



Où en est l'économie brésilienne ?

Introduction

Au cours de la dernière décennie, aidée par la mise en place de politiques redistributives importantes, la société brésilienne a connu de profondes transformations : la classe moyenne a fortement progressé et la pauvreté a reculé. Ces avancées ont été rendues possibles, entre autres, grâce à l'accélération de la croissance qu'a connue le Brésil sur cette période, dans un contexte extérieur favorable. Le pays est ainsi aujourd'hui très différent de ce qu'il était au début des années 2000.

Depuis la crise financière de 2008, la croissance a cependant fortement décéléré, à l'exception du rebond enregistré en 2010, et ce, malgré les programmes de soutien budgétaire mis en place par les autorités. Les performances atones de l'économie, associées à une faiblesse persistante de l'investissement, interrogent quant à la pérennité du modèle de croissance brésilien. Cette situation révèle les goulots d'étranglement qui pèsent sur la croissance brésilienne, au niveau de ses infrastructures notamment, et le manque de productivité de l'économie. Dans le même temps, les tensions sur les finances publiques augmentent, les pressions inflationnistes se traduisent par un resserrement de la politique monétaire amorcé par la Banque centrale du Brésil (BCB) au cours de l'année 2013, alors que des termes de l'échange moins favorables contribuent à réduire l'excédent commercial, même si les flux de capitaux demeurent encore soutenus à ce stade. Les mouvements sociaux de juin 2013, déclenchés par la hausse des prix des transports publics, ont aussi reflété le mécontentement d'une classe moyenne grandissante face à une offre de services publics jugés insatisfaisants. Le géant

Sophie Chauvin

*Division Analyse Macroéconomique et Risque Pays,
Département de la Recherche, AFD
chauvins@afd.fr*

d'Amérique latine traverse donc une période difficile, à un moment où l'environnement international se modifie : la demande chinoise montre des signes de faiblesses, alors que les liquidités internationales impulsées par la politique monétaire américaine se font moindres. Or, ces facteurs ont joué un rôle important dans les bonnes performances de croissance enregistrées au cours de la décennie 2000.

Cette étude présente une analyse de la situation macroéconomique du Brésil. Elle s'articule autour de cinq parties. La première partie présente les mutations de la société brésilienne enregistrées au cours de la dernière décennie, ainsi que les enjeux sociaux auxquels demeure toutefois confronté le pays. La seconde partie s'intéresse à l'évolution du régime de croissance du Brésil sur longue période et, sur la période plus récente, aux interrogations quant aux limites potentielles de son modèle. La troisième partie analyse les tensions croissantes pesant sur les finances publiques alors que la maîtrise de l'exécution budgétaire est historiquement un enjeu au Brésil. L'évolution des comptes externes est étudiée dans une quatrième partie. Enfin, la dernière partie met en évidence l'expansion du secteur bancaire et les vulnérabilités qui y sont liées.

Sommaire

1/ UNE SOCIÉTÉ EN MUTATION DEPUIS 10 ANS DANS LAQUELLE PERSISTENT DES ENJEUX SOCIAUX IMPORTANTS 3	4/ DES COMPTES EXTERNES MARQUÉS PAR LA HAUSSE DES DÉFICITS COURANTS NÉANMOINS COMPENSÉS PAR LE MAINTIEN D'ENTRÉES IMPORTANTES DE CAPITAUX 22
1.1. La consolidation de la démocratie 3	4.1. Le déficit courant se creuse en raison d'une baisse de l'excédent commercial 22
1.2. Émergence d'une classe moyenne, baisse de la pauvreté mais persistance d'inégalités 4	4.2. Les flux d'IDE et de portefeuille restent soutenus 25
2/ LE MODÈLE DE CROISSANCE BRÉSILIEN A-T-IL ATTEINT SES LIMITES ? 9	4.3. La dette externe est faible et en baisse 26
2.1. Sur longue période la croissance est erratique 9	5/ UN SECTEUR BANCAIRE EN EXPANSION ET UNE POLITIQUE MONÉTAIRE QUI SE RESSERRE EN 2013 28
2.2. La croissance accélère au cours des années 2000 11	5.1. Intermédiation financière en hausse sur la dernière décennie 28
2.3. Mais le modèle est remis en cause sur la période récente 13	5.2. De bons indicateurs bilanciers malgré une hausse du risque de crédit 30
3/ DEPUIS LE DÉBUT DES ANNÉES 2010, LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE PERD DE SA CRÉDIBILITÉ 17	5.3. L'inflation de nouveau au centre des préoccupations gouvernementales depuis le début 2013 31
3.1. Les déficits budgétaires sont soutenables dans un contexte qui se tend néanmoins 17	CONCLUSION 33
3.2. Une dette publique en baisse mais dont le niveau reste élevé 20	LISTE DES ACRONYMES ET ABRÉVIATIONS 34
	RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES 35

1 / Une société en mutation depuis 10 ans dans laquelle persistent des enjeux sociaux importants

1.1. La consolidation de la démocratie

Ancienne colonie portugaise, le Brésil a accédé à l'indépendance en 1822. En 1889, suite à un coup d'État militaire qui abolit la monarchie constitutionnelle et met fin à l'empire, il devient une République. La 1^{re} constitution républicaine, promulguée en 1891, est en vigueur jusqu'en 1930, date à laquelle, dans un climat de crise économique suite à l'effondrement des cours du café, Getulio Vargas est porté au pouvoir par un coup d'État. À la tête de l'exécutif pendant près d'un quart de siècle, Vargas mène une politique nationaliste en encourageant la modernisation de l'économie^[1] et en renforçant le pouvoir central au nom de l'unité nationale (Le Monde Histoire, 2013). Après le suicide de Vargas en 1954, Juscelino Kubitschek et Joao Goulart, tous deux disciples de Vargas, deviennent présidents, successivement en 1956 et 1961^[2]. Kubitschek va être à l'origine de la politique « *développementaliste* » visant à faire progresser le Brésil « *de cinquante ans en cinq ans* ». Son programme de développement inclut notamment la hausse de la production d'énergie (électrique, pétrole, acier, aluminium, etc.), l'amélioration du réseau de transports et l'implantation d'une industrie automobile et navale. En 1964, dans un contexte économique tendu (important déficit budgétaire, baisse de la croissance, hausse de l'inflation), les militaires renversent Goulart et instaurent un régime autoritaire qui durera vingt ans. Ce dernier ne cède à la démocratie qu'après une longue période de transition contrôlée (OPALC, 2010).

Le Brésil redevient ainsi une démocratie parlementaire à partir de 1985, consolidée institutionnellement par la constitution de 1988. Cette dernière, en vigueur actuellement, instaure la

République fédérative du Brésil^[3] et établit un régime présidentiel (durée des mandats de 4 ans) fondé sur le suffrage universel avec vote obligatoire (OPALC, 2010). Elle renforce par ailleurs la décentralisation^[4]. La démocratie brésilienne est cependant relativement récente : six élections se sont tenues depuis 1985. Au cours de la décennie 1990, Fernando Henrique Cardoso, du PSDB (centre gauche), est élu à deux reprises. Il est en outre l'instigateur de la lutte contre l'inflation et de la privatisation d'une partie du secteur productif. En 2003, l'élection de Lula du PT (parti des Travailleurs) marque un tournant dans la vie politique brésilienne. Il contribue notamment, lors de son mandat, à réduire la pauvreté à travers la mise en place de politiques redistributives adossées à d'importants programmes sociaux.

Au niveau de la structure des institutions politiques brésiliennes, l'organe législatif fédéral est le Congrès national (Parlement), composé du Sénat fédéral et de la Chambre des députés. Chaque État dispose d'un corps législatif et d'un gouverneur directement élu. La Constitution garantit un pouvoir judiciaire indépendant.

Avec la libéralisation du climat politique dans les années 1980, les partis politiques se sont multipliés (environ 30 partis existent actuellement^[5]). Le système électoral proportionnel de liste ouverte se traduit par une fragmentation importante au sein du système politique brésilien. Comme l'indique le document de stratégie pays de la Commission européenne (2007), la difficulté de constituer des majorités parlementaires stables dans le cadre du système politique engendre des problèmes entravant le plein exercice des compétences législatives et exécutives. Cela implique la nécessité pour les partis de faire des alliances

[1] Vargas va notamment stimuler l'industrie et développer les droits sociaux des travailleurs (instauration des congés payés, mise en place du salaire minimum). C'est sous Vargas que Petrobras, monopole pétrolier public, sera créé en 1953.

[2] Kubitschek est élu Président suite à la tenue d'élections présidentielles. En 1960, Quadros est élu Président mais démissionne en 1961. Goulart, alors vice-président, lui succède.

[3] Le Brésil est un système fédéral composé de 26 États, d'un district fédéral, celui de la capitale administrative de Brasilia, et de plus de 5 000 municipalités.

[4] L'Union traite des sujets régaliens, tels que les relations extérieures, les télécommunications, la défense. Les États prennent les décisions relatives au patrimoine public, à l'environnement, la santé publique, la culture, l'éducation. Le District fédéral a un statut particulier au sein de l'Union et regroupe les institutions nationales comme les pouvoirs exécutifs, législatifs et judiciaires.

[5] Plusieurs partis politiques existaient déjà sous la dictature militaire. Les plus importants restent néanmoins le Parti des Travailleurs (PT), le Parti du Mouvement démocratique brésilien (PMDB), le Parti de la sociale démocratie brésilienne (PSDB), le Parti du Front libéral (PFL), le Parti du Progrès (PP), le Parti travailliste brésilien (PTB), et enfin le Parti populaire socialiste (PPS, nom du parti communiste brésilien depuis 1992). (Voir Parlement européen, 2007).

et engendre un jeu complexe de coalitions. On parle ainsi de « présidentialisme de coalition^[6] », terminologie associée à un « présidentialisme de transactions », car en réalité les alliances portent sur des transactions politiques, accompagnées parfois de transactions financières nécessaires dans l'atteinte d'un objectif fixé^[7]. Ces transactions conditionnent la capacité du Président à conduire des politiques publiques, alors que, dans le même temps, la constitution décentralise les services et biens fournis par le secteur public. Ajouté à cela, comme le note Frutcher (2013) le financement des campagnes électorales qui est privé au Brésil, favorise donc les personnes disposant de moyens financiers importants ou d'appuis familiaux, et engendre un clientélisme important.

Ce système est remis en cause à l'heure actuelle, comme en témoignent les manifestations de juin 2013. Plusieurs raisons peuvent être avancées : conscience politique accrue de la population qui n'accepte plus le système de clientélisme et/ou insatisfaction par rapport aux résultats négatifs engendrés par ce système. L'omniprésence du clientélisme se traduit par une désaffection des Brésiliens pour leur classe politique (Gutmann, 2013). Les récentes manifestations reflètent donc en partie le mécontentement de la population vis-à-vis de sa classe politique dirigeante, au sein de laquelle les scandales de corruption^[8], bien qu'en baisse, émergent de façon régulière. En 2012, l'indice de perception de la corruption de *Transparency International* classait le Brésil à la 69^e place sur 174 pays, contre le 62^e rang en 2005 (sur 158 pays). Le Brésil se trouve dans une situation paradoxale : l'absence d'évolution de la classe politique contraste avec une société brésilienne en mutation depuis plus de dix ans, soucieuse d'une redevabilité accrue de la part de sa classe dirigeante vis-à-vis de ses demandes, notamment sociales. En l'absence d'une refonte des mécanismes de fonctionnement du politique, la perte de crédibilité des partis politiques risque de perdurer. Cela constitue un enjeu important pour les élections à venir de 2014.

1.2. Émergence d'une classe moyenne, baisse de la pauvreté mais persistance d'inégalités

1.2.1. Émergence d'une classe moyenne et réduction de la pauvreté

Sur la dernière décennie, la société brésilienne a connu d'importantes transformations consécutivement à la forte progression de la classe moyenne et à la réduction des niveaux de pauvreté. Selon les autorités brésiliennes, entre 1999 et 2009, 31 millions de personnes sont ainsi entrées dans la classe moyenne. En utilisant les données et la classification de la fondation Vargas, en 2009, plus de 50 % de la population fait partie de la classe moyenne (C) et dispose d'un revenu par habitant mensuel compris entre 1 126 Réal brésilien (BRL) et 4 854 BRL, contre 38 % en 2003 (Graphique 1.a)^[9]

Graphique 1.a

Évolution des classes de revenus en % de la population totale



Source : FGV ; calculs de l'auteur.

Note : Selon la classification de la FGV (Neri, 2010), la classe E englobe les populations ayant des revenus mensuels compris entre 0 et 705 BRL ; la classe D entre 705 et 1 126 ; la classe C (classe moyenne) entre 1 126 et 4 854 et la classe AB supérieurs à 4 854 BRL.

[6] Ce système prévaut depuis Fernando Henrique Cardoso. Selon Gutmann (2013) : « Dans ce système, le président personnifie l'exécutif, mais la stabilité de son mandat dépend de la formation d'une coalition parlementaire, impliquant le partage du pouvoir entre les différents partis. Le PT a adopté ce modèle, conscient que la popularité de Lula ne pouvait assurer seule le soutien des deux Chambres ».

[7] Le rapport OPALC (2010) souligne par ailleurs que la négociation des postes au gouvernement est une pratique courante qui dépend tant du poids électoral des individus que de l'importance stratégique conjoncturelle. Cet impératif d'alliance entraîne des rapprochements entre certains partis par-delà les critères idéologiques. Les alliances politiques n'ont par ailleurs pas forcément de réelles cohérences entre les niveaux local et national.

[8] Voir le rapport OPALC (2010) pour un état des lieux sur les affaires de corruption politico-financières qui ont eu lieu au cours de la dernière décennie. On peut noter que la presse brésilienne contribue à relater les faits de corruption allégués.

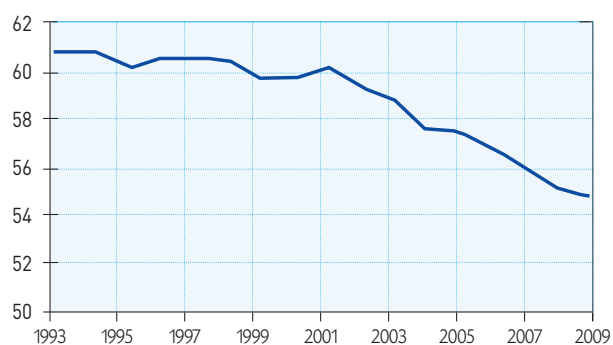
[9] Selon la Banque mondiale (2012), les fourchettes de revenus retenues par Neri incluent une partie de la population qui reste proche des seuils de pauvreté, les rendant vulnérables et susceptibles de retomber dans la pauvreté en cas de détérioration des conditions macroéconomiques.

La baisse des catégories de revenus des tranches inférieures s'est également accompagnée de la hausse de celles des tranches supérieures (classe AB). La population de la classe AB a ainsi progressé de 3 points de pourcentage pour représenter près de 10 % de la population en 2009.

La progression de la classe moyenne s'est accompagnée d'une baisse des inégalités de revenu, qui elle-même a contribué à réduire la pauvreté. Bien que les inégalités de revenu, mesurées à partir de l'indice de Gini^[10], demeurent élevées, elles ont considérablement baissé au Brésil depuis le milieu des années 1990. L'indice de Gini est ainsi passé de 61 % en 1990 à 54,7 % en 2009 selon les données de la Banque mondiale (Graphique 1.b). Cette baisse de l'indice de Gini est particulièrement marquée depuis le début des années 2000, puisqu'elle s'est faite au rythme annuel moyen de 1,2 % contre 0,2 % sur la décennie précédente. Le rythme auquel la baisse des inégalités dans la distribution des revenus au Brésil s'est effectuée, entre 2001 et 2007, a par ailleurs été l'un des plus rapides au monde (Barros *et al.*, 2009). Ne serait-ce qu'en termes de comparaison régionale, depuis 2001, il atteint 1,17 % par an, soit au-dessus du rythme régional de 0,63 % (Lopez-Calva et Rocha, 2012).

Graphique 1.b

Évolution de l'indice de Gini



Source: Banque mondiale (WDI).

Cette diminution des inégalités dans la distribution des revenus provient d'une réduction importante de l'écart de revenu entre les riches et les pauvres. Entre 2001 et 2007, le revenu par habitant des 10 % les plus pauvres de la population a augmenté de 7 % par an, alors que dans le même temps le revenu moyen au niveau national n'a progressé que de 2,5 % par an en moyenne sur la même période (Barros *et al.*, 2009)^[11].

Sur la période 2001-2009, Lopez-Calva et Rocha (2012) montrent que la réduction de la pauvreté résulte, à hauteur de 45 %, d'une baisse des inégalités^[12]. Plusieurs facteurs sont généralement avancés pour expliquer la réduction des inégalités de revenu, parmi lesquels :

- les changements démographiques : la baisse du taux de fertilité dans les classes à bas revenu implique une baisse de la demande pour l'éducation primaire et une baisse du taux de croissance de l'offre de main-d'œuvre non qualifiée. À cela s'ajoute la hausse du taux de participation des femmes sur le marché du travail ;
- l'amélioration de l'éducation, notamment à travers l'augmentation du nombre moyen d'années d'études par personne, qui contribue à la réduction des écarts de salaires ;
- l'augmentation du nombre de bénéficiaires et de l'effet redistributif des programmes de transferts du gouvernement ;
- la hausse du salaire minimum a eu, quant à elle, des effets redistributifs, à la fois à travers son impact sur le marché du travail et à travers les effets des programmes sociaux indexés sur le salaire minimum.

Concernant les facteurs relatifs au revenu issu du travail, ils expliquent en grande partie les changements intervenus au niveau de la baisse des inégalités de revenu sur la dernière décennie (Lopez-Calva et Rocha, 2012 ; Barros *et al.*, 2009 ; Lustig *et al.*, 2013). Et cela même si les facteurs relatifs au revenu provenant de sources autres que celles du travail (*non labor income*^[13]) ont joué un rôle également important et croissant au cours du temps.

