovation et se hisse au 57^{ème} rang sur 132 pays en 2021.

Classement mondial de l'indice de l'innovation en 2021

Rang (/132 pays)	Pays	Rang (/132 pays)	Pays
1	Suisse	11	France
2	Suède	12	Chine
3	Etats-Unis	45	Russie
4	Royaume-Uni	46	Inde
5	Corée du Sud	53	Chili
6	Pays-Bas	55	Mexique
7	Finlande	56	Costa Rica
8	Singapour	57	Brésil
9	Danemark	61	Afrique du Sud
10	Allemagne	67	Colombie

Sous-indicateurs de l'indice du Brésil

Sous-indicateurs	Rang (/132 pays)
Institutions <i>Environnement politique, réglementaire et des affaires</i>	78
Capital humain et recherche <i>Education, tertiaire et R&D</i>	48
Infrastructures <i>Infrastructures, TIC et soutenabilité environnementale</i>	69
Sophistication du marché <i>Accès au crédit, investissement, commerce et taille du marché</i>	75
Sophistication des compétences <i>Compétences de la main d'œuvre, interaction d'innovation, absorption des connaissances dans l'industrie</i>	34
Production de connaissances et de technologies <i>Production, impact et diffusion des connaissances</i>	51
Production créative <i>Actifs intangibles (ex : marques), production de biens et services culturels et créativité en ligne</i>	66

Source : Organisation mondiale de la propriété intellectuelle, indice mondial de l'innovation 2021.

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