

Chapitre 2

Accroître l'épargne et l'investissement

La faiblesse des taux d'investissement limite le futur taux de croissance potentielle du Brésil. Dans le même temps, le taux d'épargne du pays s'inscrit nettement en deçà des moyennes internationales, et un déficit d'épargne intérieure semble constituer un sérieux obstacle à la hausse du taux d'investissement.

L'épargne du secteur public est négative en raison de l'importance des dépenses, notamment au titre des droits à retraite. Outre son caractère onéreux, le système de retraite redistribue des revenus à ceux qui sont relativement peu enclins à épargner, et entame ainsi l'épargne privée. Pour pouvoir maîtriser demain les dépenses de retraite, il faudra abandonner l'indexation des prestations minimums sur le salaire minimum au profit d'un ajustement plus modéré, et fixer un âge minimum de la retraite qui tienne compte de l'allongement de l'espérance de vie.

Parmi les principaux freins à l'investissement figure le niveau élevé des taux d'intérêt réels, qui ne s'explique pas aisément. On peut invoquer par exemple l'histoire et les paramètres macroéconomiques fondamentaux, comme la rigidité à la baisse des dépenses courantes publiques et les difficultés rencontrées en matière de protection des créanciers. Les marges d'intérêt, nettement supérieures à celles observées dans les autres pays, tirent également les taux débiteurs vers le haut. Ces marges conséquentes s'expliquent à la fois par le niveau substantiel des taux d'intérêt et des réserves obligatoires et par les obligations liées à l'orientation du crédit, autant de facteurs qui alourdissent le coût de l'intermédiation financière. Parallèlement, le fait que l'État soit actionnaire des principaux établissements financiers n'incite guère à minimiser ces coûts. L'investissement souffre également de l'étroitesse des marchés du crédit à long terme. Les banques commerciales étant dans l'incapacité de financer l'investissement par des instruments à échéances longues, la Banque nationale de développement économique et social (BNDES, Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social) est actuellement le seul organisme important capable d'apporter de tels financements. Il est peu probable que la BNDES soit en mesure de financer les besoins du pays en investissements, de sorte qu'il faudra inciter les organismes de crédit privés à apporter des financements à long terme. De plus, l'investissement est limité par la fragmentation du système d'imposition, qui alourdit le coût de la discipline fiscale pour les entreprises et accentue une pression fiscale déjà forte. Enfin, l'adoption de mesures visant à réformer la réglementation, notamment la suppression des restrictions persistantes à l'entrée sur le marché, ainsi que l'assouplissement de la protection douanière, pourrait réduire les coûts supportés par les entreprises et renforcer les incitations à l'investissement.

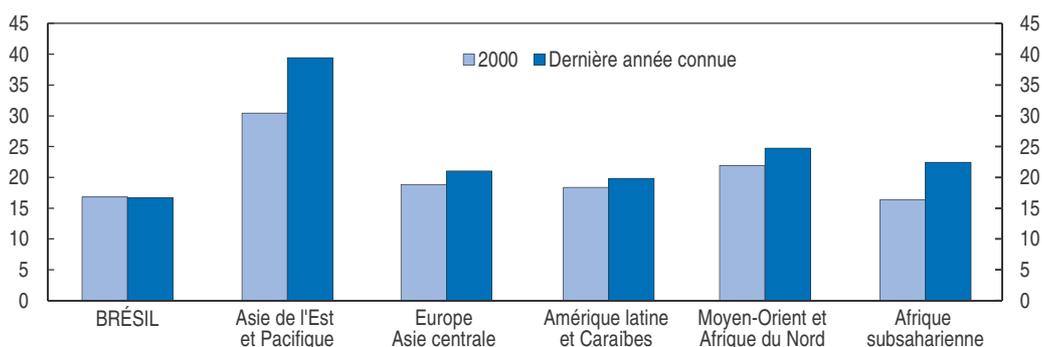
L'épargne et l'investissement au Brésil : tour d'horizon

Le Brésil, qui est parvenu à la stabilité macroéconomique et qui est généreusement doté en ressources naturelles, est bien placé pour enregistrer une forte croissance dans un avenir proche. Au nombre des principaux moteurs de la croissance figure cependant l'accumulation de capital, et le Brésil investit une part trop infime de ses recettes courantes dans sa croissance future. En dépit des augmentations observées ces dernières années, le taux d'investissement s'établit actuellement à 18 %, un chiffre modeste au regard des niveaux observés dans les autres économies de marché émergentes au niveau mondial et légèrement inférieur à la moyenne de l'Amérique latine (graphique 2.1). L'investissement concerne pour l'essentiel le secteur privé, le secteur public représentant environ 12 % de l'investissement intérieur (graphique 2.2, panneau A). En Asie, les pays en développement investissent près de 40 % du produit intérieur brut (PIB) dans l'accumulation de leur stock

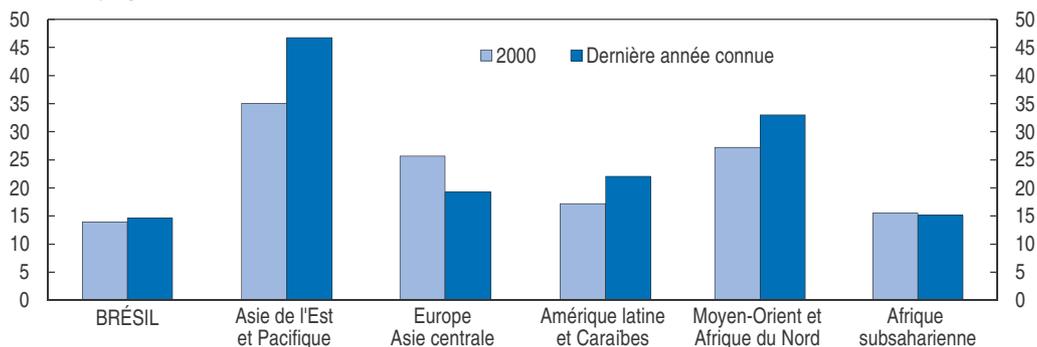
Graphique 2.1. **Taux d'investissement et d'épargne dans certaines régions**

En % du PIB

A. Taux d'investissement



B. Taux d'épargne

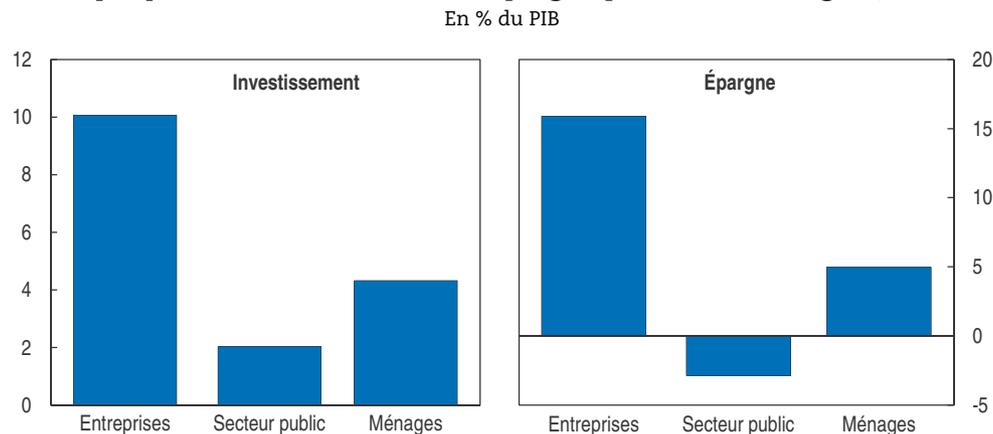


Note : La dernière année connue est 2009 pour la plupart des économies ou régions.

Source : Banque mondiale (2011c).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519225>

Graphique 2.2. Investissement et épargne par secteur d'origine, 2006



Source : Institut de recherche économique appliquée (IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada), Ipeadata.
 StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519244>

de capital. En Amérique latine, les taux d'investissement ressortent à 24 % et 25 % du PIB au Mexique et au Pérou, respectivement, le Chili et la Colombie investissant 22 % de leur production intérieure. Le Brésil pourrait rehausser sensiblement sa croissance potentielle en puisant davantage dans sa production pour renforcer son stock de capital. De plus, si l'on s'intéresse aux différents secteurs d'activité, il apparaît que celui du pétrole absorbe au Brésil une part singulièrement importante des dépenses d'investissement (quasiment 30 %).

De même, le taux d'épargne intérieure est faible au Brésil par rapport aux autres pays du monde. Comparativement aux autres économies en développement, il est frappant de constater que le taux d'épargne brésilien ne représente qu'un tiers environ des taux moyens observés en Asie de l'Est. Cette différence peut s'expliquer en partie par un développement globalement moins marqué de la protection sociale en Asie. Toutefois, même en Amérique latine, le taux d'épargne moyen est environ supérieur de 50 % à celui du Brésil. Si l'épargne publique est négative, les taux d'épargne des entreprises et des ménages brésiliens représentaient quelque 16 % et 5 % du PIB en 2006, respectivement, compensant ainsi le déficit d'épargne du secteur public¹. Près de 90 % de l'épargne intérieure proviennent des entreprises (graphique 2.2, panneau B).