[10] Le coefficient de Gini est un indicateur statistique qui mesure la dispersion d'une distribution pour une population donnée. Compris entre 0 et 1, plus sa valeur est proche de 1, plus les inégalités de la distribution sont élevées. Il est très utilisé pour mesurer les inégalités de revenu dans un pays.

[11] Barros *et al.* (2009) regardent également l'évolution des inégalités par sous-périodes. Alors que, sur la période 2001-2004, les populations les plus pauvres enregistrent la croissance la plus rapide des revenus, sur la période 2004-2007, le taux de croissance de leur revenu est le plus faible.

[12] Les auteurs se basent sur la méthode de décomposition de la croissance et des inégalités de Datt-Ravallion (1992), selon laquelle les changements de niveaux de pauvreté peuvent être décomposés en fonction de l'importance relative d'un effet croissance et d'un effet distribution. La variation de la pauvreté est ainsi décomposée en trois éléments : (i) une composante correspond au changement de la pauvreté qui aurait été observé si la courbe de Lorenz était demeurée fixe : effet croissance ; (ii) une composante décrit le changement de la pauvreté qui aurait été constaté suite à une variation de la distribution de revenu, alors que le revenu moyen demeure constant : effet redistribution ; (iii) la dernière composante capte l'interaction entre les effets de croissance et de redistribution et ce, quel que soit le choix des dates de référence : c'est le résidu.

[13] Les revenus autres que le travail comprennent également les revenus du patrimoine et les transferts privés.

La baisse des inégalités liées au revenu du travail provient de deux facteurs principaux (Barros *et al.*, 2009) :

- la réduction de la prime de qualification par niveau d'éducation^[14]. Cette dernière résulterait de plusieurs éléments (Lustig *et al.*, 2013) : baisse de la demande relative de main-d'œuvre qualifiée ; hausse de l'offre relative de main-d'œuvre qualifiée consécutive à l'amélioration des niveaux d'éducation ; hausse du salaire minimum et des taux de syndicalisation qui bénéficient davantage aux faibles salaires qu'aux salaires élevés ; détérioration de l'éducation tertiaire. La Banque mondiale (2012a) souligne aussi, dans son étude sur la transformation des marchés du travail en Amérique latine, le rôle joué par la hausse du prix des matières premières au cours des années 2000 sur la réallocation de main-d'œuvre entre secteurs. Selon les auteurs, elle aurait entraîné une réallocation du travail des secteurs des biens échangeables non primaires, tels que le manufacturier, vers des secteurs moins intensifs en main-d'œuvre qualifiée (services, construction), contribuant ainsi à réduire la prime de qualification et les inégalités de salaire ;
- une amélioration de l'intégration spatiale et sectorielle des marchés du travail, en particulier entre les zones métropolitaines et non métropolitaines.

Au niveau des revenus provenant de sources autres que le travail, les revenus issus des programmes de transfert^[15] (Lopez-Calva et Rocha, 2012) ont également joué un rôle important, bien que variable en fonction du type de transferts. L'augmentation du nombre de bénéficiaires dans le cas de programmes tels que *Bolsa familia* ou *Beneficio de Prestação Continuada* (BPC^[16]) semble avoir contribué à réduire les inégalités de revenus. Entre 2001 et 2007, le nombre de ménages bénéficiaires du programme *Bolsa familia* a augmenté de 7 points de pourcentage pour toucher 17 % des ménages (Lustig *et al.*, 2012). Dans le cas d'allocation au titre de la sécurité sociale, ce n'est pas tant la couverture des bénéficiaires que la hausse du montant moyen alloué qui a eu un impact sur l'évolution des inégalités (Lopez-Calva et Rocha, 2012 ; Lustig *et al.*, 2012).

L'amélioration de la distribution des revenus et la progression de la classe moyenne ont par ricochet contribué à réduire les niveaux de pauvreté de manière significative. La part des personnes vivant avec moins de 2 dollars par jours est ainsi passée de 22 % de la population en 2001 à 11 % en 2009, soit une baisse de 50 % en moins de dix ans. Par ailleurs, avec un PIB par habitant de 10 278 USD (constants, parité de pouvoir de production – PPP) en 2011, le Brésil se classe au 85^e rang (sur 187 pays) en matière de développement humain, à égalité avec la Jamaïque.

1.2.2. Des enjeux sociaux liés à la persistance d'inégalités élevées

Malgré la transformation sociale opérée depuis plus de dix ans, les niveaux d'inégalité de revenu restent élevés. L'indice de Gini demeure ainsi supérieur à 50 %, positionnant le Brésil parmi les 10 pays les plus inégalitaires au monde (Ogier, 2012). Le Brésil continue également à être l'un des pays qui compte la plus forte concentration de revenus : 1 % des plus riches concentrent autant de revenu que les 50 % les plus pauvres (OPALC, 2010). En outre, selon l'OCDE (2013), 16 millions d'individus vivent encore dans l'extrême pauvreté avec des revenus mensuels inférieurs à 70 BRL. À cela s'ajoute des inégalités spatiales (entre le Nord et le Sud notamment, Tableau 1) et entre communautés importantes.

[14] Plusieurs études soulignent qu'historiquement les inégalités de revenu du travail au Brésil résultent principalement d'inégalités relatives à l'éducation et au manque de qualifications. Suite aux réformes entreprises depuis le milieu des années 1990, l'accès à l'éducation s'est amélioré et la durée moyenne des années d'études a augmenté, passant de 6,4 années en 1997 à 8,2 en 2007 (Lopez-Calva et Rocha, 2012). De fait, plus de 41 % de la population active a terminé l'enseignement primaire en 2007, contre 14 % en 1992.

[15] Le programme *Bolsa Família* créé en 2003 est un symbole de la politique sociale du gouvernement brésilien. Le programme a permis une hausse moyenne de 30 % des revenus des familles concernées (OPALC, 2010).

[16] Les personnes âgées de 65 ans ou plus disposant d'un revenu par famille (*family per capita income*) inférieur à 25 % du salaire minimum sont éligibles à ce programme afin de recevoir un salaire minimum.



Tableau 1 Indicateurs sociaux

	1997			2009		
	Brésil	Sud Est	Nord Est	Brésil	Sud Est	Nord Est
Taux d'analphabétisme	13,9	7,8	28	8,9	5,2	17
% de l'emploi informel	38,2	32,1	54,2	31,5	24,2	47,6
Revenu moyen du travail (BRL)	521	634	302	1106	1255	734
% des ménages sans accès à un réseau d'égout	6,7	2,2	18,3	1,1	0,2	2,4
N° de médecin pour 1 000 habitants	1,35	1,86	0,8	1,74	2,33	1,03
Taux de mortalité infantile (pour mille)	31,9	23,6	50,4	22,5	16,6	33,2

Source : Banque mondiale (2012).

La persistance d'inégalités est visible dans plusieurs domaines tels que la santé et l'éducation. Le mauvais accès à l'éducation et aux services de santé affecte une grande partie de la population. Comme indiqué par Gutmann (2013) : « Dans les quartiers modestes, les infrastructures restent largement défectives, l'insalubrité affectant 33 % de la population, dont les onze millions d'habitants dans les favelas ». Malgré le développement de la société de consommation et l'atteinte du plein emploi (le taux de chômage est de l'ordre de 6 %), les enjeux sociaux demeurent importants, et ce d'autant plus dans un contexte de croissance atone (cf. infra section 2) et de hausse des prix importante des produits alimentaires et des services (cf. section 5).

Au niveau de la santé, l'accès aux services et soins spécialisés est problématique pour de larges segments de la population. La prestation de services est souvent de mauvaise qualité et inefficace. En raison de ces problèmes, les résultats dans le domaine de la santé ne sont pas aussi bons qu'ils pourraient l'être, les dépenses privées continuent de représenter une part importante des dépenses de santé et les niveaux de satisfaction à l'égard du système de santé sont faibles (Gragnotati et al., 2013).

En ce qui concerne l'éducation, malgré des taux de scolarisation proches de 100 % dans l'enseignement primaire et secondaire, les résultats des élèves restent plutôt faibles en comparaison internationale. Au Brésil, les élèves de 15 ans ont des résultats relativement médiocres en mathématiques,

lecture et dans le domaine des sciences (OCDE, 2012). Le niveau des dépenses publiques d'éducation correspond cependant à celui enregistré au sein des pays de l'OCDE : 5,8 % du PIB en 2010 au Brésil, contre 5,7 % du PIB pour les pays à revenu élevé de l'OCDE. Mais, les dépenses par étudiant au niveau de l'éducation supérieure régressent fortement au cours de la dernière décennie passant de 56 % du PIB par habitant à 28,4 % en 2010. En termes qualitatifs, le système éducatif brésilien est aussi marqué par une structure régressive de l'éducation tertiaire résultant des inégalités de l'éducation de base. Les étudiants ayant la possibilité de se payer une éducation primaire et secondaire privée de qualité sont souvent mieux préparés aux examens d'entrée à l'université publique. Il est possible que les différences de qualité de l'éducation de base et les politiques d'admission restrictives aboutissent à la situation paradoxale d'une surreprésentation des étudiants riches dans les établissements publics d'enseignement tertiaire (OCDE, 2006). Enfin, il est également important de noter que malgré des taux d'analphabétisme faibles à 8,6 % en 2011 (contre 12,4 % en 2001 et 17,2 % en 1992), les taux d'analphabétisme fonctionnel^[17], bien qu'en baisse, restent élevés, à 20,3 % en 2009 (contre 27,3 % en 2001).

Au-delà des revendications politiques, les manifestations de juin 2013, déclenchées par la hausse des prix des transports publics à São Paulo, traduisent le mécontentement d'une classe moyenne grandissante face à une offre de services publics, de santé et d'éducation notamment, insatisfaisants. Dans un contexte de baisse du pouvoir d'achat (cf. section 2),

[17] Selon la définition de l'UNESCO : « Une personne est analphabète du point de vue fonctionnel si elle ne peut se livrer à toutes les activités qui requièrent l'alphabétisme aux fins d'un fonctionnement efficace de son groupe ou de sa communauté et aussi pour lui permettre de continuer d'utiliser la lecture, l'écriture et le calcul pour son propre développement et celui de la communauté. »

les énormes investissements publics dans les domaines sportifs mis en œuvre pour répondre aux besoins de la coupe du monde de football de 2014 et des Jeux olympiques de 2016 sont jugés plus durement par une population aspirant à une meilleure qualité de services publics. La question se pose de savoir quelles sont les marges de manœuvre dont dispose la présidente Dilma Rousseff pour tenter de répondre à ces protestations alors que la situation des finances publiques se tend (cf. section 3) et que la croissance atone de ces dernières années s'accompagne d'une remise en cause même de son modèle (cf. section 2). Par ricochet, cela conduit aussi à s'interroger sur l'évolution possible des politiques publiques sociales menées au Brésil, ainsi que sur la construction d'un nouveau modèle social qui réponde aux attentes des classes moyennes sans délaissier les populations les plus défavorisées.

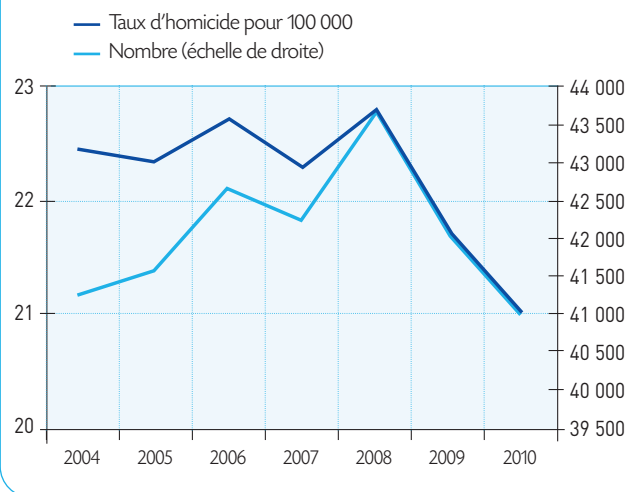
1.2.3. Dans une société historiquement empreinte de violence

La violence au Brésil n'est pas un phénomène récent. Comme le souligne Gutmann (2013) : « Pendant que la pauvreté s'estompe, la violence a explosé, faisant du Brésil l'un des pays les plus meurtriers au monde. Les racines de ce fléau ne sont pas liées à la misère mais à l'inégalité persistante, et sans doute aux sentiments de frustration qu'elle génère ».

Avec un taux d'urbanisation de plus de 80 % (concentré autour du triangle São Paulo, Brasília et Rio de Janeiro), la violence urbaine, fréquemment associée au narcotrafic et à l'exclusion sociale, est source d'un fort climat d'insécurité. Bien qu'en baisse, le taux d'homicide (Graphique 1.c) demeure cependant l'un des plus élevés d'Amérique du Sud, après celui de la Colombie et du Venezuela. Selon les données de l'Office des Nations Unies contre la drogue et le crime (UNODC), il atteint 21 pour 100 000 habitants, soit 40 974 homicides répertoriés en 2010. Cette baisse du taux d'homicide agrégé au niveau national ne reflète cependant pas la forte hétérogénéité existant entre provinces.

Graphique 1.c

Évolution des homicides (pour 100 000 habitants et en nombre de personnes)



Source: site de l'UNODC.

Au cours de la dernière décennie, la violence a ainsi fortement régressé dans les provinces du Sud-Est, tout en augmentant fortement dans le Nord et le Nord-Est du pays, moins développé économiquement (Banque mondiale, 2013 ; Fruchter, 2013). La violence urbaine touche principalement les jeunes hommes afro-brésiliens : la cohorte des jeunes âgés entre 15 à 29 ans représente 25,5 % de la population et 54,7 % des victimes d'homicide. La persistance d'inégalités sociales et raciales alimente la violence et représentent encore une source de vulnérabilité importante pour le pays. En effet, la criminalité peut avoir des effets sur le développement économique d'un pays (Banque mondiale, 2006). Ces effets peuvent être directs (coûts médicaux, juridiques, de sécurité) et indirects (perte de capital humain, plus faible productivité, impact négatif sur le climat des affaires, coûts psychologiques)^[18]. Selon certaines estimations de la Banque mondiale (2006), si le taux d'homicide avait baissé de 10 % sur la période 1991-1995, le revenu par habitant aurait pu s'en trouver augmenté de 0,2 à 0,8 % sur les cinq années suivantes.

[18] Une étude récente de Vetter *et al.* (2013) montre par ailleurs un lien positif entre le prix mensuel des loyers dans les villes brésiliennes et le sentiment de sécurité éprouvé au sein de son logement : l'augmentation du sentiment de sécurité augmente la valeur moyenne des maisons de plus de 750 USD.
<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=37414262>

2 / Le modèle de croissance brésilien a-t-il atteint ses limites ?

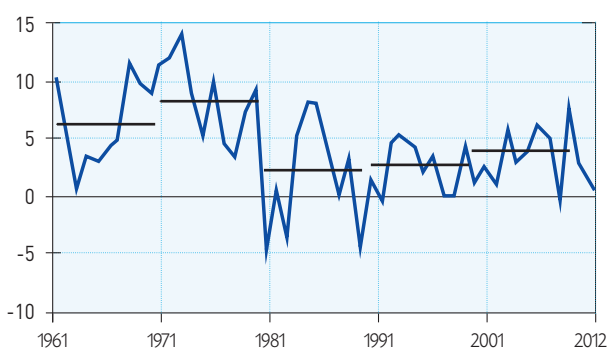
2.1. Sur longue période la croissance est erratique

Sur longue période, la trajectoire de croissance du PIB réel brésilien est erratique (Graphique 2.a).

En termes de richesse, avec un PIB par tête de 1 727 USD en 1960 (exprimé en dollars constants 2000), le Brésil figurait alors parmi les économies les moins riches d'Amérique latine, dépassant juste le niveau de revenu par habitant de la Colombie (1 452 USD), mais loin derrière celui de l'Argentine (3 067 USD), du Chili (2 479 USD) et du Mexique (3 250 USD).

Graphique 2.a

Taux de croissance du PIB réel et TCAM (en %)

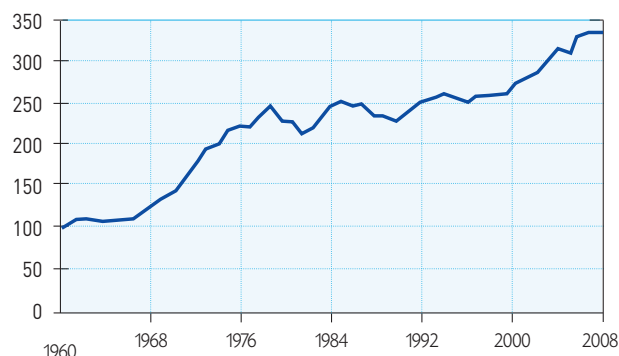


Source : Banque mondiale (WDI); calculs de l'auteur. TCAM : taux de croissance annuel moyen.

Du milieu des années 1960 à celui des années 1970^[19], la forte accélération de la croissance, tirée par une industrialisation rapide de l'économie et la politique de promotion des exportations initiées au début du régime militaire, va cependant lui permettre de multiplier par près de deux son niveau de PIB par habitant pour atteindre 3 138 USD en 1973, soit un niveau au-dessus du Chili (2 888 USD) et se rapprochant de celui de l'Argentine (4 055 USD).

Graphique 2.b

Évolution du PIB/tête (USD 2000, base 100=1960)



Source : Banque mondiale (WDI); calculs de l'auteur.

Cependant, l'industrialisation du Brésil ne se fait pas sans coût. Le décollage économique et les changements structurels enregistrés pendant cette période s'accompagnent de distorsions importantes: urbanisation rapide; concentration des richesses dans les États du Sud ayant mené une politique active d'industrialisation; progression forte des dépenses publiques; pressions inflationnistes exacerbées par les chocs pétroliers de 1973 et 1979; hausse des déficits courants accentuant la dépendance aux capitaux étrangers. Les années 1980 sont marquées par des taux d'inflations très élevés, des dérapages des finances publiques et la hausse de l'endettement. Dans le même temps, les divers et successifs programmes de stabilisation mis en place jusqu'en 1994 (à travers des plans de lutte contre l'inflation et de changements de monnaie) ne vont pas permettre de corriger les profonds déséquilibres budgétaires et courants (Letilly, 2012).