Les taux d'investissement sont traditionnellement bas, signe que ce phénomène a probablement des origines structurelles. Néanmoins, la surprise ne vient pas tant des taux d'investissement passés que de leur faiblesse actuelle : la majeure partie des années 80 et 90 a été marquée par une instabilité macroéconomique, qui a sans conteste découragé les projets d'investissement à long terme. Toutefois, à la lumière des avancées substantielles réalisées en termes de stabilisation de l'économie brésilienne, il est étonnant que celle-ci n'ait pas encore enregistré de fortes hausses du taux d'investissement total. Plusieurs facteurs structurels semblent continuer d'entraver l'investissement.

L'investissement consistant pour l'essentiel à injecter aujourd'hui des liquidités dans des projets moins liquides qui généreront un rendement demain, on peut en principe classer les déterminants potentiels de la faiblesse de l'investissement au Brésil en deux catégories (Hausmann, 2008). D'une part, l'investissement pourrait principalement souffrir du manque d'épargne disponible pour financer les projets dans ce domaine, et plusieurs facteurs expliquent le faible niveau de l'épargne au Brésil. D'autre part, il peut y avoir

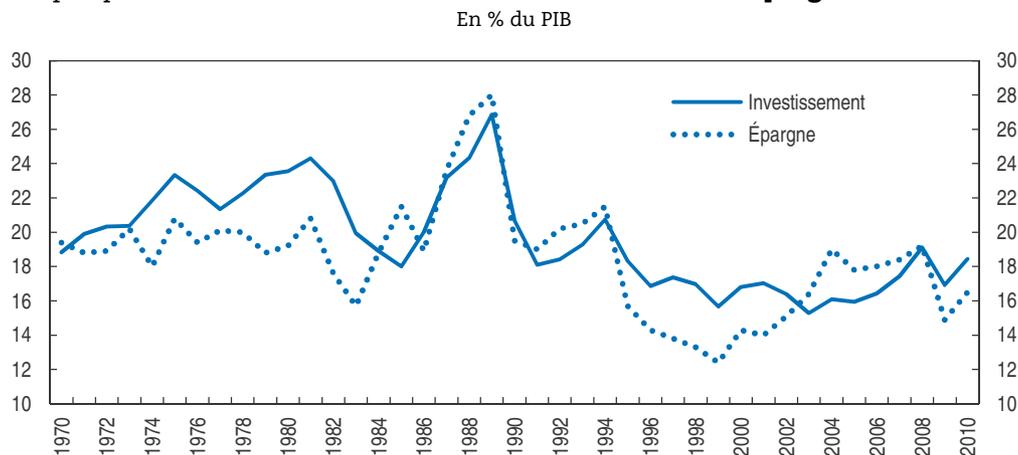
pénurie de projets garantissant aux investisseurs des rendements supérieurs aux coûts du capital correspondants – qui sont étroitement liés aux taux d'intérêt brésiliens et au développement du système financier. Le rendement obtenu par les investisseurs peut s'avérer inférieur au rendement attendu, en raison d'un climat des affaires peu propice, lié par exemple à une insécurité juridique ou à une ponction fiscale excessive.

Cette distinction étant faite, on présentera dans la section suivante quelques-uns des facteurs expliquant le faible niveau de l'épargne au Brésil, ainsi que des recommandations sur l'action à mener pour la stimuler. Dans la dernière section seront examinées les particularités institutionnelles non liées à l'épargne qui sont susceptibles de freiner l'investissement, notamment les raisons pouvant expliquer le niveau élevé des taux d'intérêt, les spécificités des marchés de capitaux brésiliens, le système fiscal et la réglementation des marchés de produits.

Les déterminants du faible niveau des taux d'épargne

La faiblesse de l'épargne intérieure constitue probablement un premier élément d'explication du bas niveau du taux d'investissement au Brésil, bien que ce ne soit pas nécessairement le seul. De prime abord, l'évolution dans le temps des taux d'investissement et d'épargne fait apparaître une nette corrélation entre le premier et le second (graphique 2.3), conformément au fameux paradoxe de Feldstein-Horioka (1980). Le fait que le Brésil soit un pays qui rémunère l'épargne à des taux d'intérêt réels inégalés sur la scène mondiale confirme également l'asthénie de l'épargne par rapport aux projets d'investissement potentiels (Bacha, 2010a). On peut également juger de l'effet limitatif produit par l'insuffisance de l'épargne intérieure sur l'investissement en s'intéressant à l'évolution de l'accès à l'épargne extérieure sur la durée, car la demande intérieure ne constitue pas le principal obstacle à l'investissement lorsque les financements étrangers sont aisément accessibles. Une analyse simple met en évidence une forte corrélation négative (10 %) entre le taux d'investissement total et le solde des paiements courants au cours des 35 dernières années, conformément à l'idée selon laquelle l'investissement est très sensible aux variations d'intensité de la contrainte exercée par l'épargne intérieure.

Graphique 2.3. **Évolution des taux d'investissement et d'épargne sur la durée**



Source : Institut brésilien de géographie et de statistique (IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) ; Institut de recherche économique appliquée (IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada), Ipeadata.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519263>

Hausmann et al. (2005) confirment ce point de vue, faisant remarquer que les résultats économiques du Brésil ont été satisfaisants quand il avait accès aux capitaux étrangers, mais qu'ils se dégradèrent lorsqu'un durcissement de la contrainte extérieure tira les taux d'intérêt réels vers le haut et que la monnaie se dépréciait.

Les mesures visant à faire grimper les taux d'investissement doivent notamment viser à stimuler l'épargne intérieure. Outre un gonflement des capitaux disponibles à des fins d'investissement, l'accroissement de l'épargne intérieure au Brésil aurait aussi d'autres retombées, parmi lesquelles une atténuation des tensions inflationnistes et/ou une réduction du déficit des paiements courants. D'ailleurs, on voit mal dans la situation actuelle comment le Brésil pourrait développer ses investissements sans accentuer les tensions inflationnistes, à moins de réorienter une partie de la consommation actuelle vers l'épargne. En outre, l'augmentation de l'épargne intérieure pourrait faire baisser les taux d'intérêt nationaux, même si la faiblesse de l'épargne n'explique pas à elle seule le niveau substantiel des taux d'intérêt. Dans l'analyse des moyens permettant d'accroître l'épargne intérieure, on va s'intéresser à présent aux mesures influant sur l'épargne du secteur public, des entreprises et des ménages, puis à l'épargne extérieure.

Épargne publique et politique budgétaire

Au total, la contribution du secteur public à l'épargne intérieure est négative. Les besoins de financement de ce secteur représentaient dans l'ensemble 2.6 % du PIB en 2010, et s'établissaient en moyenne sur les trois années précédentes aux environs de 2.7 % du PIB. Accroître encore l'excédent primaire en vue d'éliminer la contribution négative du secteur public à l'épargne intérieure pourrait entraîner une hausse des taux d'investissement au Brésil, à condition de réduire les dépenses publiques. Il sera probablement moins efficace d'augmenter l'excédent primaire en recourant à des hausses d'impôts, en raison des comportements obéissant au principe de l'équivalence ricardienne (Paiva et Jahan, 2003). Le chapitre 1 met en avant des méthodes permettant de gonfler l'épargne publique en repensant l'articulation entre fiscalité et dépenses.

Réformer le système de retraite

Les finances publiques sont particulièrement mises à mal par la sécurité sociale, en particulier les pensions de retraite, qui représentent près d'un tiers des dépenses courantes. Le Brésil est doté d'un système de retraite coûteux, caractérisé par un décalage entre l'actif et le passif et dont la viabilité est mise en péril par l'évolution de la démographie et l'augmentation constante des prestations de retraite (Banque mondiale, 2011b). À plus longue échéance, d'un point de vue budgétaire, la maîtrise des dépenses de retraite constitue au Brésil un aspect déterminant du contrôle des finances publiques.

Le système de retraite à prestations définies mis en place au Brésil comprend des régimes distincts pour les salariés des secteurs public et privé. Celui du secteur privé, le Régime général de prévoyance sociale (RGPS, *Regime Geral de Previdência Social*) compte environ 23 millions de bénéficiaires et ses dépenses se chiffrent actuellement à plus de 7 % du PIB, tandis que les prestations servies à quelque 3 millions de bénéficiaires par le régime du secteur public – le Régime spécial de prévoyance sociale (RPPS, *Regimes Próprios de Previdência Social*) – correspondent approximativement à 2 % du PIB. Outre ces deux régimes, un programme d'aide sociale représentant 0.4 % du PIB verse des pensions non contributives soumises à conditions de ressources aux personnes âgées et aux personnes

handicapées vivant dans des familles dont le revenu par personne est inférieur à 25 % du salaire minimum,

Le niveau élevé de ces dépenses, compte tenu notamment de la structure démographique et du niveau de développement du Brésil, découle de l'importance des prestations garanties par le système de retraite au regard de celles des autres pays. Le taux de remplacement brut prévu pour les salariés ayant effectué une carrière complète au salaire moyen s'établit à 86 %, contre 57 % en moyenne dans les 34 pays de l'OCDE, le taux de remplacement net ressortant à 97 %, contre 69 % en moyenne dans les économies de l'Organisation (OCDE, 2011a). Le niveau actuel des prestations est attribuable pour une part à l'indexation persistante des pensions minimums sur le salaire minimum, qui a connu des augmentations de plus de 70 % en termes réels au cours des dix dernières années. À l'avenir, il conviendrait d'indexer les pensions minimums sur l'indice des prix à la consommation pendant un certain nombre d'années, afin de compenser la progression rapide antérieure des prestations, tout en préservant le pouvoir d'achat des retraités. Ensuite, il serait plus judicieux, à long terme, d'indexer les prestations sur une moyenne de la hausse des prix à la consommation et de la hausse des salaires moyens, comme c'est le cas en Suisse. Une telle formule permettrait de faire bénéficier les retraités d'une partie des gains de productivité réalisés, car en supposant que la productivité annuelle progresse de 3 %, l'augmentation des prestations de retraite aurait représenté environ 42 % de la hausse des salaires moyens sur 25 ans. Sur le plan politique, on pourrait favoriser l'adhésion à ces réformes nécessaires en les introduisant progressivement, ou en ne les appliquant pas à ceux qui ont pris ou sont sur le point de prendre leur retraite, et qui ne sont donc plus en mesure d'ajuster leur comportement d'épargne durant leur vie active.