[19] L'industrialisation au Brésil a commencé au début du 20^e siècle. Entre 1930 et 1980, le processus d'industrialisation s'est basé sur une politique de substitution aux importations (SI), qui s'est faite en plusieurs étapes (Pinheiro *et al.*, 2004) : (i) 1930-1950 : la politique de SI porte sur le secteur manufacturier traditionnel (textile); (ii) 1951-1963 : l'industrialisation se focalise sur la production de biens de consommation durables (automobiles). Cette période correspond aussi au lancement d'importants programmes d'investissement dans les infrastructures par Kubitscheck; (iii) 1964-1980 : l'accent est mis sur la production de biens intermédiaires et d'équipement (pétrochimie), ainsi que sur la promotion des exportations de biens manufacturés. La période 1967-1973 est qualifiée de « miracle brésilien », car elle correspond à une période associant une forte croissance du PIB, une forte progression de l'industrie et une baisse de l'inflation.

La crise de la dette des années 1980 va entraîner une décélération importante de la croissance, le taux de croissance annuel moyen s'élevant à 2,2 % sur la décennie 1980, soit un quart de celui enregistré au cours de la décennie précédente. À partir de cette période, le PIB par tête stagnera pendant 20 ans (Graphique 2.b). Cette époque a donc constitué un choc important pour l'économie brésilienne^[20]. Plusieurs facteurs peuvent expliquer le ralentissement de la croissance enregistrée depuis (Adrogué *et al.*, 2006), parmi lesquels : (i) une hausse du coût relatif de l'investissement. Bacha et Bonelli (2004) montrent que la chute de la croissance dans les années 1980 s'est accompagnée d'une chute similaire du taux de croissance du stock de capital. Parmi les facteurs explicatifs de cet effondrement, les auteurs mettent en évidence la baisse de l'épargne intérieure et étrangère^[21], la forte augmentation du prix relatif de l'investissement et la baisse régulière du ratio de la production sur le capital en cours d'utilisation. Concernant la hausse du prix relatif de l'investissement, elle résulte possiblement selon eux du pouvoir oligopolistique des industries nationales produisant des biens d'équipement, de l'inefficacité du processus de production de ces biens à mesure que la production domestique se substitue aux importations et de la hausse de la demande de biens durables (immobilier) comme refuge contre l'inflation élevée et les risques de défauts ; (ii) une vulnérabilité élevée aux conditions de financements externes.

Le dynamisme économique observé dans les années 1960 et 1970 a été interrompu et la structure de l'économie s'est alors modifiée. En effet, en 1960, l'agriculture, l'industrie et les services représentaient respectivement 21 %, 37 % et 30 % de la valeur ajoutée (Tableau 2.a).

Tableau 2.a Décomposition du PIB par secteurs (en %)

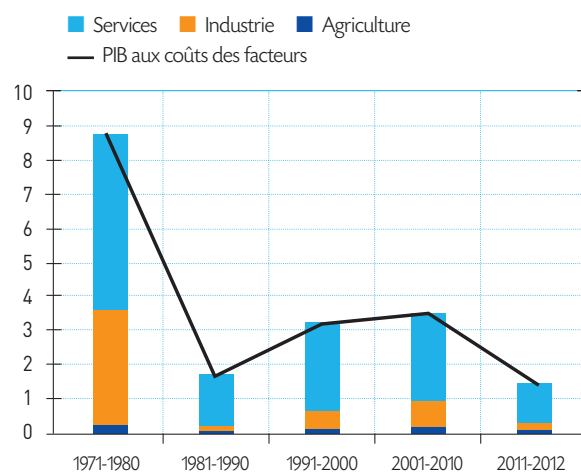
	Agriculture	Industrie	dont secteur manufacturier	Service
1960	20,6	37,1	29,6	42,3
1970	12,3	38,3	29,3	49,4
1980	11,0	43,8	33,5	45,2
1990	8,1	38,7	nd	53,2
2000	5,6	27,7	17,2	66,7
2010	5,3	28,1	16,2	66,6
2012	5,6	28,2	15,0	66,1

Source : World Bank (WDI); calculs de l'auteur.

Au début des années 1980, la part de l'industrie atteint un niveau élevé de 44 % (avec un point culminant en 1984 à 45,7 %), alors que l'agriculture régresse de près de moitié et que les services sont stables. En 1990, l'industrie ne représente plus que 39 % du PIB contre 53 % pour les services et 8 % pour l'agriculture. Le secteur industriel régresse à la fois en part dans le PIB et en termes de contribution à la croissance : au cours des décennies 1980 et 1990, l'industrie ne participe qu'à hauteur respectivement de 9 % et 16 % à la croissance du PIB (Graphique 2.c). Au sein de l'industrie, le secteur manufacturier s'inscrit également en recul depuis 1980, sa part ayant été divisée par deux depuis cette date. Selon Calmon *et al.* (1999), cette baisse résulte pour partie de l'expansion du secteur des services, liée notamment à celle du sous-secteur de "money-management related services" (« services de gestion de fonds »). Celle-ci aurait été favorisée par l'impact de la persistance d'une inflation élevée sur le développement du secteur financier brésilien.

Graphique 2.c

Contribution par secteurs à la croissance du PIB réel (moyenne sur les périodes)



Source : Banque mondiale (WDI); calculs de l'auteur.

[20] La décennie 1980 est généralement assimilée à celle de la « décennie perdue », tandis que la décennie 1990 est communément appelée « la décennie des réformes incomplètes » (Bonelli, 2005).

[21] Les auteurs montrent cependant que l'épargne n'est pas le principal facteur expliquant la baisse de la croissance du stock de capital des années 1980.

L'introduction du plan Real en 1994 avec l'arrivée de Cardoso au pouvoir contribuera à éradiquer l'inflation chronique brésilienne [22] (Basdevant et Chauvin, 2006). Les réformes mises en œuvre durant ses deux mandats (de 1994 à 2002) dans les domaines monétaire (ciblage d'inflation, taux de change flexible) et budgétaire (assainissement des finances publiques adossé à l'adoption d'une loi de responsabilité budgétaire), ainsi que les réformes structurelles (programme de privatisation des entreprises et des banques publiques, restructuration de la dette des États fédérés) ont également contribué à la mise en place du processus de désinflation et à réduire l'instabilité macroéconomique du pays.

2.2. La croissance accélère au cours des années 2000

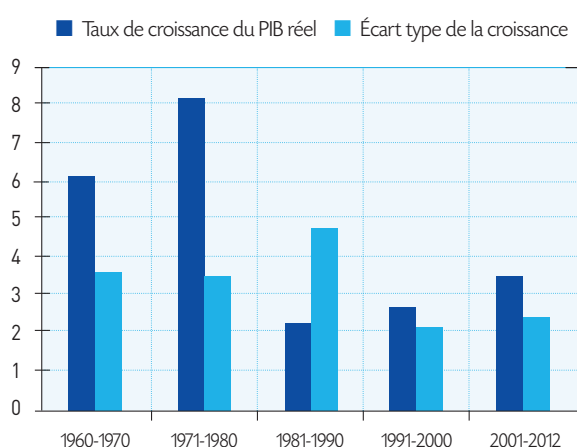
Depuis le début des années 2000, le Brésil enregistre une accélération de sa croissance avec un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 3,5 % sur la période 2001-2010. La volatilité de long terme de l'économie, calculée comme l'écart type sur 10 ans des glissements annuels des PIB réels, a par ailleurs baissé de façon très nette sur les deux dernières décennies (Graphique 2.d).

Cette hausse des performances de croissance par rapport aux décennies 1980 et 1990 résulte de plusieurs facteurs. Les réformes mises en œuvre au cours des années 1990 ont contribué à renforcer le cadre et la stabilité macroéconomique. Les politiques sociales redistributives (hausse du salaire minimum impulsée par Lula et mise en place de programmes de transferts) ont participé au développement de la classe moyenne et de la consommation interne. Le crédit domestique, notamment aux ménages, s'est par ricochet également fortement accru (cf. section 5). Dans le même temps, le contexte extérieur favorable, et surtout l'impact de la forte demande chinoise sur les prix des matières premières, a favorisé l'essor des exportations.

Au niveau des composantes de la demande, entre 2001 et 2004, la croissance est principalement tirée par le boom des exportations (Graphiques 2.e et 2.f), avec un taux de croissance moyen sur la période qui reste néanmoins modeste à 2,7 %. Puis, à partir de 2005, c'est la consommation privée qui devient le principal moteur de la croissance, contribuant pour plus de trois quarts à la croissance du PIB (4,6 % en moyenne sur la période 2005-2008 et 2,7 % en moyenne sur la période 2009-2012).

Graphique 2.d

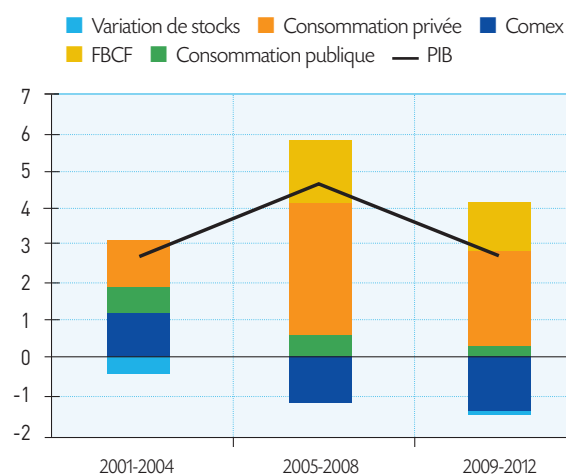
Croissance moyenne et écart-type de la croissance sur cinq sous-périodes (en %)



Source : Banque mondiale (WDI) ; calculs de l'auteur.

Graphique 2.e

Contribution à la croissance du PIB réel des composantes de la demande par sous période (en %)

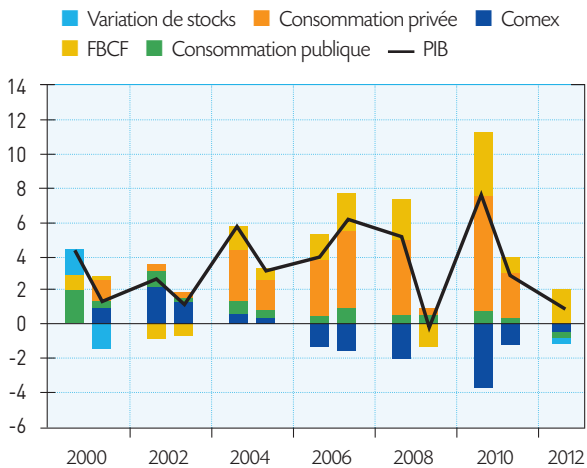


Source : Banque mondiale (WDI) ; calculs de l'auteur.
Comex : commerce extérieur.

[22] L'inflation au Brésil résulte en partie de la persistance de déficits budgétaires importants financés par le seignuriage.

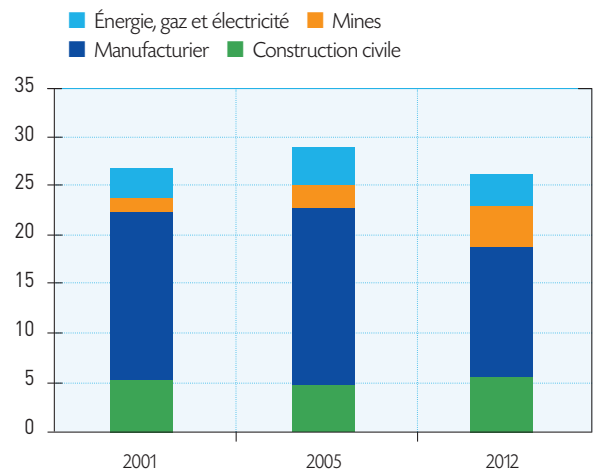
Graphique 2.f

Contribution à la croissance du PIB réel des composantes de la demande (en %)



Graphique 2.g

Part des sous-secteurs au sein du secteur industriel (en % de la valeur ajoutée totale)



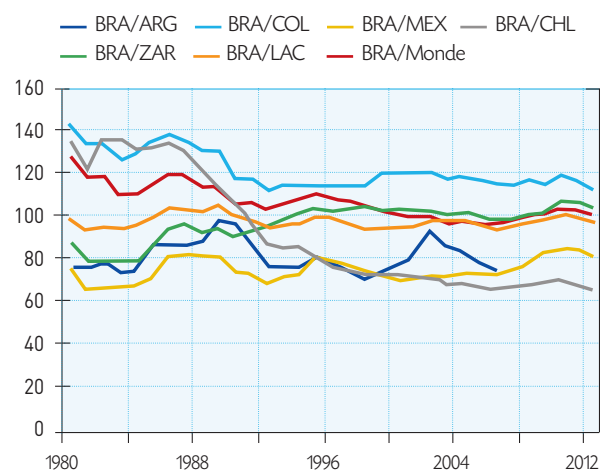
Concernant les secteurs de production, la croissance continue d'être principalement tirée par les services, qui représentent les deux tiers de l'augmentation de la création de valeur ajoutée. Au sein des services, les contributions des activités de commerce, de l'intermédiation financière et de l'administration publique (santé et éducation) dominent. Bien que l'industrie contribue à moins de 1 point du PIB (Graphique 2.c), sa participation a augmenté légèrement par rapport à la décennie précédente. Dans l'industrie, le secteur minier^[23] (Graphique 2.g) a vu sa part augmenter dans la valeur ajoutée totale, alors que dans le même temps celle du secteur manufacturier a diminué. Le dynamisme des exportations résultant de la demande importante pour les matières premières s'est accompagné d'une évolution de la structure de l'économie.

Ces divers facteurs ont contribué à la hausse de l'emploi et des revenus. Le taux de chômage est ainsi passé de 11 % début 2002 à 6,8 % fin 2008 et à 5,8 % en mai 2013.

Paradoxalement, au niveau régional, si l'on compare la situation au Brésil avec celles des autres pays du continent latino-américain (Graphique 2.h), depuis 1980, le Brésil enregistre des niveaux de PIB par habitant en baisse relative jusqu'à la fin des années 1990 et qui stagne depuis.

Graphique 2.h

Évolution du PIB PPA (en % du PIB/tête moyen de l'Argentine, du Chili, du Mexique, de la Colombie, de l'Amlat, de l'Afrique du Sud et du monde)



[23] La production de pétrole et de gaz augmente régulièrement depuis 2000. Pétrobras produit 1,98 mb/j en 2012 contre 1,3 en 2000.



L'accélération de la croissance des années 2000 ne semble donc pas se traduire par une évolution significative du revenu par tête en comparaison régionale.

2.3. Mais le modèle est remis en cause sur la période récente

Après le rebond de croissance enregistré en 2010 suite aux répercussions de la crise financière internationale de 2009, la croissance brésilienne est atone (+ 2,7 % en 2011 et + 0,9 % en 2012). Les perspectives pour 2013 sont revues à la baisse dans une fourchette comprise entre 3-3,5 % pour les autorités et 2,5-2,8 % pour le marché et le Front monétaire international (FMI). Dans le même temps, l'inflation augmente.

Malgré les politiques de soutien mises en place par le gouvernement de Dilma Rousseff, la croissance ne semble pas repartir, entraînant de plus en plus d'analystes à s'inquiéter quant aux performances de l'économie brésilienne et à remettre en cause le modèle de croissance, notamment du fait de sa forte com-

posante « consommation interne ». En effet, les moteurs de la croissance (consommation privée et exportations de matières premières) s'essouffent, alors que dans le même temps l'investissement tarde à prendre le pas, et ce, malgré la hausse de sa contribution à la croissance (Graphique 2.f) sur la période récente^[24].

La consommation privée a pourtant toujours joué un rôle moteur de la croissance sur longue période. Depuis le début de la décennie 1990, elle contribue en moyenne à hauteur de près de 80 % à la croissance du PIB, contre moins de 20 % pour l'investissement et 13 % pour la consommation publique^[25]. Dans le même temps, sur la dernière décennie, l'investissement est resté faible, ne représentant que 18 % du PIB en moyenne^[26]. Selon le FMI (2013b), en 2012, la faiblesse de l'investissement résulte principalement de facteurs domestiques liés à l'incertitude des investisseurs quant aux perspectives de l'économie et à la révision à la baisse des taux de croissance tout au long de l'année. Les taux d'investissement sont historiquement faibles au Brésil (Encadré 1), suggérant l'existence de facteurs plus structurels à son explication.

Encadré 1 Pourquoi les taux d'investissement sont-ils faibles au Brésil ?

La faiblesse des niveaux d'investissement n'est pas récente au Brésil. Malgré les nombreuses études élaborées sur le sujet, cette question demeure un des puzzles de l'économie brésilienne. Selon les données de la Banque mondiale, pour 2011, en comparaison internationale, le taux d'investissement au Brésil (19,3 % du PIB) est inférieur à celui enregistré en Asie de l'Est (27,6 % du PIB) et proche de ceux enregistrés dans les pays d'Afrique subsaharienne (20,5 % du PIB), de la région du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (MENA) (21,4 % du PIB).

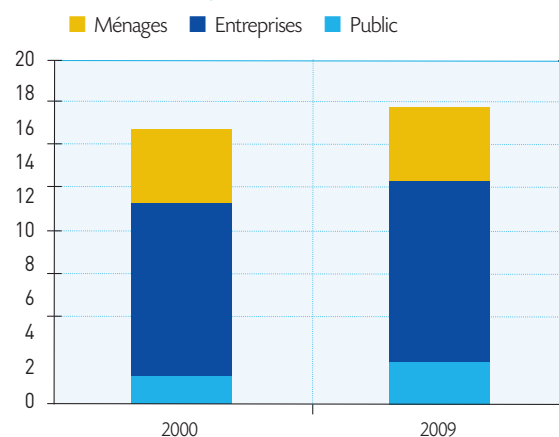
Au Brésil, l'investissement est essentiellement privé (11 % du PIB en 2009, selon les données nationales). La part de l'investissement public, bien qu'en progression au cours de la dernière décennie, est inférieur à 3 % du PIB (Graphique 2.i).

Plusieurs facteurs sont souvent mis en exergue pour expliquer les principaux freins à l'investissement, parmi lesquels :

- La faiblesse de l'épargne des ménages, le manque d'épargne (Graphique 2.j) contraignant ainsi l'investissement (Arnold, 2011) ;

Graphique 2.i

Investissement par secteur, en % du PIB



Source : Ecowin ; calculs de l'auteur.

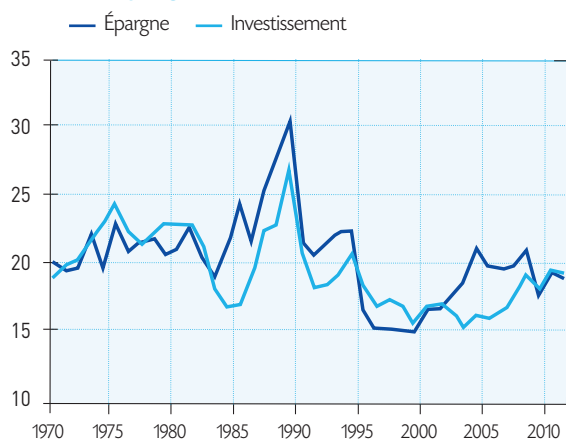
[24] Pour 2012, il existe des différences entre les données de la Banque mondiale et celles de l'Institut brésilien de géographie et de statistiques (IBGE) sur la formation brute de capital fixe (FBCF). Selon les données de la Banque mondiale, l'investissement contribue positivement à la croissance du PIB entre 2011 et 2012, alors que d'après les données de l'IBGE, sa contribution est négative.

[25] Sur la même période allant de 1990 à 2010, la part de la consommation privée, de l'investissement et de la consommation publique dans le PIB est en moyenne respectivement de 64 %, 17 % et 20 %.

[26] Malgré l'objectif de 22 % fixé par les autorités dans le Programme d'accélération de la croissance (PAC).

Graphique 2.j

Taux d'épargne et d'investissement (en % du PIB)



Source: Banque mondiale (WDI).

- Le niveau des taux d'intérêt réel a longtemps été élevé au Brésil. L'existence de taux d'intérêt élevés est souvent expliquée par l'impact que peuvent avoir les politiques macroéconomiques monétaires et budgétaires sur les anticipations d'inflation, et/ou par la théorie de l'intolérance à la dette (Segura-Uniergo, 2012). Alors que dans le cas du Brésil, les politiques suivies ont sans doute contribué à l'existence de taux d'intérêt réels élevés, elles ne constituent pas en soi une spécificité brésilienne et ne suffisent pas à expliquer l'ampleur et la persistance de ce phénomène. En outre, la poursuite de politiques budgétaire (excédent primaire) et monétaire (ciblage d'inflation) prudentes a contribué à la réduction des anticipations d'inflation et de la prime de risque souverain, ce qui devrait conduire à terme à une réduction des taux d'intérêt réels. D'autres facteurs liés à des caractéristiques plus structurelles de l'économie brésilienne, concernant le fonctionnement du système bancaire et financier et l'incertitude juridique ("*jurisdictional uncertainty*"), sont également avancés. La spécificité du Brésil semble ainsi provenir non seulement de l'étroitesse de son marché financier et bancaire et de ses effets sur le coût d'intermédiation bancaire (et par ricochet sur les taux d'intérêt réels), mais

également de l'incertitude juridique sur les contrats financiers de long terme qui tend à distordre le comportement des détenteurs d'épargne. Une raison également avancée pour expliquer les taux d'intérêt élevés est le cadre juridique existant qui tend à favoriser les débiteurs (cf. droit des faillites) et les comportements opportunistes des sociétés défailtantes ou insolvables, rendant plus difficile la détermination d'emprunteurs solvables. Arida *et al.* (2004), les concepteurs théoriques du Plan Real, considèrent l'incertitude juridique comme le facteur explicatif de l'absence de marché du crédit à long terme en monnaie nationale et de l'existence de taux d'intérêt réels élevés au Brésil. Selon eux, l'incertitude juridique se traduit par un biais anti créateur qui, en favorisant l'incertitude, dissuade les détenteurs de fonds à prêter à long terme en réels. Il ne s'agit donc pas d'un biais « anti-investisseurs » (les flux importants d'IDE le prouvent), mais d'un biais affectant spécifiquement les contrats financiers de long terme en monnaie locale. L'incertitude juridique est liée à la qualité des institutions et accentuée par l'interventionnisme de l'État. Ainsi, les politiques d'indexation, de gels des avoirs financiers, d'imposition de taxes distorsives sont autant de mesures discrétionnaires qui ont favorisé l'incertitude juridique au Brésil et entraîné des comportements de méfiance de la part des épargnants. Cette méfiance se traduit par une aversion pour le long terme et une réticence à prêter localement. Par ricochet, cela joue sur le niveau élevé des taux d'intérêt.

- Comme le souligne Arnold (2011), l'atrophie des marchés du crédit à long terme au sein desquels la Banque nationale de développement économique et social (BNDES) joue un rôle déterminant. Selon certains, les crédits à long terme accordés par la BNDES à des taux subventionnés, inférieurs à ceux du marché, tendent à avoir un effet d'éviction sur le secteur bancaire privé : la BNDES fournit des financements à long terme et les banques privées se focalisent sur des crédits de court terme et des opérations de trésorerie. En outre, une étude récente de Lazzarini *et al.* (2012) montre que la BNDES accorde une grande partie de ses crédits à de grandes entreprises susceptibles d'obtenir des prêts d'autres sources, ce qui tend à suggérer que les banques privées sont évincées des marchés du crédit.
- La complexité du système fiscal qui pèse sur les entreprises (Arnold, 2011).

Les incitations mises en place par le gouvernement de Dilma Rousseff dans le cadre du programme visant à soutenir la compétitivité externe de l'industrie brésilienne (*Plano Brasil*

Maior^[27]) ne semblent pas porter leurs fruits, la production industrielle ne progressant pas, voire s'inscrivant même en léger recul en 2012 (Graphiques 2.k et 2.l).

[27] Lancé en 2011, ce programme comprend des incitations fiscales pour l'achat de biens en capital, des soutiens financiers à l'investissement via la BNDES, ainsi que des incitations fiscales pour les exportateurs notamment dans les industries intensives en main d'œuvre (FMI, 2013c ; Mourougane, 2011).

Graphique 2.k

Taux de croissance de l'indice de la production manufacturière



Source : Ecowin ; calculs de l'auteur.

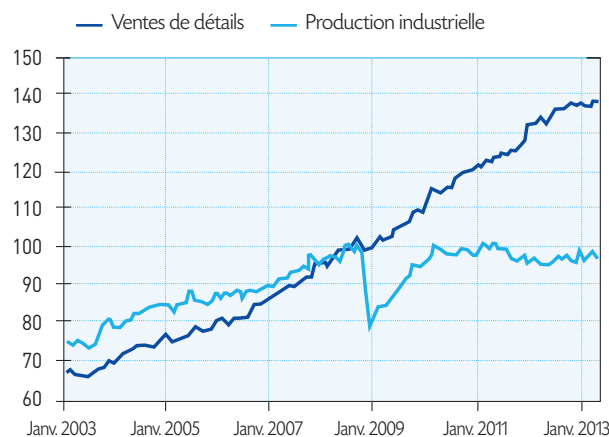
Paradoxalement, malgré la faible croissance, le marché du travail est tendu et le taux de chômage est inférieur à son taux naturel estimé autour de 6 % (Zlotowski *et al.*, 2013). Plusieurs raisons sont avancées pour tenter d'expliquer ce phénomène (FMI, 2013b) :

- ralentissement de la croissance de la population active ;
- composition sectorielle de la croissance tournée vers les services. Entre 2011 et 2012, 80 % des emplois créés l'ont été dans le secteur des services ;
- thésaurisation/rétention du travail (*labor hoarding*)^[28] reflétant les pénuries de compétences et les coûts frictionnels. Malgré la baisse de 2 % de la production manufacturière enregistrée entre 2011 et 2012, l'emploi dans le secteur manufacturier n'a pas été affecté, traduisant le manque d'offre de main-d'œuvre dont souffre le secteur ;
- mesures fiscales visant à soutenir l'emploi à travers les réductions des taxes sur la masse salariale payée par les employeurs.

Cette situation de quasi plein emploi contribue à soutenir la consommation des ménages, mais entretient aussi les pressions inflationnistes.

Graphique 2.l

Évolution des indices de ventes de détails et de production industrielle (base 100 = avril 2008)



Source : Ecowin ; calculs de l'auteur.

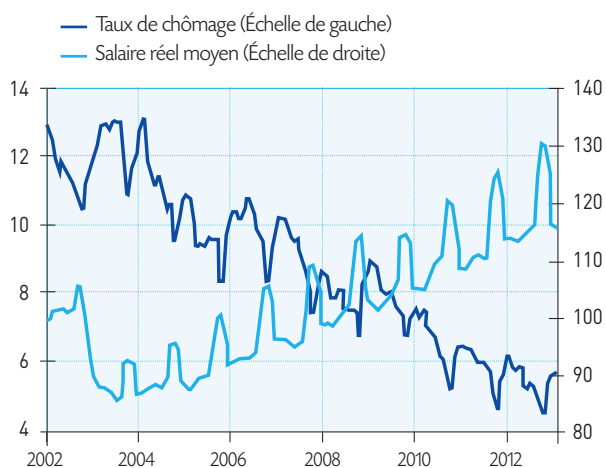
La revalorisation régulière du salaire minimum et la hausse des salaires depuis 2003 (Graphique 2.m) ont impacté les coûts de production contribuant à la perte de compétitivité de l'industrie. Alors que l'appréciation du taux de change au cours de la décennie 2000 pouvait faire partie des facteurs explicatifs de la perte de compétitivité brésilienne, il n'est pas le seul puisque le réal se déprécie depuis deux ans. Les coûts unitaires du travail sont élevés (+150 % entre 2004 et 2011) en raison de la hausse importante des salaires et de la faiblesse de la productivité. Selon l'étude du *Boston Consulting Group* (2013), sur la dernière décennie, la hausse du PIB a reposé pour l'essentiel (74 %) sur la création d'emplois, et pour 26 % seulement sur l'amélioration de la productivité. La productivité reste donc décevante, du fait de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et des emplois créés pour la plupart dans des activités de services peu productives (Zlotowski *et al.*, 2013). Le manque d'infrastructures, notamment portuaires et routières (selon les données de la Banque mondiale, 13,5 % des routes sont bitumées en 2010), pèse également sur les coûts logistiques^[29]. Et le cadre institutionnel est encore trop peu favorable au monde des affaires.

[28] De façon générale, le phénomène de « rétention de main-d'œuvre » signifie qu'en période de ralentissement économique, il peut y avoir une tendance à ne pas licencier la main-d'œuvre en excès parce que le coût de leur maintien est inférieur au coût probable d'avoir à embaucher et/ou à former de nouveaux travailleurs inexpérimentés au cours de la phase de récupération. Par conséquent, les entreprises ont tendance à thésauriser le travail pendant les phases de décélération. Cela implique que pendant les phases de récession, la productivité moyenne du travail baisse.

[29] Le coût des frais payés à l'export pour un conteneur est de 2 215 USD au Brésil en 2012 contre 615 USD en Chine.

Graphique 2.m

Évolution du taux de chômage et du salaire réel moyen (base 100= janv 2012)



Source : Ecowin ; calculs de l'auteur.

La perte de la participation de l'industrie au PIB brésilien et son manque de compétitivité interrogent sur le processus de désindustrialisation (Salama, 2012) précoce de l'économie. Cette question apparaît d'autant plus importante qu'elle est un enjeu tant pour l'emploi (le secteur industriel représente 22 % de l'emploi) que pour la croissance (Zlotowski *et al*, 2013). Et cela d'autant plus que le Brésil va devoir faire face à un enjeu démographique important avec le doublement attendu de la part de sa population âgée d'ici 20 ans (OCDE, 2011).

La situation difficile que traverse actuellement le Brésil intervient à un moment où l'environnement international se modifie : la demande chinoise montre des signes de faiblesse (sachant que les exportations vers la Chine comptent pour 1,7 % du PIB brésilien en 2012 contre 0,2 % en 2000), alors que les liquidités internationales impulsées par la politique américaine se font moindres. Or, ces facteurs ont joué un rôle déterminant dans les performances de croissance enregistrées au cours de la décennie 2000. Dans le contexte actuel, le taux de croissance potentiel de l'économie est revu à la baisse par le FMI à 3,5 % (FMI, 2013b). En l'absence de réformes visant à stimuler l'investissement et à augmenter la productivité, il est probable que la croissance potentielle du Brésil revienne à sa moyenne historique de 2,5-3 %.



3 / Depuis le début des années 2010, la politique budgétaire perd de sa crédibilité

3.1. Les déficits budgétaires sont soutenables dans un contexte qui se tend néanmoins

3.1.1. Une exécution budgétaire sous tension

La maîtrise de l'exécution budgétaire est un enjeu au Brésil, les crises des finances publiques des années 1980 et 1990 ayant contraint l'État à de lourds plans de restructuration. L'adoption de la loi de responsabilité budgétaire en 2000 a contribué à restaurer la discipline budgétaire et la transparence des comptes budgétaires à travers notamment la restructuration de la dette des États, l'instauration de limites

d'endettement et de déficits aux entités publiques (États et municipalités), ainsi que l'adhésion à l'objectif d'excédent primaire (Mourougane, 2011).

Au niveau de l'exécution budgétaire (Tableau 3.a) du gouvernement général (incluant l'État fédéral, les États et les municipalités), les recettes représentent 34 % du PIB en moyenne sur la période 2008-2012, soit un niveau élevé. Elles sont principalement composées de recettes fiscales (70 % des recettes totales en moyenne sur la période) et des contributions sociales (17 % des recettes).

Tableau 3.a Exécution budgétaire du gouvernement général (en % du PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014p
Recettes	33,8	32,8	34,5	34,1	34,6	33,9	33,8
Impôts	24,1	22,6	22,7	23,9	23,7	23,3	23,3
Contributions sociales	5,4	5,6	5,6	5,9	6,3	6	5,8
Autres revenus	4,3	4,6	6,1	4,2	4,7	4,6	4,6
Dépenses primaires	30,1	30,8	32,2	31,1	32,5	32,1	31,8
Salaires	9,3	9,7	9,3	9,3	9,5	9,7	9,6
Utilisation de biens & services*	12	12,1	12,2	12,7	13,2	12,8	12,6
Allocations sociales	6,6	6,9	6,8	6,8	7,2	7,3	7,3
Dépenses en capital	2,2	2,1	3,9	2,3	2,5	2,3	2,3
Paiements d'intérêt sur la dette	5,3	5,3	5,6	6,1	5,4	5,1	5,4
Solde global	-1,6	-3,3	-3,3	-3,1	-3,3	-3,2	-3,4

Source : FMI (divers articles IV). * Les subventions sont incluses dans ce poste (Banque mondiale, 2007).

Les dépenses primaires (hors intérêts sur la dette) représentent 31 % du PIB sur la période 2008-2012 et suivent une tendance haussière. Elles portent pour environ un tiers sur la masse salariale et à hauteur de 22 % sur les avantages sociaux. Les paiements d'intérêts sur la dette s'inscrivent en baisse au cours de la dernière décennie. Ils représentent néanmoins 5,5 % du PIB en moyenne entre 2008 et 2012.

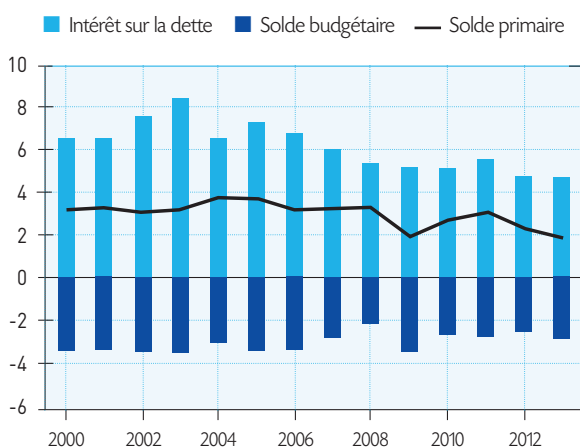
Bien qu'en légère hausse par rapport à leur niveau de 2007, les dépenses en capital sont globalement faibles, atteignant 2,6 % du PIB en moyenne entre 2008 et 2012. Malgré la mise en place du PAC visant à relancer l'investissement, les dépenses ont été inférieures à celles initialement prévues, notamment en raison de la sous-exécution des dépenses en 2010 et 2011. En 2013, les autorités devraient cependant

accélérer la mise en œuvre des projets d'investissement dans les infrastructures et augmenter les dépenses liées à l'organisation de la Coupe du monde avant les élections présidentielles d'octobre 2014 (BNP Paribas, 2013).

Pour faire face à l'impact négatif de la crise financière de 2009, les autorités ont adopté une politique expansionniste qui s'est traduite par une hausse des dépenses courantes et d'investissement, ainsi que par l'augmentation des transferts aux banques publiques (cf. infra). En 2011, la maîtrise des finances publiques a permis d'atteindre l'objectif d'excédent primaire fixé par le gouvernement (3,1 % du PIB) et de contenir le déficit budgétaire du secteur public non financier à 2,6 % du PIB (Graphique 3.a).

Graphique 3.a

Évolution du solde budgétaire du secteur public non financier, des intérêts sur la dette et du solde primaire (en % du PIB)



Source : FMI ; calculs de l'auteur.

Cependant, cela s'est fait au détriment des dépenses d'investissement. En 2012, la hausse plus importante des dépenses que celle des recettes s'est traduite par une réduction de l'excédent primaire du secteur public de 2,4 % du PIB (au lieu de 3,1 % initialement prévu). Selon les autorités, il s'établirait à 2,2 % du PIB en 2013, en raison surtout de la hausse attendue des investissements et de l'adoption de mesures telles que la réduction du prix de l'énergie et des charges salariales pour améliorer la compétitivité des entreprises.