De plus, l'âge de la retraite est relativement bas. Dans le système RGPS, l'âge minimum ne s'applique plus au-delà de 35 années de cotisation pour les hommes et de 30 années pour les femmes. Les trois quarts des salariés environ prennent leur retraite une fois la durée de cotisation minimum écoulée, et pour ces personnes, l'âge de la retraite ne dépasse pas en moyenne 54 ans pour les hommes et 51 ans pour les femmes. Dans le cas des femmes, la période d'indemnisation est donc pratiquement égale à la durée de cotisation (Banque mondiale, 2011b). Dans d'autres économies de marché émergentes, dont l'Afrique du Sud, la Chine, la Fédération de Russie et l'Inde, l'âge de la retraite est généralement supérieur à celui observé au Brésil, mais globalement inférieur à celui des pays de l'OCDE (OCDE, 2011a). Le Brésil devrait envisager d'harmoniser l'âge de la retraite des hommes et celui des femmes, comme c'est la règle dans la grande majorité des économies de l'OCDE. Dans un premier temps, fixer l'âge minimum de la retraite à 65 ans, ainsi que l'envisage actuellement le gouvernement, ou imposer un seuil de 40 années de cotisation correspondrait davantage aux pratiques de la plupart des pays de l'OCDE. Dans un deuxième temps, il conviendrait d'indexer l'âge de la retraite sur l'espérance de vie². Les Brésiliens peuvent prétendre à une retraite anticipée avec une relative facilité, soit à partir de 53 ans pour les hommes moyennant 30 années de cotisation et à compter de 48 ans pour les femmes au bout de 25 années de cotisation. Pour repousser l'âge effectif de la retraite, il y aurait lieu de relever sensiblement l'âge à partir duquel il est possible de faire valoir ses droits à pension et de renforcer les décotes applicables en cas de retraite anticipée. Le Brésil doit également envisager de prolonger la durée de cotisations requise pour bénéficier d'une retraite à taux plein à l'âge officiel de la retraite, actuellement fixée à 15 ans. À l'instar du système du secteur privé, le RPPS se caractérise par une « générosité excessive tant du point de vue de l'âge de la retraite que de celui du calcul des prestations »

(Ter Minassian, 2011). En 2003, le gouvernement a proposé de modifier le système RPPS en plafonnant les retraites versées aux nouveaux fonctionnaires et en mettant un place un Fonds de prévoyance complémentaire des fonctionnaires fédéraux (FUNPRESP, *Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal*), auquel cotiseraient à la fois l'employeur et le salarié. Ces dispositions, si elles étaient mises en œuvre, entraîneraient sans doute une augmentation de l'épargne des ménages et une diminution de la charge que représentent les retraites des fonctionnaires pour le budget de la sécurité sociale sur le long terme.

Ces modifications des paramètres n'épuisent aucunement les possibilités de réforme des retraites au Brésil. D'autres pays se sont engagés dans des programmes de réforme plus vastes, notamment en introduisant un système de comptes notionnels individuels dans un régime par répartition. Ce type de comptes peut permettre de renforcer les liens existant entre les prestations de chaque individu et ses propres cotisations, l'incitant ainsi à cotiser davantage. De plus, les piliers à cotisations définies à caractère complémentaire et facultatif ont été mis à contribution pour générer une épargne-retraite supplémentaire par différents moyens, notamment en appliquant un régime fiscal préférentiel à l'épargne ainsi constituée ou en abondant les cotisations versées par le salarié sur une période déterminée. En Nouvelle-Zélande, par exemple, les autorités ont favorisé l'adhésion au régime Kiwi Saver, en y affiliant automatiquement les nouveaux salariés tout en leur permettant d'en sortir. La possibilité de créer un tel pilier supplémentaire pour les retraites publiques est examinée au Congrès national depuis 2003, mais elle ne s'est jamais concrétisée. Aucun deuxième pilier de ce type n'a été mis en place à ce jour au Brésil, en dépit du développement d'un réseau de fonds de pension privés.

L'épargne des ménages

L'épargne des ménages subit l'influence des fluctuations de la propension à épargner et de la croissance du revenu disponible, qui varie elle-même en fonction de l'évolution de l'emploi, des revenus et de la fiscalité. Ces deux facteurs sont susceptibles d'exercer des pressions contradictoires à l'avenir, leurs répercussions nettes sur l'épargne des ménages restant incertaines. D'une part, la propension à épargner peut être affectée par les changements démographiques. La population du Brésil devrait connaître un vieillissement rapide, et le taux de dépendance progresser à partir de 2025 (chapitre 4). En supposant que les taux d'épargne diminuent à l'approche de l'âge de la retraite, l'évolution démographique du pays se traduirait par une moindre propension des ménages à épargner. D'autre part, la distribution des revenus au Brésil devient moins inégale, à la faveur du développement de la classe moyenne et du recul du taux de pauvreté. Dans la mesure où constituer une épargne représente, pour une famille, une option raisonnable uniquement lorsque ses besoins élémentaires sont satisfaits, toute augmentation des revenus au bas de la distribution peut laisser présager un gonflement de l'épargne des ménages.

Si les répercussions démographiques ne se feront sentir qu'ultérieurement, les microdonnées extraites des enquêtes auprès des ménages qui permettent de comparer le comportement des familles en matière d'épargne entre 2002 et 2008 reflètent déjà l'évolution de la distribution des revenus (Rocha, 2010). Les familles situées dans les tranches inférieures ont épargné en 2008 une plus grande part de leur revenu disponible qu'ils ne l'avaient fait en 2002, et le centile de revenu à partir duquel l'épargne devenait positive était plus bas en 2008 qu'en 2002. En comparant le comportement d'épargne en 2002 et 2008 de ménages ayant des revenus similaires en termes réels, on relève que les ménages à faible revenu ont accru leur épargne du fait de l'augmentation de leurs revenus,

même si certains éléments dénotent aussi une plus forte propension à épargner chez les plus modestes dont le revenu réel a progressé.

Dès lors qu'il résulte de décisions individuelles sur l'optimisation intertemporelle et donc de préférences personnelles, le taux d'épargne des ménages peut être faussé par des mesures adoptées par les pouvoirs publics, notamment par le niveau des prestations versées dans le cadre du système de retraite en place. Les ménages qui tablent sur un niveau de pension confortable peuvent être moins incités à épargner en vue de leur retraite durant leur période d'activité. Par rapport aux revenus du travail, le niveau actuel des retraites est élevé et permet de moins épargner pour la retraite. En effet, un couple retraité touchant deux pensions percevrait dans la plupart des cas un revenu égal ou supérieur à deux salaires minimums, et pourrait ainsi se situer bien au-delà du centile inférieur de la distribution des revenus dans certaines zones géographiques. Les retraites constituent également des transferts des personnes en âge de travailler vers les personnes âgées qui ont moins de raisons d'épargner. De fait, selon les résultats empiriques obtenus par Rocha (2010), la propension marginale des actifs à épargner est nettement plus importante pour les revenus du travail que pour les revenus de transferts (retraites comprises), ce qui conforte l'idée selon laquelle l'épargne des ménages se contracte lorsque les pensions sont généreuses. En résumé, une réforme des retraites réussie pourrait accroître l'épargne intérieure non seulement grâce à son incidence sur l'épargne publique, mais aussi en faisant grimper les taux d'épargne des ménages. Ce qui milite plus encore en faveur d'une réforme du système de retraite.