Une des spécificités de l'exécution budgétaire brésilienne provient de l'existence de rigidités budgétaires. Ces dernières se présentent sous forme de revenus pré-affectés et d'allocations obligatoires qui comptent pour 90 % de ces dépenses (FMI, 2012)^[30]. L'existence de ces rigidités introduit d'importantes distorsions dans la gestion budgétaire et réduit les montants disponibles pour l'investissement. En effet, les rigidités contribuent à entretenir une allocation budgétaire basée sur un historique de dépenses, laissant des marges de manœuvre limitées pour une réaffectation en fonction de l'évolution des besoins. Cela se traduit notamment par la difficulté du Brésil à augmenter l'investissement public qui, inférieur à 3 % du PIB, reste faible. En outre, ces rigidités affectent la qualité de l'ajustement budgétaire, la baisse des dépenses ne pouvant porter que sur un sous-ensemble de postes. Enfin, les rigidités budgétaires contribuent à accroître la procyclicité de la politique budgétaire (FMI, 2012).

L'exécution budgétaire est également caractérisée par un système de transferts entre l'État et les États fédérés. La constitution précise qu'une partie des impôts (fédéraux, des États et des municipalités) doit être redistribuée. Les impôts fédéraux portent sur les droits d'importations, le revenu des personnes physiques et morales (sociétés et impôts sur le revenu), la production industrielle, les cotisations sociales et l'ITR (impôt rural, très faible). Les principaux impôts des États sont ceux prélevés sur la circulation des marchandises (ICMS) et sur les automobiles (IPVA, carte grise). Les impôts collectés par les municipalités portent sur les services et la taxe foncière. L'État fédéral collecte les impôts sur les revenus et la production industrielle, qu'il répartit ensuite aux collectivités dans les proportions suivantes : 25 % sont redistribués aux États, 25 % aux municipalités et le reste revient à l'État fédéral. Une partie de ces impôts (environ 3 %) est réinvesti dans les régions les plus pauvres.

[30] Selon la constitution, au moins 25 % des recettes fiscales doivent être allouées à l'éducation, alors que dans le même temps les États et les municipalités doivent dédier respectivement 12 et 15 % de leurs recettes fiscales aux services de santé. Du côté des dépenses obligatoires, la Constitution brésilienne garantit le financement de trois types de dépenses gouvernementales : (i) le partage des recettes avec les États et les municipalités (à travers les transferts en provenance de l'État fédéral) ; (ii) les émoluments et les retraites des salariés du gouvernement ; (iii) le paiement des intérêts sur la dette publique. Dans le même temps, les dépenses au titre de la sécurité sociale font face à des pressions croissantes, notamment en raison de l'indexation des retraites au salaire minimum (FMI, 2012).



Les rigidités budgétaires et la hausse des dépenses^[31] contraignent les marges de manœuvre des autorités en cas de retournement de cycle. L'ajustement budgétaire se fait généralement en réduisant l'investissement public ou en augmentant la charge fiscale. Dans le même temps, pour soutenir la croissance, le recours aux mesures fiscales (exonérations, incitations^[32], baisse du prix de l'énergie) s'accroît depuis 2011. L'exécution budgétaire reste donc soumise à des enjeux importants, notamment concernant : la réduction des rigidités budgétaires en réduisant/flexibilisant les recettes pré-affectées^[33] ; la simplification de la fiscalité, très complexe et élevée au Brésil^[34] ; la répartition des recettes pétrolières (Letilly, 2012).

3.1.2. Érosion du cadre budgétaire

Au cours de la dernière décennie, l'amélioration du cadre de la politique économique (avec notamment l'adoption de la loi de Responsabilité budgétaire, LRF) a contribué au maintien de la stabilité macroéconomique. Cependant, la dépendance croissante aux revenus exceptionnels, les ajustements mis en place pour répondre aux objectifs d'excédent primaire et l'augmentation importante des transferts faits aux banques publiques amenuisent la crédibilité du cadre de la politique publique.

La perte de crédibilité de la politique menée par le gouvernement provient notamment du recours de plus en plus fréquent à des subterfuges comptables (*accounting tricks* ou *creative accounting*) pour satisfaire aux objectifs d'excédents primaires annoncés. En 2012, les autorités ont ainsi utilisé plusieurs mesures comptables pour tenter d'atteindre l'objectif fixé d'excédent primaire (3,1 % du PIB contre 2,4 % effectivement réalisé)^[35] : retrait du fonds souverain de 12,4 mds BRL ; anticipation de versement d'un dividende de 2,3 mds BRL de la BNDES et de 4,7 mds BRL de la Caixa, soit 0,4 % du PIB de recettes supplémentaires (BNP Paribas, 2013). Pour 2013, il est

probable que l'excédent primaire s'établisse autour de 2,3 % du PIB, aidé par les traitements comptables prévus sous forme de déduction du montant des investissements faits dans le cadre du PAC (Tesouro Nacional, 2013).

Comme indiqué par le FMI (2013b), le projet de loi de finances pour 2014 prévoit, par ailleurs, la mise en place d'importants ajustements à la cible de solde primaire (pouvant s'élever jusqu'à 1,4 % du PIB), ainsi qu'une proposition visant à libérer le gouvernement fédéral de l'obligation de couvrir le déficit primaire au niveau sous-national (ce qui signifie qu'il n'aurait plus à compenser le manquement aux objectifs d'excédents primaires enregistrés au niveau des États et des municipalités). Cela risque de réduire la couverture de l'objectif d'excédent primaire et d'affaiblir l'intérêt du Trésor à exercer les pouvoirs de contrôle sur l'endettement sous-national qui lui sont conférés par les accords de restructuration de la dette de la fin des années 1990 et par la Loi de Responsabilité budgétaire (LRF) (Ter Minassian, 2013).

Un autre facteur contribuant à décrédibiliser la politique budgétaire provient du vaste recours à des opérations quasi-budgétaires, et cela à travers la hausse des prêts accordés aux banques publiques. Suite à la crise financière de 2008-2009, la politique contra-cyclique mise en place par les autorités s'est traduite par une hausse massive des prêts accordés aux banques publiques (notamment à la BNDES), soutenu par des prêts du Trésor (cf. 3.2.). L'utilisation des banques fédérales (BNDES et Caixa) comme outil de relance budgétaire se poursuit néanmoins depuis. L'accumulation de ces crédits engendre des risques budgétaires potentiels futurs pour le gouvernement, alors qu'ils constituent aussi une subvention budgétaire (car ils portent un taux inférieur au coût de la dette publique). Parallèlement, ces politiques de prêts aux banques publiques contribuent également à inverser la tendance à la baisse de la dette brute sur le PIB (FMI, 2013b).

[31] Les dépenses primaires de l'État central en part du PIB ont augmenté de 30 % entre 2000 et 2010 (Mourougane, 2011). Selon la Banque mondiale (2007), les dépenses publiques sont historiquement élevées au Brésil et résultent à la fois des politiques publiques mises en place pour soutenir la stratégie de développement basée sur un interventionnisme fort de l'État au cours des années 1950-1970, et de la hausse de la décentralisation instituée par la constitution de 1988 qui a donné davantage de latitude aux États au niveau de leurs dépenses, alors que dans le même temps leur autonomie au niveau des recettes reste plus contrainte. La constitution de 1988 est « municipaliste » et permet ainsi aux municipalités d'accroître leur autonomie et leurs champs de compétences.

[32] Les mesures comportent entre autres des réductions des taxes à la consommation sur les biens durables, sur les biens alimentaires, et des baisses des charges sociales pour certains secteurs. Pour une description détaillée des mesures fiscales mises en place depuis 2011, voir la Box 4 du FMI (2013b).

[33] Les autorités ont mis en place un mécanisme pour réduire le montant des recettes pré-affectées (DRU-Desvinculuq'a'o de Receitas da Unia'o) et tenter d'accroître la flexibilité budgétaire. Selon la Banque mondiale (2009), l'impact de ce mécanisme reste cependant limité en raison des niveaux élevés des dépenses obligatoires.

[34] Un des sujets importants porte sur l'harmonisation de l'ICMS (taxe indirecte sur les ventes) appliquée par les États à des taux différents et qui tend à être fortement distorsive (FMI, 2011).

[35] Il est par ailleurs important de noter que ces subterfuges comptables sont en place depuis quelques années. Notamment, on assiste à une réduction progressive du périmètre de couverture/définition « du secteur public ». Cela a commencé avec l'exclusion en 2009 de la compagnie pétrolière nationale (Petrobras), et en 2010, de la compagnie nationale d'électricité (Eletrobras) de ce périmètre. L'objectif officiel de ces retraits était d'éviter de contraindre indûment les programmes d'investissements de ces entreprises nécessaires à leurs activités.

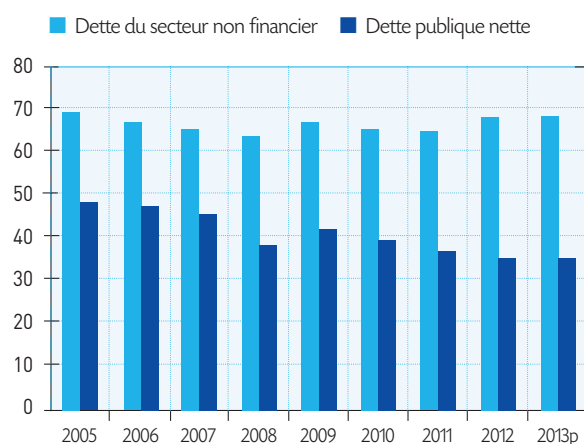
Ces différentes mesures contribuent à réduire la confiance des agents économiques dans la politique budgétaire en affaiblissant le rôle de l'objectif du solde primaire comme signal de l'orientation de la politique budgétaire. Cela est problématique étant donné que l'adoption de la loi de responsabilité budgétaire et l'apparition d'excédents primaires ont joué un rôle fondamental dans l'amélioration des performances macroéconomiques du pays au cours de la dernière décennie. Et cela, non seulement au niveau de la discipline budgétaire qui a permis l'assainissement des finances publiques, mais également au niveau des performances d'inflation, l'apparition d'excédents primaires ayant amélioré la formation des anticipations d'inflation (Cerisola et Gelos, 2005^[36]). La perte d'un repère fiscal fiable détériore la capacité du gouvernement et des agents économiques à évaluer la pertinence de la politique budgétaire (Ter-Minassian, 2013).

3.2. Une dette publique en baisse mais dont le niveau reste élevé

Aidée par le dégagement d'excédents primaires important et par une croissance soutenue, la dette publique brute du secteur non financier a baissé régulièrement au cours de la dernière décennie. Elle s'élève à 68 % du PIB en 2012 contre plus de 80 % du PIB en 2002. En termes nets (nomenclature retenue par les autorités brésiliennes), la dette publique a également baissé dans des proportions importantes, passant de plus de 48 % du PIB en 2005 à 35,2 % fin 2012 (Graphique 3.b). Cette forte baisse reflète l'accumulation d'actifs financiers, notamment de réserves internationales et les crédits accordés aux institutions publiques financières (FMI, 2013b).

Graphique 3.b

Dette du secteur public non financier et dette publique nette (en % du PIB)



Source : FMI (art. IV 2012).

La distinction entre le périmètre de la dette retenu par le FMI et celui retenu par les autorités^[37] se traduit par un écart en moyenne d'environ 25 points de PIB des niveaux d'endettement. Le concept de dette nette retenue par les autorités brésiliennes tient compte des actifs (réserves internationales) de la BCB et des crédits accordés aux institutions financières publiques par l'intermédiaire du Trésor (au Brésil, c'est le Trésor qui émet les titres publics et non la Banque centrale). Les prêts du Trésor (subventionnés) à ces institutions n'affectent ni le solde primaire (traité selon le concept « *below the line* »^[38]), ni la dette publique nette (car ils sont considérés comme une acquisition par le gouvernement d'actifs financiers et non comme un décaissement du Trésor). En outre, l'écart entre le taux payé par le Trésor sur le marché pour se financer et celui perçu sur les prêts subventionnés a un coût et se reflète au cours du temps dans la charge des paiements nets d'intérêts.

[36] Les auteurs montrent à l'aide d'estimations économétriques que, depuis 2003, les anticipations d'inflation sont beaucoup moins ancrées sur le passé et davantage sur la cible, ce qui contribue à raccourcir les délais entre la modification des instruments monétaires et la matérialisation de ses effets sur l'objectif.

[37] Selon la définition du FMI, la dette brute du secteur non financier comprend la dette des entreprises publiques non financières et celle du gouvernement général. Contrairement à la définition des autorités, la dette brute du gouvernement général inclut les bons du Trésor apparaissant dans le bilan de la BCB. Pour les autorités, la dette nette du secteur public comprend celle de l'État fédéral (État central, BCB, et sécurité sociale), celle des États fédérés et des municipalités et celle des entreprises publiques. Les actifs du secteur public incluent les réserves internationales de la BCB, les prêts de la BCB aux institutions financières, les crédits de l'État fédéral aux institutions financières publiques et les actifs du Fonds d'aide aux travailleurs (FAT). Par ailleurs, les autorités brésiliennes retiennent un concept de dette nette. De façon générale, le concept de dette nette tient compte du fait que les actifs, plus ou moins liquides, du gouvernement peuvent être utilisés pour rembourser la dette brute et donc sont déduits du montant de la dette brute.

[38] Selon le concept « *below the line* », le résultat budgétaire provient de la variation de l'endettement net et non de la différence entre les recettes et les dépenses. Les paiements nets d'intérêts n'apparaissent pas. Ce concept permet de capter une partie des besoins de financement de l'État.

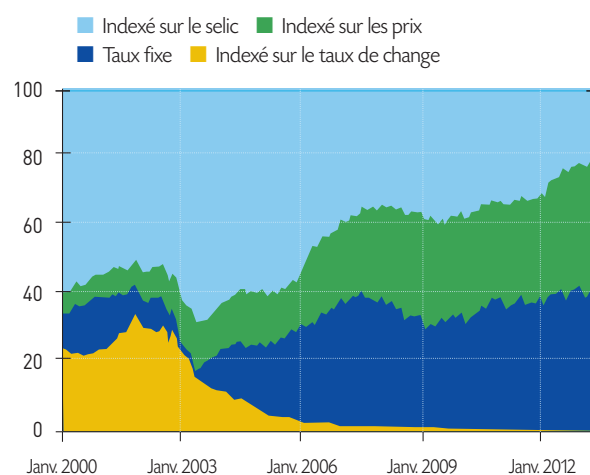
Le montant des crédits à la BNDES est ainsi passé de moins de 1 % du PIB à la mi-2008 à plus de 8 % du PIB actuellement. Comme le note le FMI (2013b) : « *Treasury transfers to BNDES and other public banks have added 8 percent of GDP to the stock of gross debt during 2008-2012. In 2012, the increase in gross public debt was driven by Treasury lending to public banks, which amounted to 1,5 % of GDP. Policy lending has not affected the authorities' definition of net debt as financial assets (public bank obligations to the Treasury) have increased accordingly* ». Ils représentent à eux seuls 30 % des actifs du gouvernement général en juillet 2013 contre 6 % en décembre 2008.

Au niveau de la structure de la dette publique, cette dernière est essentiellement domestique. La dette publique externe est faible et le Brésil est devenu créancier vis-à-vis du monde à partir 2006. La faible part de l'endettement en devises et la position créditrice du pays vis-à-vis du reste du monde contribue à réduire l'exposition au risque de dépréciation du change et par ricochet les risques sur la viabilité de la dette.

Le profil de la dette publique s'est aussi amélioré au cours de la dernière décennie (Graphique 3.c) : la part indexée au taux Selic s'inscrit en baisse, alors que celles indexées à l'inflation et à taux préfixé augmentent. En outre, la maturité de la dette s'est allongée passant de 3,6 ans en 2002 à 4 ans en 2012. Les besoins de refinancement demeurent cependant élevés avec environ un quart de la dette fédérale domestique étant à maturité chaque année (FMI, 2013b).

Graphique 3.c

Composition de la dette domestique (en % de la dette totale)



Source : Ecowin.

Depuis 2009, Petrobras et Eletrobras ont été retirés du périmètre de la dette. Or, les récentes levées de fonds par Petrobras sur les marchés financiers internationaux (11 mds USD en mai 2013 et annonce début janvier 2014 d'une émission de 5 mds USD pour développer les gisements off-shore) pour répondre à ses besoins d'investissement pourraient devenir des passifs contingents si les réserves de pétrole des champs Pre-Salt^[39] ne sont pas assez rentables.

[39] Découvert en 2007, les champs pétroliers du Pre-Salt (champs *off-shore* en eaux profondes) sont soumis à d'importants problèmes techniques pour leur exploitation, nécessitant des investissements conséquents pour y remédier. La production pétrolière brésilienne avérée s'élève à 15 mds de barils. La découverte des champs Pré-Salt ajouterait de 50 à 100 mds de barils aux réserves probables du Brésil, permettant d'accroître la production à près de 3 mds de barils par jour d'ici 2020. Dans ce cas de figure, le Brésil ferait partie des cinq premiers pays pétroliers au monde (FMI, 2012).

4 / Des comptes externes marqués par la hausse des déficits courants néanmoins compensés par le maintien d'entrées importantes de capitaux

4.1. Le déficit courant se creuse en raison d'une baisse de l'excédent commercial

Avec un taux d'ouverture de 25 % du PIB en moyenne sur la dernière décennie, le Brésil est une économie peu ouverte. Les exportations de biens et services représentent en moyenne 13 % du PIB sur la période 2000-2012 et 12 % pour les importations.

Le solde commercial est excédentaire depuis 2000 (Graphique 4.e). Il atteint 2,4 % du PIB en moyenne sur la période 2000-2012. Il s'inscrit en recul depuis 2008 à 1,2 % du PIB en moyenne et est devenu déficitaire au 1^{er} trimestre 2013.

Les exportations de marchandises sont relativement diversifiées, même si l'on assiste à une hausse des exportations de biens primaires sur la période récente. Elles sont composées pour légèrement plus de la moitié de produits manufacturés et semi-manufacturés (Graphique 4.a). Leur part dans les exportations totales s'inscrit cependant à la baisse au cours de la dernière décennie au profit de la hausse des exportations de produits primaires, comprenant le pétrole et les produits agricoles. Les exportations de pétrole brut représentent ainsi près de 9 % des exportations totales en 2012 contre moins de 1 % en 2000. Ces dernières ont bénéficié d'un effet prix particulièrement favorable sur la période 2004-2008, puisque l'indice des prix des exportations de pétrole et gaz a augmenté de 367 % entre janvier 2004 et août 2008, contre 84 % en volume.

La question de la désindustrialisation de l'économie brésilienne peut s'appréhender à travers l'évolution de ses exportations. Canuto *et al.* (2013) ont analysé la compétitivité des

exportations brésiliennes sur la dernière décennie. Plusieurs éléments ressortent de leur analyse :

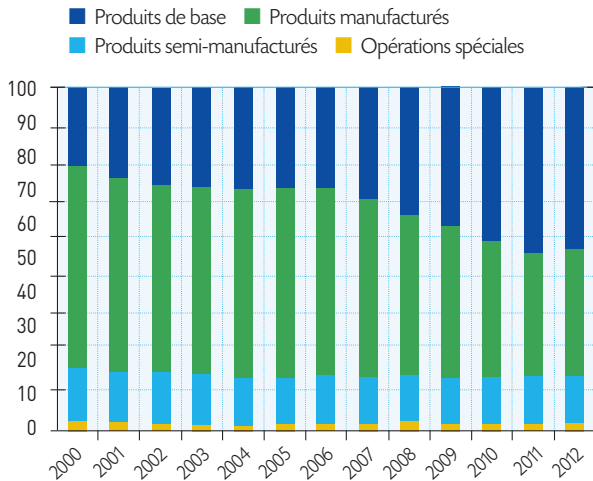
- les exportations à fort contenu en technologie se sont inscrites à la baisse au cours des dernières années, ce qui reflète davantage la faiblesse des performances du secteur que la hausse concomitante des biens primaires ;
- l'analyse de la dynamique des exportations à partir de données d'entreprises montre que le taux de pénétration des entreprises sur les marchés à l'export a baissé entre 2003 et 2009, ce qui peut être lié soit à la faiblesse de la productivité au niveau des entreprises, soit à des coûts d'exportation élevés ;
- entre 2005 et 2011, la hausse des exportations brésiliennes résulte principalement d'un effet géographique (Chine) et sectoriel (hausse des produits primaires exportés), l'effet compétitivité étant très faible ;
- le coefficient de pénétration (part des importations dans la consommation industrielle) a augmenté significativement entre 2000 et 2010 (pour un taux de croissance des exportations moins élevé), tendant à suggérer que les performances médiocres de la production et des exportations industrielles résultent d'un manque de compétitivité lié aux facteurs d'offre.

Les importations, elles, se composent essentiellement de produits intermédiaires et de matières premières^[40] (Graphique 4.b). Ce poste représente 45 % des importations totales en 2012. Les biens de consommation durable s'inscrivent à la hausse depuis le milieu des années 2000, passant de 5,3 % des importations en 2005 à 10 % en 2012.

[40] Dans la nomenclature brésilienne, les biens de consommation durable comprennent : les machines et appareils à usage domestique, les meubles et équipements de la maison, les appareils ménagers, les véhicules de tourisme. Les biens de consommation non durables portent sur les boissons et le tabac, les denrées alimentaires, les produits pharmaceutiques, les produits de beauté, les vêtements et autres textiles. Les produits intermédiaires et matières premières incluent : les accessoires pour le matériel de transport, l'alimentation animale, les matériaux de construction, les pièces de rechange, les produits minéraux, les produits chimiques. Les biens d'équipement comprennent : les accessoires pour machines industrielles, le matériel fixe pour le transport, l'équipement mobile pour le transport, les outils, les machines et appareils pour les bureaux, les machines industrielles, les pièces détachées pour les biens d'équipement.

Graphique 4.a

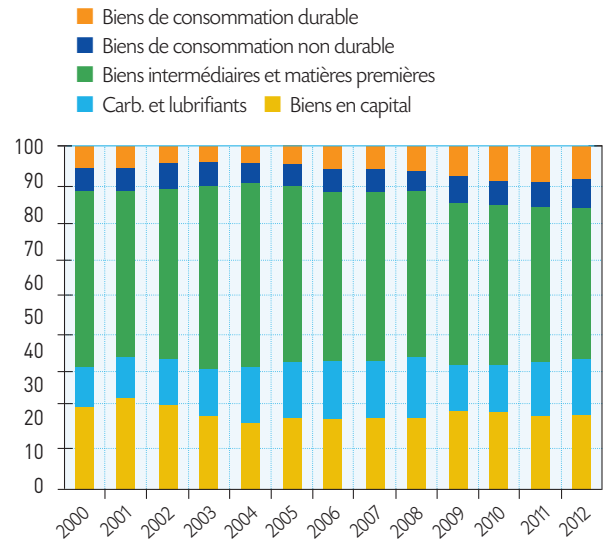
Composition des exportations par produits (en % des exportations totales)



Source : Ecowin, calculs de l'auteur.

Graphique 4.b

Composition des importations de biens (en % des importations totales de marchandises)

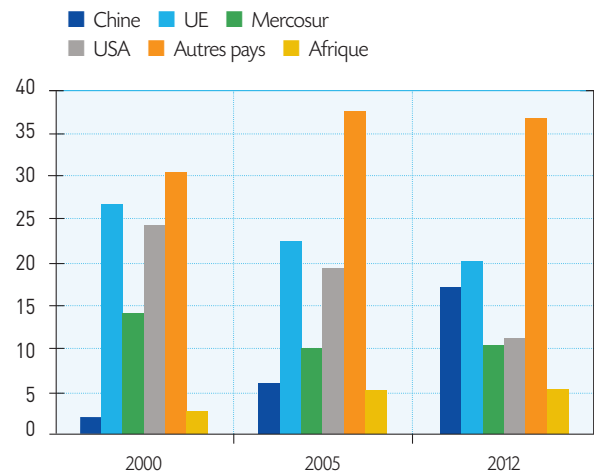


Source : Ecowin, calculs de l'auteur.

Par destinations géographiques, alors que l'Union européenne et les États-Unis comptaient parmi les principaux partenaires commerciaux du Brésil en 2000, leur part dans les échanges s'inscrit cependant en recul au profit de la Chine et de l'Afrique (Graphiques 4.c et 4.d). Notamment, la place de la Chine a fortement progressé tant au niveau des exportations que des importations. Au niveau des exportations, la Chine compte pour près de 20 % des exportations totales brésiliennes en 2012 contre moins de 3 % en 2000. Au niveau des importations, la Chine est aussi devenue au cours de la dernière décennie l'un des principaux fournisseurs du Brésil, sa part dans les importations du Brésil étant passée de 2 % des importations totales en 2000, à 15 % en 2012. Le Brésil est ainsi devenu plus vulnérable à l'évolution de la conjoncture chinoise.

Graphique 4.c

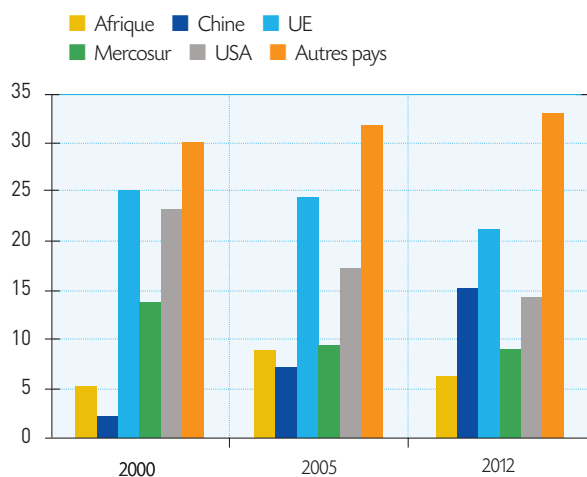
Exportations par destinations géographiques (en % des exportations totales)



Source : Ecowin, calculs de l'auteur.

Graphique 4.d

Importations par destinations géographiques (en % des importations totales)



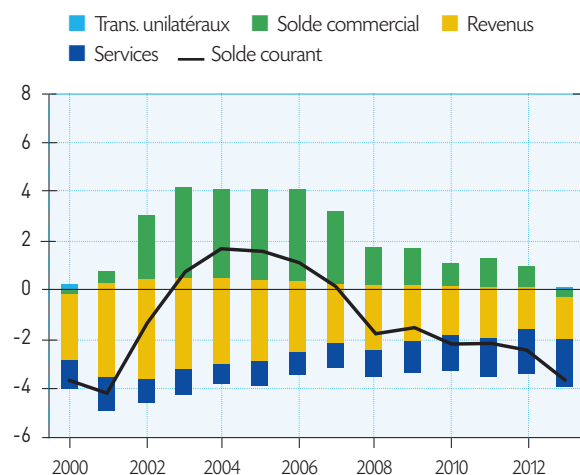
Source : Ecwin. calculs de l'auteur.

L'évolution du solde courant est volatile (Graphique 4.e). Sur la période 2000-2012, il enregistre un déficit moyen de 1,1 % du PIB, ponctué par un plus bas à 4 % du PIB en 2001 et un excédent de 1,8 % du PIB en 2004. Le solde des revenus est déficitaire (2,6 % du PIB en moyenne sur la période). Il porte principalement sur les revenus (dividendes) relatifs aux investissements directs étrangers et de portefeuille. Dans le même temps, le déficit du solde des services représente 1,1 % du PIB sur la période considérée.

La détérioration du solde courant depuis 2008 s'accompagne d'un déficit courant moyen de 2 % du PIB entre 2008 et 2012. Il résulte principalement de la baisse de l'excédent commercial. Au 1^{er} trimestre 2013, la dégradation de la position commerciale (notamment en raison de la hausse des importations d'énergie nécessaires pour compenser la baisse de la production domestique) a contribué à creuser le déficit courant à 3,8 % du PIB. Selon les prévisions du FMI, le déficit courant s'élèverait autour de 3,75 % du PIB à moyen terme. Ces prévisions sont néanmoins soumises à plusieurs incertitudes liées à la taille potentielle des réserves de pétrole, au démarrage de la production des nouveaux champs, aux montants des investissements nécessaires et aux contraintes potentielles de capacités existantes (FMI, 2013b).

Graphique 4.e

Solde courant (en % du PIB)



Source : Ecwin. calculs de l'auteur.

Graphique 4.f

Évolution du taux de change nominal USD par BRL



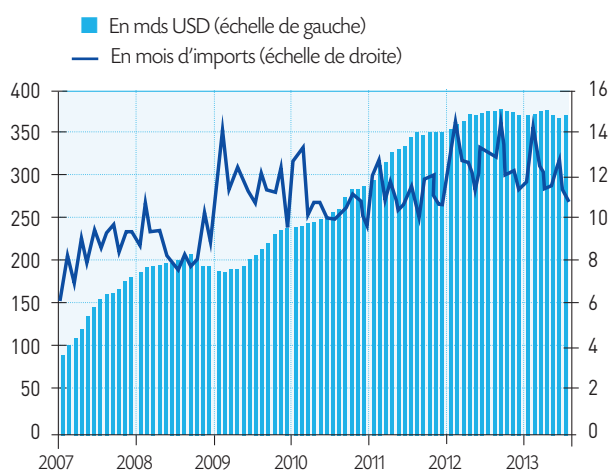
Source : Ecwin.



Malgré la dépréciation du taux de change nominal (Graphique 4.f) amorcée depuis la mi-2011 (entre début janvier 2012 et septembre 2013, le taux de change du BRL a perdu 21 % par rapport au dollar), le taux de change effectif réel (TCER) reste 15 % au-dessus de son niveau moyen de long terme (FMI, 2013b). Sur l'année 2013, le BRL a perdu 11 % par rapport au dollar entre début janvier et début septembre. Le Brésil applique un régime de change flexible dans un cadre de ciblage d'inflation (4,5 % +/-2 %). La Banque centrale peut cependant intervenir sur le marché des changes pour réduire une volatilité excessive du BRL. Dans le contexte récent de tensions sur les marchés émergents, et de manière à soutenir sa monnaie, la BCB a mis en place depuis le 23 août un programme d'enchères sous forme de swap. Il est prévu que ce programme dure au moins jusqu'au 31 décembre 2013. Comme indiqué par la BCB, des ventes aux enchères ont lieu tous les lundi, mardi, mercredi et jeudi (500 M USD offerts par jour). Le vendredi, la Banque centrale organise des enchères pour vendre (avec promesse de rachat) des lignes de crédit d'une valeur de 1 md USD. Si elle le juge nécessaire, le BCB effectuera des opérations supplémentaires. En outre, le Brésil devrait contribuer au fond de réserves annoncé par les BRICS (100 mds USD avec une contribution brésilienne de 18 mds USD) lors du G20 de St Petersburg pour atténuer les turbulences enregistrées récemment sur leurs marchés des changes.

Graphique 4.g

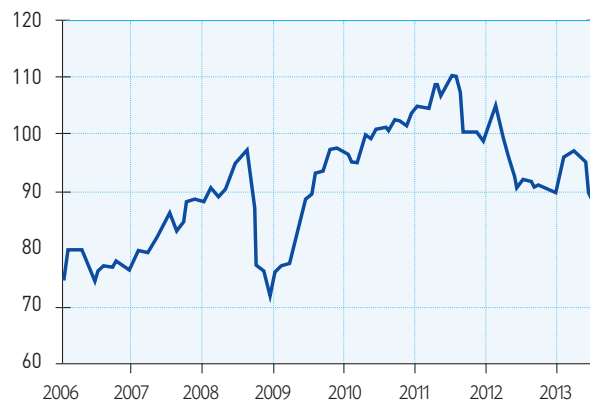
Réserves (en mds USD et mois d'imports)



Source : FMI (IFS) ; calculs de l'auteur.

Graphique 4.h

Évolution de l'indice du taux de change effectif réel (base 100 = 2010)



Source : BRI (Banque des Règlements Internationaux).
Note : une baisse signifie une dépréciation du TCER.

La liquidité externe du pays est bonne. Fin juillet 2013, les réserves atteignaient 369,1 mds USD et couvraient près de 11 mois d'importations (Graphique 4.g). L'accumulation des réserves au cours de la dernière décennie résulte davantage de l'impact des politiques monétaires menées dans les pays occidentaux (États-Unis, Grande-Bretagne, Europe), qui ont favorisé les entrées de capitaux au Brésil, que d'une volonté propre des autorités brésiliennes. Cela a permis au Brésil d'accroître ses marges de manœuvre pour faire face à des chocs exogènes. Par ailleurs, les réserves couvraient 9 fois la dette externe de court terme à fin mars 2013.

4.2. Les flux d'IDE et de portefeuille restent soutenus

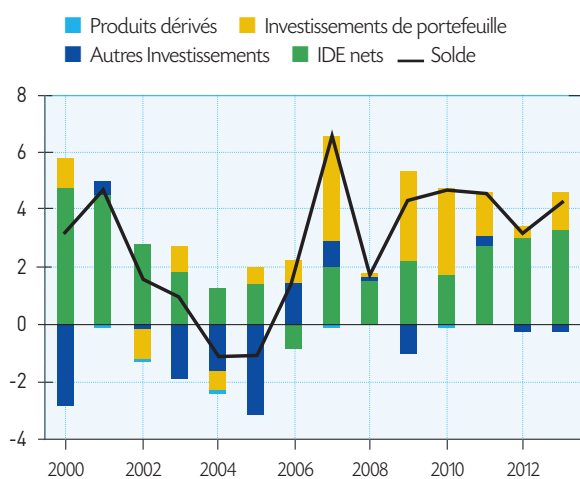
Au cours de la dernière décennie, l'évolution du compte de capital et financier a été erratique (Graphique 4.i). Dans la première moitié des années 2000, le solde du compte de capital a été fortement influencé par l'évolution des investissements directs étrangers (IDE). Ces derniers s'élevaient à 3,9 % du PIB entre 1998 et 2003. Puis, après une courte période de dégradation du solde du compte de capital et financier en 2004 et 2005, celui-ci est devenu fortement excédentaire à 3,8 % du PIB en moyenne entre 2006 et 2012. Sur cette période, les IDE ont continué à être une composante importante des flux de capitaux. Dans le même temps, les flux de portefeuille ont augmenté de manière significative jusqu'en 2010, attirés notamment par des rendements intéressants et un environnement externe porteur. Ces importantes entrées de capitaux ont contribué à l'appréciation du BRL. Pour limiter

l'impact potentiellement déstabilisateur des flux massifs de capitaux volatiles et la volatilité du change, les autorités ont accumulé des réserves et ont eu recours à des instruments macro prudentiels : plafond sur les prêts en devises, limites sur les positions ouvertes en devises, réserves obligatoires, provisionnement des pertes attendues (FMI, 2013c). Notamment, le gouvernement a introduit en 2009 l'*Imposto de Operações Financeiras* (IOF), une taxe sur les opérations de titres à revenus fixes^[41]. En juin 2013, cette taxe a été supprimée dans le contexte de dépréciation du BRL.

En 2011, le montant des IDE nets a presque doublé à 70 mds USD (2,7 % du PIB), tandis que les flux de portefeuille ont fléchi à 35 mds USD (soit 1,4 % du PIB). En 2012, les IDE nets se sont maintenus à un niveau élevé (3 % du PIB), alors que les investissements de portefeuille se sont inscrits en recul s'élevant à 0,4 % du PIB. Au premier semestre 2013, les investissements de portefeuille se sont inscrits à la hausse, à 1,3 % du PIB, et le niveau des IDE s'est maintenu à un niveau soutenu (3,3 % du PIB).

Graphique 4.i

Évolution des composantes du solde du compte de capital et financier (en % du PIB)



Source : Ecowin ; calculs de l'auteur.