Les instruments financiers permettant de favoriser l'épargne ou la désépargne influent également sur le comportement des ménages. Il est possible qu'au Brésil, des anticipations d'inflation élevées, associées à de maigres possibilités de se couvrir contre l'érosion de la valeur nominale des actifs n'aient pas joué en faveur de l'épargne durant de nombreuses années, et que seule la stabilité des prix observée ces dix dernières années ait permis à certaines familles de réfléchir à plus long terme et d'épargner en prévision de l'avenir. Si ce dernier facteur peut accroître l'épargne des ménages, l'assouplissement des contraintes de crédit pesant sur les ménages peut produire l'effet inverse. En effet, le crédit aux ménages s'est rapidement développé ces dernières années, en dépit des taux d'intérêt considérables appliqués aux prêts à la consommation. Du point de vue de l'épargne, les mesures prises par le gouvernement en avril 2010 qui soumettent le crédit à la consommation à la taxe sur les transactions financières (IOF, *Imposto sobre Operações Financeiras*) et doivent permettre de limiter l'expansion du crédit à la consommation sont donc bienvenues en principe, même si au Brésil, la sensibilité-prix des décisions prises en matière de crédit à la consommation semble limitée.

L'épargne des entreprises

L'épargne des entreprises est aujourd'hui la principale composante de l'épargne intérieure au Brésil et elle a augmenté récemment en raison d'une forte hausse des recettes d'exportation. Cela étant, elle souffre probablement du niveau élevé du taux d'imposition des sociétés, fixé à 34 %, surtaxe et cotisations sociales incluses (Deloitte, 2011). Inciter davantage les entreprises, par des mesures fiscales, à ne pas distribuer leurs bénéfices est l'une des solutions qui permettent d'accroître l'épargne provenant de ce secteur, notamment en rendant plus équitable le régime fiscal appliqué aux dividendes et aux plus-values. Alors que ces dernières sont assujetties au taux de l'impôt sur les sociétés lorsqu'elles sont réalisées par des entreprises et à un taux de 15 %

dans le cas des particuliers, les dividendes versés par les entreprises nationales sont défiscalisés (Deloitte, 2011). De ce fait, les bénéfices distribués bénéficient d'un régime fiscal plus favorable que les bénéfices non distribués. Éliminer cette distorsion inciterait davantage les entreprises à épargner, de même qu'un allègement de la pression fiscale relativement lourde qui pèse sur elles.

L'épargne extérieure

L'épargne extérieure peut s'inscrire en complément de l'épargne intérieure pour financer l'investissement intérieur. Le Brésil a eu accès à l'épargne extérieure à plusieurs périodes de son histoire, même si cet accès a souvent été instable. Ces dernières années, le Brésil a pu accéder aux capitaux étrangers avec une facilité bien plus grande, après avoir dû contracter un emprunt auprès du Fonds monétaire international (FMI) pour étayer ses liquidités étrangères en 2002-03 (Hausmann, 2008). La stabilité accrue des sources de financement intérieur peut expliquer en partie pourquoi les comparaisons entre les pays dénotent habituellement une forte corrélation entre les taux d'investissement et d'épargne intérieurs (voir le paradoxe de Feldstein-Horioka mentionné précédemment).

Eu égard à la situation du Brésil, pays à revenu intermédiaire affichant une croissance relativement soutenue, il pourrait être judicieux de recourir à l'épargne extérieure pour financer une partie de ses besoins d'investissement, et un déficit modéré des paiements courants n'aurait rien de surprenant en période de faible intensité capitalistique et de forte rentabilité du capital. Toutefois, à la différence du Brésil ces dernières années, de nombreux pays connaissant une situation analogue ne parviennent pas à attirer des flux de capitaux importants en raison des défaillances de leurs institutions, de leurs marchés de capitaux ou de leur système d'enseignement (Lucas, 1990). Procéder à des réformes structurelles afin de séduire davantage les investisseurs étrangers peut donc s'avérer déterminant pour définir la marge de manœuvre dont dispose un pays pour compléter l'épargne intérieure par l'épargne extérieure.

Les entrées de capitaux étrangers prennent différentes formes, certaines étant plus souhaitables pour l'économie d'accueil que d'autres. Celles qui relèvent de l'investissement direct étranger (IDE) sont fréquemment considérées comme particulièrement bénéfiques. En règle générale, les entrées d'IDE s'inscrivent à plus longue échéance et sont moins liquides que d'autres formes de flux entrants, ce qui signifie qu'ils risquent moins de quitter le pays d'accueil rapidement en cas de circonstances défavorables. De plus, le risque transféré à l'investisseur étranger étant plus important, la rémunération des entrées d'IDE est plus étroitement liée à la situation économique du pays que le paiement des intérêts de la dette. Enfin, l'IDE est souvent porteur de retombées technologiques pour l'économie d'accueil, et donc de gains de productivité directs et indirects pour ce pays (Arnold et al., 2011, Arnold et Javorcik, 2009 ; Haskel et al., 2007 ; Javorcik, 2004 ; Keller et Yeaple, 2009).

Le Brésil bénéficie d'entrées d'IDE conséquentes, le record ayant été atteint en 2010 avec 48 milliards USD. Il se situe au 12^e rang mondial des pays classés en fonction de leur stock d'IDE entrant, et au 3^e rang des pays en développement en termes d'entrées (CNUCED, 2010). Les entrées d'IDE ont représenté ces dernières années de 10 % à 15 % environ de la formation brute de capital fixe. Compte tenu de ces chiffres et du déficit courant actuellement affiché par le Brésil, de l'ordre de 2 % du PIB, il semble que le pays recoure déjà fortement à l'épargne extérieure, même si, puisque 104 pays répertoriés dans une récente édition des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI présentent un déficit

courant rapporté au PIB supérieur à celui du Brésil, rien ne porte à croire que ce dernier a déjà atteint la limite de son potentiel d'attraction d'IDE (FMI, 2010). Dans l'ensemble, les mesures de nature à renforcer l'attractivité du Brésil en matière d'IDE sont les mêmes que celles qui permettraient d'attirer un surcroît d'investissement de la part des investisseurs nationaux, parmi lesquelles une réforme du système fiscal et de la réglementation des marchés de produit (voir ci-après). Cependant, au-delà des conditions applicables aux investisseurs dans le pays, des restrictions à l'IDE spécifiquement liées à la législation ou à la réglementation peuvent rendre l'investissement étranger plus difficile ou impossible là où l'investissement intérieur serait viable. Les restrictions à l'IDE doivent être aussi limitées que possible, puisque les projets d'IDE stimulent l'investissement intérieur sans entamer l'épargne intérieure et constituent une source de financement relativement stable. À de très rares exceptions près, les restrictions à l'IDE sont très peu développées au Brésil. L'indice de restrictivité de la réglementation de l'IDE établi par l'OCDE fait apparaître une amélioration considérable entre 2006 et 2010, qui a permis au Brésil d'obtenir des résultats légèrement supérieurs à ceux des États-Unis et meilleurs que la moyenne des pays de l'OCDE (OCDE, 2011). Parmi les secteurs où les restrictions sont les plus importantes en termes relatifs figurent la pêche et les transports. De plus, le Congrès vient d'adopter des projets de lois visant à renforcer le contrôle exercé par l'État sur le développement des réserves de pétrole offshore par le biais de la compagnie pétrolière publique Petrobras et à limiter à 70 % les prises de participation privées (étrangères, notamment) dans les contrats de partage de la production. Dans ces secteurs, il est possible de stimuler les entrées d'IDE en supprimant les obstacles juridiques, qui prennent le plus souvent la forme de restrictions aux prises de participation.

Le Brésil a également eu recours à des mesures destinées à contrôler les entrées de capitaux (voir le chapitre 1). La taxe sur les transactions financières (IOF, *Imposto sobre Operações Financeiras*), par exemple, a été appliquée aux entrées d'investissements de portefeuille ciblant des actifs à échéance courte, bien que l'échéance minimale ait été revue à la hausse ultérieurement, et l'IOF est désormais appliquée aux flux financiers entrant assortis d'une échéance inférieure ou égale à deux ans. Bien que ce prélèvement cible les flux financiers à échéance courte, qui servent rarement à financer l'investissement à long terme, il existe un risque de dommages collatéraux, même si rien ne permet d'affirmer que les entrées d'IDE ont souffert de l'IOF jusqu'à présent. Compte tenu de l'insuffisance de l'épargne intérieure et du niveau élevé des taux d'intérêt réels, le Brésil peut difficilement faire l'impasse sur des flux de capitaux susceptibles de financer des projets d'investissement nationaux. Les responsables de l'action publique doivent continuer de concevoir avec précaution toute mesure visant à restreindre les entrées d'investissements de portefeuille, afin d'éviter une érosion des ressources disponibles pour financer les investissements fixes.