À moyen terme, il est possible que les IDE, déjà à un niveau élevé, progressent peu. En cas de baisse des investissements de portefeuille, les tensions sur le financement de l'économie dans un contexte de creusement attendu du déficit courant pourraient s'accroître. La tendance à la dépression du BRL se poursuivrait, ce qui contribuerait à alimenter les pressions inflationnistes. Dans le même temps, cela pourrait être favorable à la compétitivité qui s'est érodée ces dernières années.

4.3. La dette externe est faible et en baisse

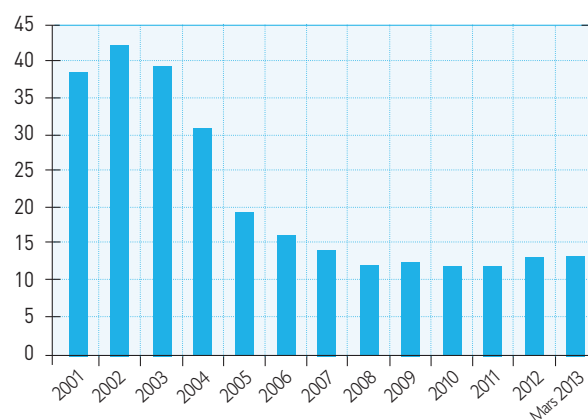
La dette externe totale s'inscrit à la baisse sur la dernière décennie (Graphique 4.j). Elle représentait près de 40 % du PIB fin 2001 contre 13,2 % du PIB en mars 2013.

Selon les données de la Banque centrale, la dette externe est surtout à maturité de long terme (90 % de la dette externe totale fin 2012).

La dette externe est essentiellement privée. La part de la dette de l'État central a baissé de plus de 10 points de pourcentage du PIB au cours de la dernière décennie pour représenter 2,6 % du PIB fin 2012 (Graphique 4.k).

Graphique 4.j

Dette externe (en % du PIB)



Source : BCB, FMI (WEO), calculs de l'auteur.

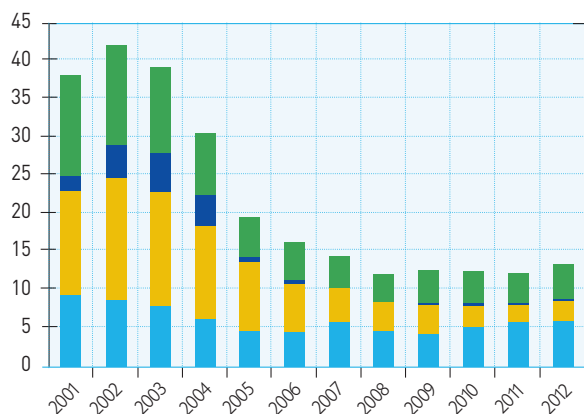
[41] La taxe a d'abord concerné les opérations à revenu fixe puis elle a été progressivement étendue aux actions, aux produits dérivés, aux emprunts à l'étranger et aux achats par carte de crédit à l'étranger.



Graphique 4.k

Dette externe totale par débiteurs
(en % du PIB)

■ Autres secteurs ■ Autorités monétaires
■ État central ■ Banques commerciales



Source : BCB, FMI (WEO). calculs de l'auteur.

Le faible niveau de dette externe réduit la vulnérabilité au risque de change. La dette externe étant essentiellement privée, la question se pose de savoir dans quelle mesure le recours à l'endettement externe par le secteur privé résulte de difficultés à lever des fonds au niveau local.

5 / Un secteur bancaire en expansion et une politique monétaire qui se resserre en 2013

5.1. Intermédiation financière en hausse sur la dernière décennie

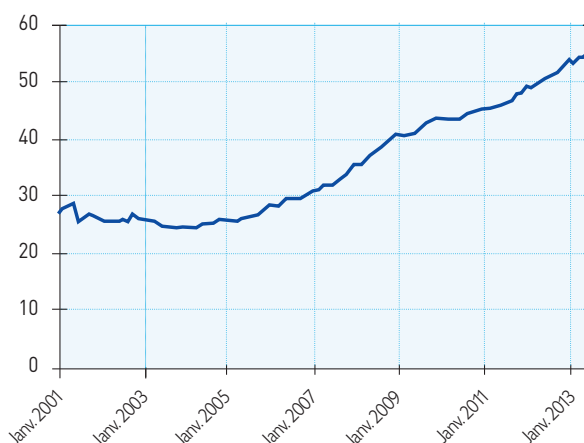
Le système financier brésilien est caractérisé par la présence de conglomérats et le poids du secteur public, avec une participation étrangère faible. Il comprend plus de 2 000 institutions financières, dont 159 banques (commerciales et multiples). Fin décembre 2012, le secteur bancaire comptait 22 banques commerciales. L'essentiel de l'activité bancaire est concentré autour de celle de cinq principales banques^[42] qui représentent environ 40 % de l'actif du système financier et 66 % de l'actif bancaire (FMI, 2013d).

L'intermédiation financière a longtemps été faible au Brésil, reflétant l'insuffisance des crédits accordés par les banques commerciales au secteur des entreprises et l'historique inflationniste du pays. Les banques s'engageaient essentiellement dans des opérations de trésorerie à court terme (les obligations d'État constituant les principaux actifs des banques ainsi que les fonds de pension et les fonds communs de placement), pénalisant les entreprises et les ménages dans leur accès au crédit. Les banques privées limitaient leurs concours au secteur privé à des transactions commerciales de court terme et sans risque. Le marché du crédit était donc très segmenté. Les crédits bancaires administrés étaient accordés dans une large mesure par la BNDES.

Sur la dernière décennie, le crédit sur PIB a rapidement progressé. Comme le souligne le FMI (2013a): « *A structural transformation has helped raise the supply and demand of credit. Capital inflows providing liquidity to banks, and the development of the domestic capital market, have fueled the supply of credit. Economic stability, associated to a better business environment, strengthening labor markets and social stability have raised the demand for credit by corporates and consumers.* » Le crédit qui représentait moins de 30 % du PIB en 2005 a ainsi presque doublé en moins de 10 ans pour s'établir à près de 60 % en 2012 (Graphique 5.a).

Graphique 5.a

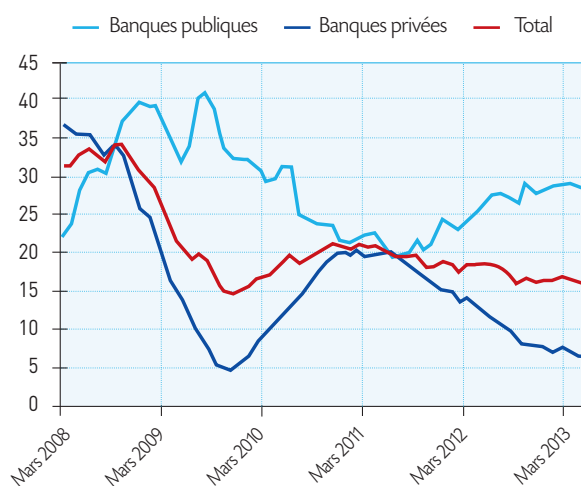
Évolution du crédit (en % du PIB)



Source : Ecwin ; calculs de l'auteur.

Graphique 5.b

Évolution en valeur du cycle de crédit (en % et g.a)



g.a. Glissement annuel.

Source : BCB, calculs de l'auteur.

[42] Ces banques sont : Banco do Brazil (publique), Itau (privée domestique), Bradesco (privée domestique), Caixa (publique), la BNDES (publique).



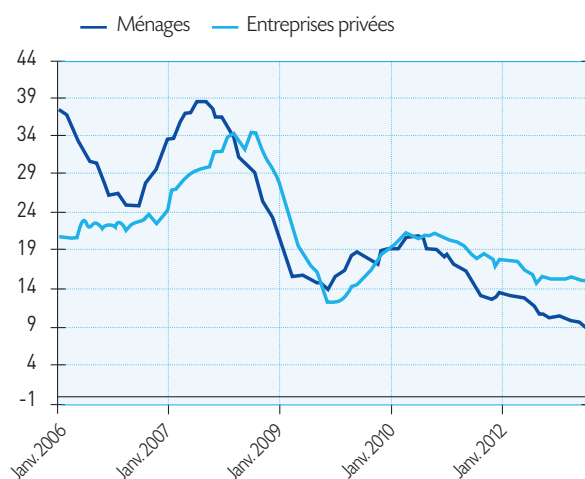
Au niveau du cycle du crédit, après avoir fortement chuté au moment de la crise financière de 2009, le crédit a repris jusqu'en mars 2011 (Graphique 5.b). Depuis, il s'inscrit légèrement en baisse mais se maintient grâce à la forte hausse des crédits accordés par les banques publiques (+ 28 % entre décembre 2011 et décembre 2012), ce qui permet de compenser la baisse de celui accordé par les banques privées. La forte croissance du crédit des banques publiques provient notamment de la Caixa (+40 % entre 2011 et 2012 selon le FMI, 2013b). Bien que spécialisée dans les crédits immobiliers et le financement des collectivités locales, sa récente ouverture à d'autres types de crédits (découverts bancaires, *non payroll personal loans*) pourrait être source d'inquiétudes dans la mesure où sa capitalisation est proche des minimums réglementaires requis et son taux de prêts non-performants (PNP) s'inscrit à la hausse (FMI, 2013b).

Conséquence de cette hausse des crédits publics, leur part représente 48 % du total des crédits fin 2012, contre 36 % fin 2008. Cette expansion du crédit public résulte des transferts en provenance du Trésor qui ont fortement augmenté depuis la crise financière de 2009 (cf. section 2). En 2012, le Trésor a ainsi prêté un montant égal à 1 % du PIB de la BNDES et à 0,5 % à la Caixa et à la Banco do Brasil. À la suite de ces opérations, fin 2012, le total des engagements nets des banques publiques vis-à-vis du Trésor s'élevait à 9,2 % du PIB dont 8,4 % pour la BNDES. Le coût budgétaire des prêts accordés par l'État a également augmenté : la Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), taux de référence des crédits à long terme auquel le Trésor prête à la BNDES, a été réduit de 100 points de base à 5 % en 2012, cette baisse de taux s'appliquant sur tous les prêts en cours (FMI, 2013b). Le coût de la subvention accordée peut être estimé en multipliant le total des montants transférés à la BNDES par l'écart entre le TJLP et le taux d'intérêt moyen sur la dette publique [43]. En 2012, en tenant compte de transferts équivalents à 1 % du PIB, la subvention était proche de 0,6 % du PIB.

La décélération du crédit accordé par les banques privées est perceptible à travers les crédits aux ménages et aux entreprises privées qui poursuivent leur tendance baissière entamée en février 2011 (Graphique 5.c).

Graphique 5.c

Évolution du cycle de crédit par débiteurs (en % et g.a)



Source : FMI (IFS), calculs de l'auteur.

Par catégorie, les crédits à la consommation ont fortement progressé sur la période récente. Cela s'est accompagné d'une hausse de l'endettement des ménages associée à une augmentation du service de leur dette (cette dernière étant passé de 15,6 % en janvier 2005 à 22,9 % début 2012 [44]). Par ailleurs, parmi les crédits aux ménages, les prêts immobiliers (*mortgage*) ont crû le plus vite : de 50 % par an entre 2010 et 2011 (FMI, 2013e).

Pour limiter les risques systémiques potentiels de cette hausse des crédits aux ménages, depuis fin 2010 les autorités ont renforcé l'application de mesures macro prudentielles : hausse des réserves obligatoires sur les dépôts à terme (Mourougane, 2011), imposition de taxes sur certains segments de crédits à la consommation, hausse de la maturité des prêts pour les achats de voitures et du montant de l'apport nécessaire, hausse des paiements minimums sur les factures de cartes de crédits, augmentation des exigences de capital pour les prêts à la consommation de long terme.

[43] Cette donnée est tirée de l'analyse de viabilité de la dette parue dans l'art IV du FMI de juillet 2013.

[44] Dans le même temps, l'endettement des ménages représente 40 % du revenu disponible en 2013 contre 30 % en 2008.

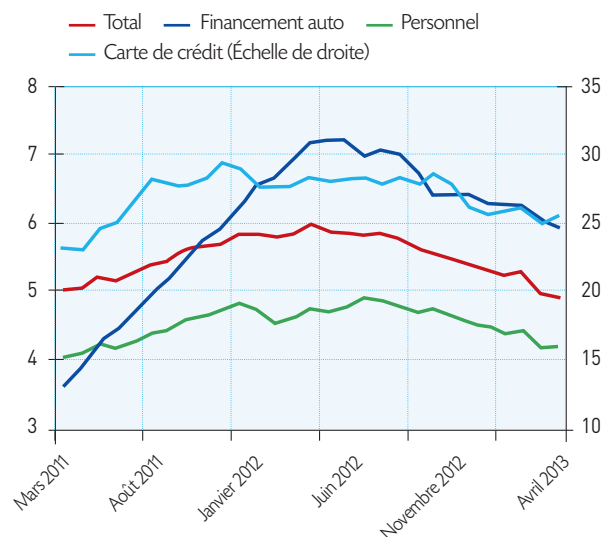
De fait, cela a permis de contenir la progression du crédit et, par ricochet, la situation financière des ménages s'en est trouvée améliorée. Le service de la dette des ménages a ainsi reculé à 21,5 % en juin 2013 et le niveau de leurs PNP s'est réduit : ils s'établissent à 4,95 % en juillet 2013 contre près de 6 % en mai 2012 (Graphique 5.d). Malgré cette légère amélioration, les autorités brésiliennes restent vigilantes vis-à-vis de l'endettement des ménages, en raison de l'évolution des prix de l'immobilier^[45] et de la part des crédits immobiliers dans les crédits totaux accordés aux ménages (environ un quart).

5.2. De bons indicateurs bilanciaux malgré une hausse du risque de crédit

Concernant la qualité des bilans bancaires, les PNP sont faibles, à 3,2 % en 2013 (tableau 5.a). Bien qu'en baisse depuis 2010, le taux de provision des PNP reste bien supérieur à 100 %.

Graphique 5.d

Évolution des ratios de PNP sur les prêts aux ménages (en %)



Source : Ecowin, calculs de l'auteur.

Tableau 5.a Indicateurs de solidité financière du Brésil (en %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (juin)
Ratios de solvabilité							
Capital réglementaire sur actifs pondérés des risques (CAR)	18,8	17,7	18,7	16,9	16,3	16,4	16,9
Rentabilité							
Rentabilité de l'actif (ROA)	3,5	2,1	1,7	1,9	1,7	1,4	1,4
Rentabilité des fonds propres (ROE)	32	19,5	16,0	17,1	16,5	13,4	13,9
Qualité de l'actif							
Taux de prêts non performants	3	3,1	4,2	3,1	3,5	3,4	3,2
Taux de provision des prêts non performants	181,8	182,5	151,6	164,9	151,8	149,1	150,2
Liquidité							
Capital sur actifs	11,3	10,4	11,5	10,3	10,1	10,1	9,4

Source : FMI (2012 et 2013).

[45] Bien que les prix de l'immobilier commencent à être plus modérés, ils ont fortement progressé dans certaines villes (São Paulo et Rio de Janeiro) ces dernières années (FMI, 2012a).



La solvabilité mesurée à travers le ratio de capital sur actifs pondérés est correcte, le CAR étant supérieur à 16 %. La rentabilité de l'actif est bonne. Les indicateurs s'inscrivent néanmoins à la baisse depuis 2008. Les banques sont rentables en raison des importantes marges d'intérêts résultant de l'écart entre une faible rémunération des dépôts et un actif constitué principalement de titres et prêts à rendements élevés. Cependant, l'expansion rapide du crédit accordé par les banques publiques s'est accompagnée d'une baisse de leur ROA et de leurs ratios de capitalisation (FMI, 2013b). Cela a entraîné Moody's à baisser la notation de la BNDES et de la Caixa en mars 2013 de A3 à baa2.

5.3. L'inflation de nouveau au centre des préoccupations gouvernementales depuis le début 2013

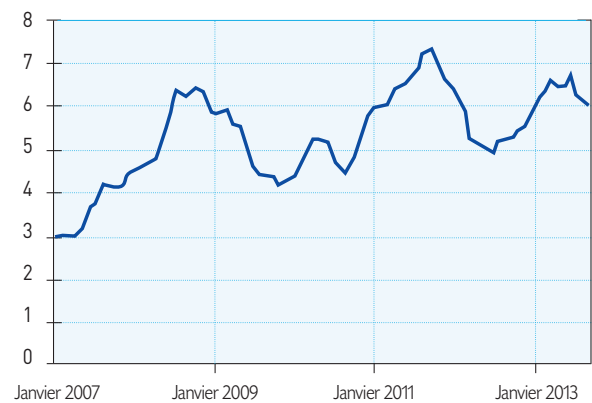
Après le desserrement de la politique monétaire suivie entre août 2011 et mars 2013, les autorités ont entamé depuis avril 2013 une phase d'augmentation des taux directeurs (six hausses de 250 pdb au total portant le taux Selic à 10 % en novembre) pour faire face à la persistance des tensions inflationnistes. Malgré le contrôle de certains prix^[46] (baisse des prix de l'énergie, baisse de certaines taxes sur les produits industriels [IPI], sur les voitures notamment) et le resserrement de la politique monétaire, l'inflation cependant montre de la résilience. L'inflation (Graphique 5.e) résulte de deux principaux facteurs : la hausse des prix des biens alimentaires et celle des services. Alors que l'inflation alimentaire répond davantage à des évolutions conjoncturelles (conditions climatiques), celle des prix des services résulte de facteurs plus structurels. En effet, au niveau de la composante des services (dont le poids dans l'indice des prix à la consommation (IPC) est de 33,72 %), sa progression soutenue reflète la moindre ouverture du secteur des services à la concurrence étrangère. À cela s'ajoutent les effets du dividende démographique, dont bénéficie encore le Brésil (phase encore caractérisée par de nombreux entrants sur le marché du travail), associé à la hausse de la classe moyenne et de la demande concomitante en termes de services, avec un ajustement plus lent de l'offre.