Les obstacles à l'investissement

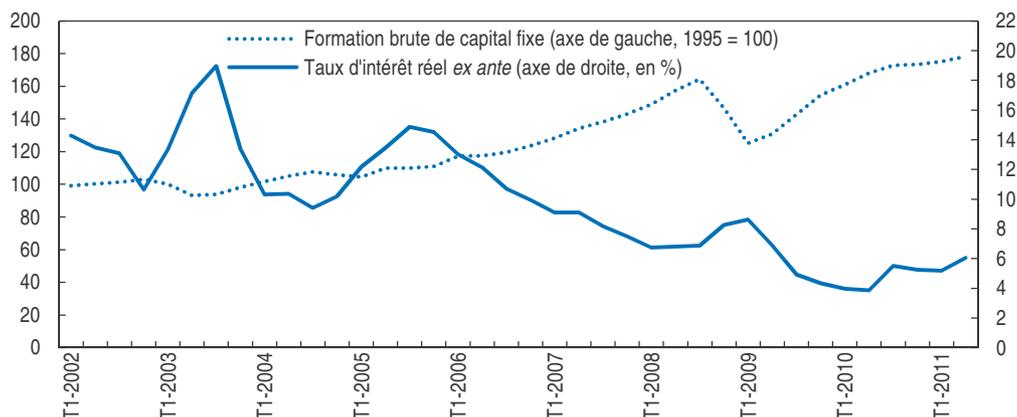
Pour autant que le déficit d'épargne soit le principal obstacle à l'investissement au Brésil, thèse qui est étayée par des éléments probants, la priorité doit aller aux mesures visant à stimuler l'épargne, en particulier l'épargne publique. En théorie, supprimer les obstacles à l'investissement tout en préservant l'épargne disponible influencerait uniquement sur le prix du capital sans accroître le volume des investissements. En pratique, toutefois, plusieurs raisons justifient d'améliorer les conditions offertes aux investisseurs. L'une d'elles est qu'identifier et supprimer les distorsions et les tensions qui freinent

l'investissement permet d'améliorer la répartition du capital et de générer des hausses de productivité. Eu égard, notamment, au faible niveau de l'épargne actuelle, le Brésil doit optimiser son utilisation, et réduire au minimum toute distorsion dans son allocation. En outre, une amélioration des conditions d'investissement peut attirer un surcroît de financements étrangers au profit de l'investissement intérieur. La présente section consacrée à la levée des obstacles à l'investissement analyse les questions liées au niveau substantiel des taux d'intérêt nationaux, à la structure des marchés de capitaux, au système fiscal et à la réglementation des marchés de produits.

Des taux d'intérêt élevés

Pour les investisseurs, le principal facteur dissuasif est, semble-t-il, le niveau exceptionnellement élevé des taux d'intérêt. Les taux des prêts accordés par les banques de dépôt varient considérablement selon le type d'emprunteur et de contrat de crédit ou le recours à des garanties, mais d'une manière générale, ils sont particulièrement hauts. Les taux d'intérêt réels ont fléchi au cours des dix dernières années et l'investissement a progressé (graphique 2.4). Néanmoins, les taux d'intérêt appliqués en moyenne aux entreprises s'établissent toujours à 31 % et les prêts aux particuliers sont assortis d'un taux de 45 %. Seuls des projets d'investissement extrêmement rémunérateurs sont donc viables d'un point de vue économique. Les petites et moyennes entreprises (PME) pâtissent tout particulièrement de taux d'intérêt élevés, car elles n'ont pas accès aux capitaux étrangers. En effet, 90 % des petites entreprises brésiliennes indiquent que le niveau substantiel des taux d'intérêt constitue l'un des principaux obstacles à leur croissance (Banque mondiale, 2011a). Une diminution des taux débiteurs des banques aurait pour effet d'inciter davantage les intervenants concernés à rejoindre le secteur formel, l'avantage le plus net découlant de cette régularisation étant souvent la possibilité de se financer auprès des banques.

Graphique 2.4. Taux d'intérêt réels et investissement



Note : Le taux d'intérêt réel ex ante est égal au taux de référence du Système spécial de conservation et de règlement (SELIC, Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) minoré des anticipations d'inflation à 12 mois, fondées sur l'indice des prix à la consommation élargi (IPCA, Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo).

Source : Banque centrale du Brésil.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519282>

Les raisons pour lesquelles les taux d'intérêt sont si élevés au Brésil sont difficiles à cerner. Au-delà de l'atonie de l'épargne intérieure, qui joue indéniablement, plusieurs

explications – pas nécessairement antagoniques – ont été mises en avant dans les ouvrages publiés sans pour autant fournir une réponse satisfaisante. Le haut niveau des taux d'intérêt étant propre à tous les contrats de crédit librement négociés, ce phénomène ne s'explique probablement pas par un trait des marchés de capitaux, mais plutôt par des facteurs systémiques influant sur l'économie brésilienne.

L'histoire

L'histoire est l'une des explications les plus largement avancées pour justifier le niveau globalement élevé des taux d'intérêt. Selon l'ancien gouverneur de la banque centrale, M. Arminio Fraga, le niveau substantiel du taux directeur – le taux de référence du Système spécial de conservation et de règlement (SELIC, *Sistema Especial de Liquidação e de Custódia*) – est « la conséquence d'une accumulation de dysfonctionnements de longue date ». Mais même si ce facteur entre assurément en ligne de compte, cette explication n'est pas pleinement satisfaisante, car d'autres pays ayant eu une histoire économique mouvementée parviennent à maîtriser l'inflation en affichant des taux d'intérêt réels sensiblement inférieurs.

Comptes budgétaires et gestion de la dette publique

Depuis dix ans, la situation budgétaire du Brésil s'est sensiblement améliorée, la dette publique s'est allégée et à l'évidence, la question de la solvabilité de l'État ne se pose plus aujourd'hui. En dépit de ces avancées, toutefois, on pourrait faire diminuer les taux d'intérêt de la dette brésilienne en améliorant encore la confiance des marchés quant aux perspectives budgétaires du pays. En effet, les excédents primaires de ces toutes dernières années sont, pour l'essentiel, davantage attribuables à l'alourdissement de la pression fiscale qu'à la maîtrise des dépenses, et la croissance du PIB aura été, bien plus qu'un véritable effort budgétaire, le principal déterminant du recul de la dette publique observé depuis dix ans (FUNDAP, 2011). Un autre élément ayant contribué à la réduction de la dette a été la diminution des taux d'intérêt réels. La rigidité à la baisse des dépenses courantes publiques peut être préoccupante au vu des changements démographiques qui s'annoncent. Une réforme des paramètres du système de retraite, qui aurait pour effet d'alléger à l'avenir le poids de la sécurité sociale pour les finances publiques, constituerait un signe utile pour renforcer la confiance des marchés. De plus, en ralentissant la progression attendue de la dette publique grâce à une contraction des dépenses courantes publiques, on parviendra probablement à accélérer le mouvement à la baisse amorcé récemment par le taux SELIC. Bacha (2010a) estime que compte tenu de l'histoire du Brésil, une réduction de la dette publique permettra d'abaisser les taux d'intérêt dans des proportions nettement plus importantes que dans d'autres pays. Une baisse d'un point de PIB du ratio d'endettement ferait reculer les taux d'intérêt de 0.19 point de pourcentage et selon lui, l'objectif devrait consister à ramener la dette publique à 20 % du PIB, afin d'aligner les taux d'intérêt réels brésiliens sur les moyennes internationales (Bacha, 2010b).

Au-delà de son niveau, la structure de la dette publique peut aussi jouer un rôle dans la fixation des primes de risque incluses dans le taux directeur. Les risques de change auquel la dette publique était exposée par le passé ont totalement disparu, car la position en devises du secteur public brésilien est devenue créditrice. Cette amélioration a probablement réduit le rôle joué par la dette publique en tant que déterminant du niveau élevé des taux d'intérêt par rapport au passé. Cela étant, la dette publique brésilienne se caractérise toujours par des échéances courtes associées à des taux d'intérêt indexés, de

sorte que l'État est confronté à un risque de taux d'intérêt élevé. Même si elle a augmenté entre 2004 et 2010, l'échéance moyenne reste limitée à 3.4 ans, soit environ un quart du chiffre correspondant au Chili et au Pérou, et moins de la moitié de la moyenne obtenue pour l'Allemagne, l'Australie, la Belgique, le Canada, l'Espagne, les États-Unis et le Royaume-Uni (Banque des règlements internationaux, 2011). En conséquence, plus d'un quart de l'encours de la dette arrive à échéance dans un délai inférieur ou égal à 12 mois, et le besoin de refinancement de la dette publique représente à tout moment environ 8.1 % du PIB sur les 12 mois à venir. Le risque de taux d'intérêt ne se limite pas cependant aux emprunts venant à échéance, compte tenu de la part importante des titres à taux variable dont les taux d'intérêt sont corrigés des variations du taux SELIC de manière quotidienne. Diminuer la part des titres à taux variable (aujourd'hui ramenée à moins de 40 %) et allonger l'échéance moyenne relève de la stratégie de gestion de la dette adoptée par les autorités et contribuera à rehausser la confiance des investisseurs à moyen terme. À court terme, toutefois, pour tenter d'atteindre ces objectifs avec une volonté plus affirmée, il faudra peut-être proposer aux créanciers des taux d'intérêt encore plus élevés afin de stimuler la demande de titres à taux fixe et à échéance plus longue. Indexer la dette sur le niveau des prix, et non sur le taux directeur, pourrait s'avérer relativement bénéfique en termes de stabilité, ainsi que l'a montré l'exemple chilien (Eichengreen et Hausmann, 2004 ; Banque interaméricaine de développement, 2007). Le gouvernement en a tenu compte dans sa stratégie de gestion de la dette et ces dernières années, il a accru la part des titres de la dette publique qui sont indexés sur l'inflation (*Tesouro Nacional*, 2011).

Tensions inflationnistes et orientation du crédit

Le taux SELIC est le principal instrument de maîtrise de l'inflation dont dispose la banque centrale. Si la banque centrale a parfaitement réussi à contenir la hausse des prix en s'appuyant sur le dispositif de ciblage de l'inflation, il n'en reste pas moins surprenant de constater que pour trouver un équilibre entre l'offre et la demande globales, il ait fallu fixer des taux d'intérêt « qui plongeront toute autre économie dans une profonde récession » (Hausmann, 2008). Néanmoins, la maîtrise des tensions inflationnistes peut avoir nécessité au Brésil des taux plus élevés qu'ailleurs en raison des spécificités du marché du crédit du pays. Par l'intermédiaire de la Banque nationale de développement économique et social (BNDES, *Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social*), les pouvoirs publics ont accordé des volumes croissants de prêts à des entreprises privées pour financer des projets d'investissement à long terme. À un horizon lointain, ces investissements peuvent renforcer les capacités et donc atténuer les tensions inflationnistes, mais à brève échéance, ils gonflent la demande, car l'accroissement des capacités exige un certain délai (Garcia, 2011). De l'avis de certains observateurs, l'expansion du crédit réalisée par la BNDES a alimenté la demande, contraignant ainsi la banque centrale à mener une politique plus restrictive et à maintenir le taux SELIC à un niveau supérieur à celui qui, en d'autres circonstances, aurait été nécessaire pour réguler la demande intérieure (Hausmann, 2008 ; Garcia, 2011 ; Schwartsman, 2011). Ricardo Hausmann dit ainsi de la banque centrale qu'elle a appuyé en même temps sur l'accélérateur et sur le frein (Folha de São Paulo, 30/08/2010). S'il est difficile d'apprécier cette hypothèse de manière empirique, elle pourrait en principe expliquer elle aussi pourquoi le taux SELIC n'a pas fléchi autant que l'amélioration des paramètres fondamentaux de l'économie aurait pu le laisser penser.

Insécurité juridique et droits de propriété

Parmi les autres arguments fréquemment invoqués pour expliquer le niveau élevé des taux d'intérêt figure le fait que, en raison de l'insécurité juridique et d'une protection insuffisante des droits de propriété, les prêts à long terme présentent des risques, ce qui fait grimper les taux d'intérêt et raccourcit l'échéance à laquelle les agents privés sont disposés à accorder des prêts (voir par exemple Arida et al., 2005). Les tenants de cette hypothèse font souvent état d'un préjugé systématiquement défavorable du pouvoir judiciaire envers les créanciers (généralement en faveur des petits emprunteurs) et d'un risque de poussée d'inflation inattendue. D'après Arida et al. (2005), une protection insuffisante des droits de propriété accroît inutilement la prime de risque du pays et exerce ainsi une tension sur les taux d'intérêt nationaux, alors que la Commission internationale de juristes (2008) laisse entendre qu'il est possible d'accroître l'efficacité du système judiciaire brésilien. Gonçalves et al. (2007) ont testé différentes variantes de l'hypothèse d'insécurité juridique et n'ont guère mis en évidence d'éléments étayant cette hypothèse, les conclusions de Bacha et al. (2009) étant analogues. Pessoa et Nakane (2011) font valoir que même si les éléments mis au jour ne confirment pas que l'insécurité juridique est un facteur déterminant du niveau des taux directs au Brésil, ils expliquent en partie le niveau élevé des marges d'intermédiation évoquées ci-après. Que cette hypothèse permette d'expliquer une part importante ou non du niveau actuel des taux débiteurs, un renforcement de la protection des créanciers est de nature à favoriser l'investissement.

En effet, le Brésil se classe à un rang assez médiocre d'après l'« indice de fiabilité des garanties » établi par la Banque mondiale, qui mesure la protection des droits des emprunteurs et des prêteurs découlant de la législation sur les garanties et les faillites et qui, partant, facilite le crédit. Avec un indice égal à 3, le Brésil obtient un résultat inférieur à la moyenne des pays d'Amérique latine, soit 5.5, et à celle des économies de l'OCDE, à savoir 6.9. Au Brésil, les débiteurs peuvent nantir des actifs pour garantir le crédit octroyé sans avoir besoin de les remettre à leur créancier, mais l'accès des créanciers au nantissement est freiné par des procédures judiciaires fastidieuses et incertaines. Les garanties ne peuvent être décrites en termes généraux : chaque article doit être répertorié de manière précise, de sorte qu'une automobile ou un bien immobilier donné en nantissement pour garantir un prêt ne pourra plus faire office de garantie dès lors qu'il aura été remplacé par un autre. Il doit être inscrit sur un registre public dans la ville où réside le débiteur. Plusieurs registres pouvant coexister dans une même ville et en l'absence de recoupements entre les registres des différentes régions, un prêteur peut estimer qu'il est contraignant d'évaluer la valeur de nantissement d'un actif donné. De plus, un créancier souhaitant saisir et vendre des garanties en cas de défaillance devra obtenir une décision de justice en ce sens, ce qui peut prendre quatre à cinq ans, le débiteur conservant les actifs dans l'intervalle. Un juge peut même remettre en cause un nantissement si l'actif qui en fait l'objet est réputé essentiel pour le débiteur défaillant, comme le véhicule d'un conducteur de taxi (Banque mondiale, 2006). Toute exécution par voie extrajudiciaire, procédure qui peut s'avérer plus rapide et plus sûre qu'une ordonnance judiciaire, requiert le consentement du débiteur défaillant. Une amélioration de la protection des créanciers par le biais de réformes du système juridique et judiciaire inciterait davantage les agents privés à accorder des prêts à échéances plus longues et à réduire la prime de risque dont sont assortis les taux débiteurs actuels. En particulier, il convient de créer à l'échelon national, un registre unique des garanties qui offre la possibilité de consulter facilement en ligne les informations sur les débiteurs. De plus, il est nécessaire d'accélérer les procédures judiciaires permettant de

rentrer en possession des garanties. Il faut faciliter l'exécution des contrats de crédit assortis de garanties en dehors de toute décision judiciaire, et ne pas exiger le consentement de l'emprunteur défaillant lorsque les parties en sont convenues dans le contrat. Un renforcement de la protection des créanciers s'accompagne d'un approfondissement des marchés du crédit et d'un recul des taux d'incidents de paiement (Banque mondiale, 2006). Les effets notables produits par ces réformes juridiques sur l'expansion des marchés du crédit ont été mis en lumière de façon frappante par la réforme de la réglementation sur les prêts hypothécaires récemment introduite au Brésil, où les marchés privés ont commencé de se développer lorsque les banques prêteuses ont pu rester le propriétaire légal du bien jusqu'au remboursement complet du prêt.

Équilibres multiples

Certains observateurs estiment que l'existence d'équilibres multiples est responsable du niveau élevé des taux d'intérêt. Selon eux, différentes situations d'équilibre durable sont possibles pour les taux d'intérêt et les risques de défaut, le Brésil étant à l'heure actuelle « pris au piège » d'une situation sous-optimale. Dans l'équilibre actuel, les taux d'intérêt élevés s'auto-entretiennent, car ils impliquent un risque de défaut supérieur à celui qui prévaudrait s'ils étaient plus bas. Cela dit, des taux plus bas, intégrant par conséquent une prime de risque inférieure, correspondraient à une situation d'équilibre tout aussi durable aujourd'hui. Il a cependant fallu les fixer initialement à un niveau élevé pour faire diminuer les anticipations d'inflation dans le cadre du processus de stabilisation macroéconomique. Que cette hypothèse soit avérée ou non, il n'est pas possible d'en tirer des conclusions claires pour l'action publique. En effet, il est difficile d'imaginer qu'une banque centrale pratiquant une politique de ciblage de l'inflation compromette la réputation qu'elle a durement acquise en abaissant sensiblement les taux d'intérêt, dans l'espoir de parvenir à une autre situation d'équilibre stable caractérisée par des taux inférieurs.

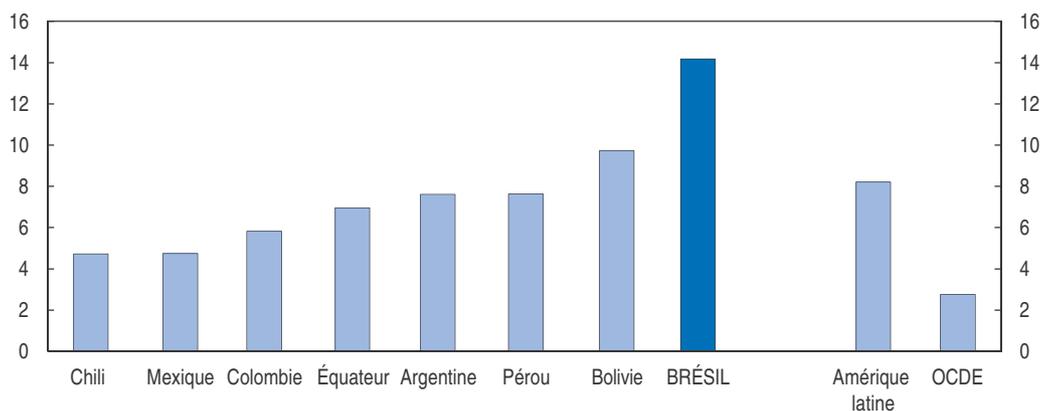
La structure du système financier

Au Brésil, le système financier repose en grande partie sur les banques. Bien que les volumes négociés aient augmenté récemment, les marchés des obligations de sociétés brésiliennes sont restreints par rapport aux autres pays, même au regard des normes latino-américaines. Alors qu'au Brésil, les obligations de société en circulation ne dépassaient pas quelque 0.5 % du PIB en décembre 2010, elles en représentaient 1.8 % en Argentine, 3.4 % au Mexique et 14.6 % au Chili (Banque des règlements internationaux, 2011). Certains pays de l'OCDE sont dotés sur ce segment de marchés développés, notamment le Japon, l'Italie et les États-Unis (16.5 %, 17.7 % et 19.8 % du PIB, respectivement, selon la même source). Les publications économiques n'ont pas tiré de conclusions tranchées quant aux mérites relatifs des financements bancaires et des financements de marché, mais laissent à penser que le principal est que le système financier se développe dans son ensemble (Levine, 2002). Au Brésil, les obligations de société ne semblent être utilisées pour se financer que par les plus grandes entreprises et il pourrait être utile de tenter de développer plus avant ces marchés. Pour l'heure, cependant, le crédit bancaire est la source de financement la plus indiquée pour la majorité des entreprises brésiliennes.