Actuellement, les pressions inflationnistes risquent d'un côté d'être exacerbées par l'inflation importée liée à la dépréciation du BRL, cette dernière s'accroissant avec la normalisation attendue de la politique monétaire américaine. De l'autre,

la BCB prévoit cependant une décélération des tensions inflationnistes au second semestre 2013 en raison de la pression déflationniste des prix réglementés (baisse des coûts de transport) et de la baisse des tensions sur les prix des produits alimentaires.

Graphique 5.e

Évolution de l'IPC (en % et g.a)



Source : Ecowin, calculs de l'auteur.

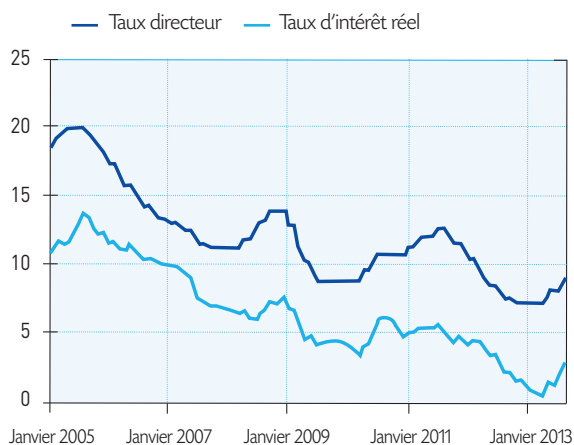
La BCB fait face à un dilemme : lutter contre les pressions inflationnistes et la baisse du BRL à travers une hausse des taux d'intérêt, alors que cela risque de peser sur la reprise de la croissance, déjà faible. Cependant, le recentrage de la BCB sur son objectif d'inflation paraît important, notamment au regard du cadre de ciblage d'inflation dans lequel œuvre la politique monétaire. En effet, en place depuis 1999 pour répondre à la sur-réaction du taux de change, suite au passage d'un régime de change fixe à un régime de change flexible, ce cadre a contribué, en parallèle à la mise en place de la loi de responsabilité budgétaire (interdisant de créer de nouvelles dépenses sans que les recettes correspondantes soient levées), à mieux ancrer les anticipations d'inflation. De fait, des niveaux élevés et persistants d'inflation pourraient affecter les anticipations d'inflation, accroître les mécanismes d'indexation et les phénomènes d'inertie (FMI, 2013b). Dans le même temps, il est probable que cela rende plus difficile pour la Banque centrale d'atteindre ces objectifs d'inflation, alors que des dérapages fréquents par rapport à la cible pourraient à terme décrédibiliser le système.

[46] L'IPC a un composant « prix réglementé » (ayant une pondération de 24,5 %) et qui inclut notamment les prix des services publics et d'hébergement, ceux des transports publics, du carburant et de la santé.

Par ailleurs, la baisse importante des taux d'intérêt enregistrée au cours de la dernière décennie (Graphique 5.f) traduit une évolution de la politique monétaire au Brésil. En effet, pendant longtemps la politique monétaire a été fortement liée à la domination budgétaire^[47]. Le taux d'intérêt de référence étant appliqué à la dette publique, la nécessité pour la Banque centrale de répondre à ses obligations de lutte contre l'inflation pouvait aller à l'encontre des obligations du Trésor. Aujourd'hui, la politique de gestion de la dette publique menée par les autorités et visant à réduire la part de cette dernière indexée au Selic contribue à accroître les effets de la politique monétaire.

Graphique 5.f

Évolution du taux Selic et du taux d'intérêt réel (en %)



Source : Ecowin, calculs de l'auteur.

La politique monétaire reste cependant quelque peu contrainte au Brésil, notamment par les nombreux mécanismes d'indexation mis en place au sein de l'économie. La formation de la politique monétaire reflète encore le passé inflationniste du pays. Cela explique l'existence de réserves obligatoires très élevées. Dans le passé, ce système contribuait à pouvoir financer les déficits publics. Aujourd'hui ces réserves sont davantage perçues comme un moyen de contribuer à la stabilité financière du système et permettent à la Banque centrale de pouvoir injecter des liquidités dans le système en cas de chocs. Cependant, les dépôts obligatoires ont un coût et un impact sur les spread bancaires.

Ainsi, historiquement, les comptes d'épargne étaient rémunérés à 6,17 % plus un taux de référence (permettant d'ajuster par rapport à l'évolution de l'inflation). Cette exigence de rémunération minimale a agi finalement comme un plancher pour la politique de taux (Segura-Ubierno, 2012), qui ne pouvait pas descendre plus bas au risque d'inciter les investisseurs à placer leurs fonds dans des comptes d'épargne au détriment d'autres actifs financiers (tels que la dette publique), dont le rendement a tendance à suivre le taux directeur (Selic). En 2012, de manière à accroître l'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire, ce système a été modifié. L'épargne est maintenant rémunérée à deux taux :

- Si le Selic est supérieur à 8,5 %, la règle historique s'applique, i.e l'épargne est rémunérée à 6,17 % auquel s'ajoute le taux de référence ;
- Si le Selic est inférieur ou égal à 8,5 %, la rémunération s'établit à 70 % du niveau du taux Selic.

Étant donné le différentiel d'intérêt important que ce système génère, il est très compliqué pour la Banque centrale de baisser son taux directeur en dessous de 8,5 %.

[47] La domination budgétaire ("fiscal dominance") signifie que la Banque centrale participe à l'objectif de maintien de la solvabilité budgétaire du pays. Cela implique que si la solvabilité budgétaire inter temporelle n'est pas assurée, la Banque centrale peut la rétablir en accroissant l'offre de monnaie (i.e. en monétisant la dette).

Conclusion

Depuis le début de la décennie 2010, la persistance d'une croissance faible et la hausse de l'inflation révèlent les défis auxquels le Brésil doit encore faire face. En effet, le modèle de croissance et le modèle social brésilien basés sur la consommation et sur lesquels s'appuie l'économie depuis 10 ans atteint ses limites, alors que les goulets d'étranglement, au niveau des infrastructures notamment, pèsent de plus en plus sur les performances du pays. Cette situation nécessite le retour à un modèle plus équilibré, dans lequel l'investissement prend le relais. Cela n'est pas pour autant évident au regard de la faiblesse historique des niveaux d'investissement au Brésil, alors que les causes de ce phénomène restent en partie énigmatiques.

À court terme, les perspectives du Brésil sont difficiles. D'une part, le contexte économique international très incertain ne sera probablement pas en mesure de compenser les faiblesses

internes en termes de moteur de la croissance. D'autre part, les élections présidentielles d'octobre risquent de continuer de peser sur les performances budgétaires, sur la crédibilité des politiques publiques et par ricochet sur la confiance des agents économiques.

À long terme, le Brésil demeure néanmoins un acteur émergent majeur dont les avancées en matière sociale (baisse de la pauvreté, hausse de la classe moyenne) enregistrées au cours de la dernière décennie ont été significatives. Elles restent cependant insuffisantes dans un contexte de persistance d'inégalités de revenus élevées. L'atteinte d'une croissance plus forte et durable apparaît nécessaire pour répondre aux enjeux sociaux, ainsi qu'aux transformations que va connaître le pays dans les années à venir (vieillesse de la population). Cette situation requiert de répondre aux problèmes structurels tout en maintenant un cadre macroéconomique solide.

Liste des acronymes et abréviations

BCB	<i>Banco Central do Brasil</i>	PAC	Programme d'accélération de la croissance
BNDES	Banque nationale de développement économique et social	PFL	Parti du Front libéral
BPC	<i>Beneficio de Prestacao Continuada</i>	PIB	Produit intérieur brut
BRICS	Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud	PMDB	Parti du Mouvement démocratique brésilien
BRL	Réal brésilien	PNP	Prêt non-performant
FAT	Fonds d'aide aux travailleurs	PP	Parti du Progrès
FBCF	Formation brute de capital fixe	PPP	Parité de pouvoir de production
FMI	Front monétaire international	PPS	Parti populaire socialiste
IBGE	Institut brésilien de géographie et de statistiques	PSDB	Parti de la sociale démocratie brésilienne
IDE	Investissements directs étrangers	PT	Parti des Travailleurs
IOF	<i>Imposto de Operacoes Financeiras</i>	PTB	Parti travailliste brésilien
IPC	Indice des prix à la consommation	SI	Substitution aux importations
IPI	<i>Imposto sobre Produtos Industrializados</i>	TCAM	Taux de croissance annuel moyen
LRF	Loi de Responsabilité budgétaire	TCER	Taux de change effectif réel
LRF	Loi de Responsabilité fiscale	TJLP	<i>Taxa de Juros de Longo Prazo</i>
MENA	<i>Middle East and North Africa</i>	UNODC	<i>United Nations Office on Drugs and Crime</i>

Références bibliographiques

- ADROGUÉ, R., M. CERISOLA et G. GELOS (2006)**, "Brazil's Long Term Growth Performance – Trying to explain the Puzzle", *IMF Working Paper* n°06/282.
- ARIDA, P., E.L. BACHA et A. LARA-RESENDE (2004)**, "Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the case of Brazil", Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Graças, Rio de Janeiro.
<http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminario/2004/Paper%20Edmar%20Bacha.pdf>
- ARNOLD, J. (2011)**, "Raising investment in Brazil", *OECD Economics Department Working Papers* n°900.
- BACHA, E.L. et R. BONELLI (2004)**, "Accounting for Brazil's growth experience: 1940-2002", IPEA Texto Para Discussao n°1018, mai.
- BANQUE MONDIALE (2013)**, "Making Brazilians safer: Analyzing the dynamics of violent crime".
- BANQUE MONDIALE (2012)**, "Economic mobility and the rise of the Latin American middle class".
- BANQUE MONDIALE (2012a)**, "The labor market story behind Latin America's transformation", octobre.
- BANQUE MONDIALE (2009)**, "Brazil: Federal Public Financial Management Performance, based on the PEFA methodology", décembre.
- BANQUE MONDIALE (2007)**, "Brazil: Improving Fiscal Circumstances for Growth", Vol.2. Report n°36595-BR, mars.
- BANQUE MONDIALE (2006)**, "Crime, Violence and Economic Development in Brazil: Elements for effective public policy", Report n°36525, juin.
- BARROS, R., M. DE CARVALHO, S. FRANCO et R. MENDONÇA (2009)**, "Markets, the State and the Dynamics of Inequality: Brazil's case study", Mars.
- BASDEVANT O. et S. CHAUVIN (2006)**, « Le ciblage d'inflation à travers l'expérience des pays latino-américains », *Diagnostics Prévisions et Analyses économiques* n°105, mars.
- BOSTON CONSULTING GROUP (2013)**, "Brazil: Confronting the Productivity Challenge".
https://www.bcgperspectives.com/content/articles/growth_value_creation_strategy_brazil_confronting_the_productivity_challenge/
- BNP PARIBAS (2013)**, « Brésil, un policy mix favorable », 2^e trimestre, *Eco Perspectives*.
<http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=21941>
- BONELLI, R. (2005)**, "Productivity performance in developing countries. Country case studies: Brazil", Novembre.
http://www.unido.org/fileadmin/user_media/Publications/Pub_free/Productivity_performance_in_DCs_Brazil.pdf
- CALMON, P., P. CONCEIÇÃO et J.K. GALBRAITH (1999)**, "Inequality and industrial wage change in Brazil", présentation à la Conférence des économistes brésiliens, Rio, Septembre.
- CANUTO, O., M. CAVALLARI et J.G. REIS (2013)**, "Brazilian Exports: Climbing Down a Competitiveness Cliff", Policy Research Working Paper n°6302, Banque mondiale.
- CERISOLA, M. et G. GELOS (2005)**, "What drives inflation expectations in Brazil ? An empirical analysis", *IMF working paper* n°05/109.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2007)**, document de stratégie pays 2007-2013, http://eeas.europa.eu/brazil/csp/07_13_fr.pdf
- DATT, G. et M. RAVALLION (1992)**, "Growth and redistribution components of changes in poverty measures: A decomposition with applications to Brazil and India in the 1980s," *Journal of Development Economics*.
- FGV (2009)**, "Mapping poverty, Inequality and the New Middle Class Progress in Brazil", octobre.
<http://www.cps.fgv.br/ibrecps/olimp/ENG/INDEX.HTM>
- FMI (2013a)**, "Brazil – Technical Note on Consumer Credit Growth and Household Financial Stress", Juin, *IMF country report* n°13/149.
- FMI (2013b)**, "Brazil: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation", Octobre, *IMF country report* n°13/312. Non publié.
- FMI (2013c)**, "Brazil: Technical note on macroprudential policy framework", *IMF country report* n°13/148, juin.
- FMI (2013d)**, "Brazil: Technical Note on Stress testing the Banking sector", *IMF country report* n°13/147, juin.
- FMI (2013e)**, "Brazil: Technical Note on Consumer Credit Growth and Household Financial Stress", *IMF country report* n°13/149, juin.
- FMI (2012)**, "Brazil: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation", *IMF country report* n°12/191, juillet.
- FMI (2012a)**, "Brazil: Financial System Stability Assessment", *IMF Country Report* n°12/206
- FRUTCHER, D. (2013)**, "Une société sous tension", dans Panorama Brésil, Coface, juin.
- GFSR (2012, 2013)**, *Global Financial Stability Report*, FMI.
- GRAGNOLATI, M., M. LINDELOW et B. COUTTOLENC (2013)**, "Twenty Years of Health System Reform in Brazil : An Assessment of the Sistema Único de Saúde", Banque mondiale.
- GUTMANN, R. (2013)**, « Dilma présidente : les défis d'une succession », *Revue Études*, juin.
<http://www.esgms.fr/published/docs/2177.pdf>



- LAZZARINI, S.G., A. MUSACCHIO, R. BANDEIRA-DE-MELLO et R. MARCON (2012), "What do development banks do ? Evidence from Brazil, 2002-2009".
- LE MONDE HISTOIRE (2013), « Brésil : l'épopée d'une puissance émergente », collection *Comprendre un monde qui change*, vol. 10.
- LETILLY (2012), « Rapport d'analyse macro économique et du risque pays du Brésil », Rapport interne. Agence Française de Développement.
- LOPEZ-CALVA, L.F. et S. ROCHA S. (2012), "Exiting Belindia ? Lesson from the recent decline in income inequality in Brazil", Banque mondiale.
- LOAYZA, N., P. FAJNZYLBER et C. CALDERON (2005), "Economic growth in Latin America and the Caribbean, Stylized facts, explanations and forecasts", Central Bank of Chile Working Papers n°265 Juin.
- LUSTIG, N., L.F. LOPEZ-CALVA et E. ORTIZ-JUAREZ (2013), "Deconstructing the Decline in Inequality in Latin America", *Tulane Economics working Paper Series* 1314, avril.
- LUSTIG, N., L.F. LOPEZ-CALVA et E. ORTIZ-JUAREZ (2012), "Declining Inequality in Latin America in the 2000s: The cases of Argentina, Brazil and Mexico", *CGDEV Working Paper* 307, octobre.
- MOUROUGANE, A. (2011), "Refining macroeconomic policies to sustain growth in Brazil", *OECD Economics Department Working Papers* n°899.
- NERI, M. (2010), "The New Middle Class: The Bright Side of the Poor", FGV.
- OCDE (2012), « Gros plan sur les inégalités dans les économies émergentes », <http://www.oecd.org/fr/els/soc/50164080.pdf> dans *Toujours plus d'inégalité. Pourquoi les écarts de revenus se creusent ?*
- OCDE (2011), « Études économiques de l'OCDE : Brésil », synthèse, octobre.
- OCDE (2006), *L'enseignement supérieur en Amérique latine*.
- OGIER, T. (2012), « Au Brésil, le fragile essor de la nouvelle classe moyenne », *Les Echos*.
- OPALC (2010), « OPALC – Brésil 2010 », Document informatif sur le Brésil à l'usage des observateurs, mission d'analyse électorale, Sciences-Po, janvier.
- PARLEMENT EUROPÉEN (2007), « Note d'information sur la situation politique et économique du Brésil et sur ses relations avec l'Union européenne », octobre.
- PINHEIRO, A.C., I.S. GILL, L. SERVEN et M.R. THOMAS (2004), "Brazilian economic growth 1900-2000: lessons and policy implications", *Economic and social study series*, RE1-04-011, Banque inter-américaine de développement, mai.
- SALAMA P. (2012), « Chine-Brazil : Industrialisation et désindustrialisation précoce ». Fondation maison des sciences de l'homme, *Working Papers Series* n°6, mars, Séminaire BRICS FMSH-CRBC.
- SEGURA-UBIERGO, A. (2012), "The puzzle of Brazil's high interest rates", *IMF working paper* n°12/62.
- TER-MINASSIAN, T. (2013), "Brazil is losing its fiscal policy compass", 14 juin, *Vox Lacea*. http://www.vox.lacea.org/?q=deterioration_fiscalpolicy_brazil
- TESOURO NACIONAL (2013), "Brazilian Federal Public debt", https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Divida_publica/Relacionamento_com_o_Investidor/Kit_Ingles.pdf
- VETTER, D.M., K.I. BELTRÃO, R. MASSENA (2013), "The Impact of the Sense of Security from Crime on Residential Property Values in Brazilian Metropolitan Areas", *IDB Working Paper Series*, n°IDB-WP-415, juin. <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=37857917>
- ZLOTOWSKI, Y. et R. CARASSE (2013), « Économie brésilienne : la panne ? », *Panorama Coface*, juillet.

MACRODEV (« Macroéconomie & Développement »)

Cette collection, créée par le département de la recherche de l'AFD, a pour vocation de présenter les travaux menés par la division Analyse macroéconomique et risques pays (RCH/AMR) et les économistes du Groupe AFD dans le champ de la macroéconomie du développement. Elle propose des analyses centrées sur un pays, sur une région ou sur des enjeux de nature macroéconomique liés aux processus de développement.

Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de son auteur. Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue de l'AFD ou de ses institutions partenaires.

Directrice de la publication :

Anne PAUGAM

Directeur de la rédaction :

Alain HENRY

Agence Française de Développement
5, rue Roland Barthes – 75598 Paris cedex 12
Tél. : 33 (1) 53 44 31 31 – www.afd.fr

Dépôt légal : 1^{er} trimestre 2014
ISSN : 2116-4363