Les prêts bancaires se caractérisent par des marges d'intermédiation élevées par rapport aux autres pays du monde. Les marges d'intérêt nettes constatées au Brésil sont supérieures de plus de 70 % à la moyenne obtenue pour les pays d'Amérique latine et plus de cinq fois supérieures à celle de l'OCDE (graphique 2.5). Bien qu'ayant sensiblement

Graphique 2.5. **Marge d'intérêt nette, par comparaison avec d'autres pays**

Moyennes pour 2007-09, en points de pourcentage



Source : Beck et Demirgüç-Kunt (2009).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519301>

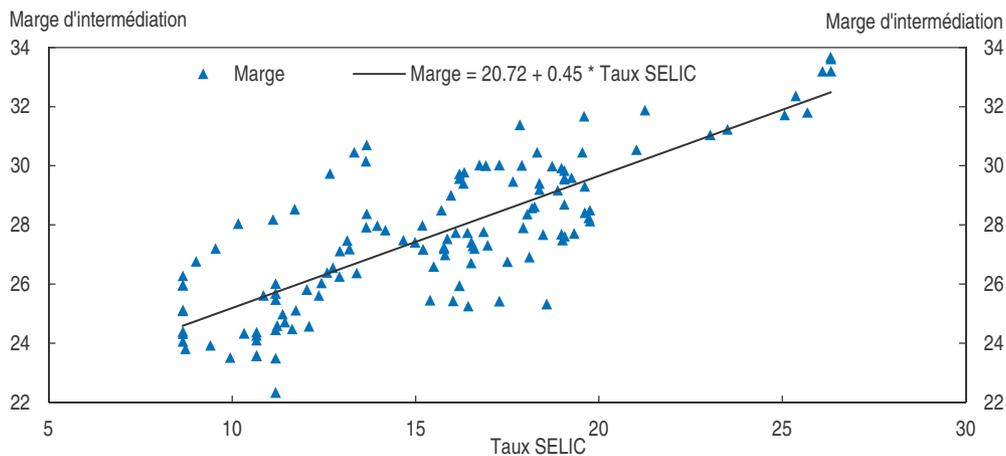
diminué au cours des dix dernières années, elles n'ont pas évolué en 2010, et les observations récentes dénotent un mouvement à la hausse. Ces marges élevées sont le signe d'un système financier défaillant et de taux débiteurs substantiels et souvent volatils, ce qui renchérit considérablement le capital et fausse le marché au bénéfice des investissements à court terme très risqués et au détriment des investissements à maturation lente générant des rendements supérieurs, qui correspondent davantage aux besoins du pays.

En dépit des nombreuses recherches réalisées pour cerner les raisons expliquant le niveau élevé des marges d'intérêt des banques au Brésil, des désaccords et incertitudes notables demeurent. Parmi les facteurs susceptibles d'expliquer ce phénomène figurent le niveau substantiel du taux SELIC, l'imposition implicite et explicite de l'intermédiation financière et les problèmes d'efficacité du secteur bancaire, ainsi que des interactions éventuelles entre plusieurs de ces facteurs.

Le niveau élevé du taux directeur est probablement l'un des facteurs qui contribue le plus à celui des marges d'intérêt au Brésil, les deux séries étant étroitement corrélées (graphique 2.6). En fait, la ligne de régression linéaire simple observée dans le graphique explique 64 % des variations de la marge d'intermédiation au cours des dix dernières années. Une autorégression vectorielle du taux SELIC et des marges d'intérêt donne à penser que les valeurs passées du premier expliquent en grande partie le niveau des secondes (en d'autres termes, que le taux directeur cause le niveau des marges au sens de Granger ; voir encadré 2.1). Ce phénomène est peut-être dû au fait que le taux SELIC constitue un indicateur raisonnable des coûts de financement des banques. En fait, le coefficient de corrélation du taux directeur ressort à 0.96 pour l'indicateur des coûts de financement des banques publié par la banque centrale. D'autres facteurs que le niveau élevé des taux d'intérêt, comme les réserves obligatoires des banques, peuvent influencer sur ces coûts et entraîner une augmentation plus soutenue des marges d'intérêt lorsque les taux d'intérêt sont plus élevés. L'action publique doit donc introduire en priorité des réformes de nature à faire baisser le taux SELIC sans aviver les tensions inflationnistes, même si des difficultés microéconomiques liées aux politiques menées par le secteur bancaire peuvent constituer les principaux freins à une telle évolution une fois que les taux d'intérêt auront diminué.

Graphique 2.6. **Les marges d'intermédiation et le taux SELIC**

Données mensuelles en points de pourcentage, 2000-2011



Source : Banque centrale du Brésil, calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519320>

Les réserves obligatoires illustrent cette interaction. Les coûts induits par la détention de réserves obligatoires à la banque centrale pour les banques sont positivement corrélés à leurs coûts de financement. Les réserves obligatoires ne sont pas rémunérées ou le sont en dessous des taux du marché et font office d'impôts implicites sur les activités d'intermédiation financière. Tout relèvement des taux d'intérêt provoque une augmentation des coûts d'opportunité de la détention de réserves à la banque centrale, et donc une hausse de ces prélèvements implicites. Le niveau élevé des réserves obligatoires renforce le lien existant entre les marges d'intermédiation et le niveau des taux d'intérêt. Les coefficients de réserves obligatoires relatifs aux dépôts à vue ressortent actuellement à 43 % (Montoro et Moreno, 2011). Ce niveau substantiel peut aussi expliquer pourquoi le ratio prêts/dépôts des banques ne dépasse pas 0.8 au Brésil, alors qu'il est supérieur à 1 en moyenne en Amérique latine (1.1) et dans les pays de l'OCDE (1.4). Azevedo et de Carvalho (2008) estiment qu'environ 1 % des recettes fédérales sont implicitement prélevées par la banque centrale en rémunérant les réserves obligatoires en deçà des taux du marché, et des données économétriques donnent à penser que les réserves obligatoires influent sur l'écart entre les taux débiteurs et créditeurs (Souza Rodrigues et Takeda, 2005) et sur le volume des prêts (Montero et Moreno, 2011 ; Mesquita et Toros, 2010). On estime par exemple que la baisse des coefficients de réserves obligatoires décidée en réponse à la crise a entraîné une expansion du crédit de l'ordre de 3 % à 4 % du PIB au Brésil (Montero et Moreno, 2011). Revoir à la baisse les réserves obligatoires imposées aux banques allégerait la fiscalité implicite sur l'intermédiation financière et induirait une diminution des marges d'intermédiation et du coût du capital, d'où une augmentation des capitaux disponibles pour les activités de prêt. Concernant le calendrier à suivre pour introduire une telle réforme, l'expansion du crédit à court terme induite par une diminution des réserves obligatoires doit être prise en compte.

Les banques brésiliennes sont également soumises à d'autres prélèvements explicites qui renchérissent leurs coûts. Outre les impôts relativement élevés généralement prélevés auprès des entreprises, plusieurs distorsions spécifiques alourdissent la pression fiscale qui pèse sur les établissements financiers. Ainsi, le secteur bancaire a été exclu en 2003-04

Encadré 2.1. Le sens de la relation de causalité entre le taux SELIC et les marges d'intérêt

L'existence d'une relation causale entre le taux de référence du Système spécial de conservation et de règlement (SELIC, *Sistema Especial de Liquidação e de Custódia*) et les marges d'intérêt peut être évaluée empiriquement en appliquant un modèle d'autorégression vectorielle (ARV) et en recherchant une causalité au sens de Granger. Un ARV est un modèle empirique dans lequel on explique une série chronologique à l'aide de ses valeurs passées et de celles d'autres séries chronologiques. Dans ce contexte, on dit qu'une série chronologique X cause une série Y au sens de Granger Y si les valeurs passées de X expliquent en grande partie les valeurs actuelles de Y. Techniquement, l'établissement d'une relation de causalité au sens de Granger implique de rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle X ne cause pas Y au sens de Granger. Les estimations établies donnent à penser qu'il existe un lien causal entre le taux de référence du Système spécial de conservation et de règlement (SELIC, *Sistema Especial de Liquidação e de Custódia*) et les marges d'intérêt, c'est-à-dire que le taux SELIC cause la marge. Le lien inverse ne semble pas exister (tableau 2.1).

Tableau 2.1. Taux SELIC et marges d'intérêt : autorégression vectorielle et tests de causalité de Granger

	Variable dépendante : SELIC	Variable dépendante : marge
	Autorégression vectorielle	
SELIC (t-1)	1.82 *** (0.00)	0.24 ** (0.05)
SELIC (t-2)	-0.84 *** (0.00)	-0.14 (0.27)
Marge (t-1)	-0.05 (0.21)	0.89 *** (0.00)
Marge (t-2)	0.04 (0.27)	-0.09 (0.30)
Constante	0.37 (0.43)	4.09 *** (0.00)
Observations	126	126
Coefficient de détermination (R ²)	0.99	0.89
Tests de causalité de Granger		
H ₀ : la marge ne cause pas le taux SELIC au sens de Granger	1.55 (0.46)	
H ₀ : le taux SELIC ne cause pas la marge au sens de Granger		19.32 *** (0.00)

Note : Valeurs p entre parenthèses. ** et *** : statistiquement significatif aux seuils de 5 % et 1 %, respectivement. Données mensuelles entre juin 2000 et janvier 2011. Les tests ont été appliqués à des écarts différents, et les résultats obtenus sont qualitativement similaires.

Source : Calculs de l'OCDE effectués à l'aide de données fournies par la banque centrale.

d'une réforme fiscale qui a modifié l'assiette de la contribution destinée à financer le régime de retraite PIS (*Programa de Integração Social*) et de la contribution au financement de la sécurité sociale (COFINS, *Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social*), le chiffre d'affaires étant remplacé par les bénéfices. Une taxe sur les transactions financières (IOF, *Imposto sobre Operações Financeiras*) est prélevée sur certaines opérations, notamment les

prêts bancaires. Enfin, les entreprises du secteur financier se voient appliquer un taux spécifique pour la contribution sociale sur les bénéfices nets (CSLL, *Contribuição Social sobre o Lucro Líquido*), fixée à 15 % pour les établissements financiers, contre 9 % pour les autres entreprises. Des données économétriques laissent supposer que les organismes prêteurs répercutent la quasi-totalité des impôts dont ils s'acquittent sur les taux débiteurs, de sorte que ces prélèvements sont en fin de compte à la charge des emprunteurs (Cardoso, 2003). L'imposition des bénéfices du secteur financier devrait être alignée sur la pression fiscale qui pèse sur les autres secteurs, car la réduction des marges d'intermédiation devrait constituer une priorité afin de stimuler l'investissement.

Les obligations liées à l'orientation du crédit contraignent les banques à accorder des prêts à des secteurs prioritaires, notamment les milieux ruraux et le logement. Ces secteurs bénéficient donc d'un accès au crédit plus facile et moins onéreux que si les prêts étaient alloués en vertu du libre jeu du marché, et les banques renoncent aux bénéfices qu'elles auraient pu réaliser sur d'autres opérations de prêt, dont le volume est restreint par les dispositifs de crédit administré. Cette situation est souvent exacerbée par la réglementation sur les taux d'intérêt que les banques peuvent prélever sur ce type de prêts. Dans leur ensemble, les dispositifs de prêts obligatoires à destination des zones rurales et du logement représentaient approximativement 13 % du volume des prêts accordés indépendamment de la Banque nationale de développement économique et social (BNDES, *Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social*), à la fin de 2010. Ces trois dernières années, le volume des prêts octroyés au monde rural a diminué, tandis que le dispositif relatif au logement prenait de l'ampleur, et il est aujourd'hui nettement plus important que celui consacré aux zones rurales. Les bénéfices non réalisés par les banques commerciales à cause de ces dispositifs peuvent être substantiels, entraînant à la hausse les marges d'intérêt sur les opérations pour lesquelles les intérêts ne sont pas plafonnés. L'ampleur des interventions des autorités dans l'allocation des prêts par les banques commerciales crée des relations complexes entre les prix et les volumes des prêts et des dépôts, une fraction donnée de certains produits d'épargne étant transférée à certains dispositifs de crédit administré. Dans certains cas, les marges que les banques peuvent réaliser sur cette partie de leurs opérations sont intégralement déterminées par la réglementation. Le coût exact de ces dispositifs et leur impact sur les marges d'intérêt dans les opérations de prêt libres est très difficilement quantifiable, car les banques elles-mêmes ont du mal à distinguer vraiment les produits et les coûts découlant des opérations administrées ou libres. Il est néanmoins certain que ces dispositifs de crédit administré faussent les prix relatifs et l'allocation du crédit, et que leur gestion est coûteuse pour les banques. Les coûts correspondants sont supportés en partie par les emprunteurs non privilégiés sous forme de marges plus élevées. Cela étant, les dépôts de la clientèle constituent une ressource limitée, et ces opérations de prêts administrés mobilisent une fraction des dépôts qui pourrait être prêtée aux conditions du marché. De ce fait, une partie des coûts inhérents aux dispositifs est répercutée sur les emprunteurs potentiels qui sont exclus du marché du crédit. Ces dispositifs de crédit administré constituent un moyen complexe et inefficace de subventionner les investissements dans le logement et dans le secteur rural en mobilisant les dépôts de la clientèle. Il conviendrait de supprimer progressivement ces subventions, et de les financer dans l'intervalle à partir d'une base d'imposition plus large – en utilisant, par exemple, les recettes fiscales générales – jusqu'à leur disparition totale.

De plus, les charges d'exploitation des banques brésiliennes sont relativement élevées. Comparativement à la moyenne des pays de l'OCDE, elles représentent quasiment le triple des actifs des banques et elles sont pratiquement supérieures de 40 % à la moyenne de l'Amérique latine (Beck et Demirgüç-Kunt, 2009). L'accès aux informations sur les emprunteurs est aussi plus difficile que dans d'autres pays, et le gouvernement vient à peine d'adopter une loi autorisant la création d'une agence d'évaluation du crédit réunissant des informations à la fois positives et négatives. En dépit de marges d'intérêt substantielles, l'exercice de l'activité bancaire au Brésil impliquant un coût élevé, les banques ne sont pas plus rentables que dans d'autres régions du monde. Selon Beck et Demirgüç-Kunt (2009), les banques brésiliennes affichaient un taux de rentabilité économique égal à 2.3 % environ en 2009, contre 2.6 % dans les pays de l'OCDE, avec des résultats similaires pour la rentabilité des capitaux propres. Les coefficients d'exploitation des banques brésiliennes (89 %) sont élevés par rapport à la moyenne de l'OCDE (70 %), voire de celle de l'Amérique latine (83 %).

Si les dispositifs de crédit administré et les difficultés tenant à l'exécution des contrats de crédit mentionnés ci-dessus tirent les coûts des établissements financiers vers le haut, le caractère anticoncurrentiel de la structure du marché et sa faible contestabilité peuvent aussi moins inciter les banques à minimiser leurs coûts et à réduire leurs marges. Les banques commerciales publiques détiennent une part de marché importante (de 45 % en 2009, imputable pour l'essentiel à *Banco do Brasil*, principale banque d'Amérique latine en termes d'actifs, et à *Caixa Econômica Federal*) et certains éléments attestent de leur moindre efficacité (Tecles et Tabak, 2010). En conséquence, les banques privées peuvent être en mesure de prélever des marges analogues à celles des banques publiques, alors même que leurs coûts sont plus bas. En d'autres termes, la taille et le pouvoir de marché des banques publiques peuvent atténuer les pressions à la baisse sur les marges. Ce constat corrobore l'observation selon laquelle les banques privées sont généralement plus rentables que les établissements publics au Brésil (Micco et Panizza, 2005 ; Tecles et Tabak, 2010). La faible efficacité des banques peut aussi peser sur les taux d'incidents de paiement, que l'on imagine déjà être conséquents compte tenu du niveau élevé des taux débiteurs et des difficultés d'exécution des contrats. En effet, les tests empiriques de causalité donnent à penser que les taux d'incidents de paiement relativement élevés (soit 4.9 % à l'heure actuelle) sont davantage la conséquence que la cause de l'inefficacité des établissements bancaires (Tabak et al., 2010).

Bien que dans le secteur bancaire brésilien, l'intensité de la concurrence soit difficile à apprécier, les indications disponibles font apparaître des différences notables entre les divers segments du marché. Les opérations des banques de dépôt, en particulier les dépôts à vue à court terme et les services de cartes de crédit, sont souvent moins ouvertes à la concurrence, tandis que les services bancaires aux entreprises semblent l'être davantage (Banque mondiale, 2006). Ainsi, les commissions prélevées sur les prêts à la consommation et les prêts hypothécaires avoisinaient 0.2 % du PIB par habitant en 2007, soit pratiquement le triple de la moyenne mondiale (Beck et al., 2007). Les autorités brésiliennes elles-mêmes se sont inquiétées de voir que les marges d'intérêt et les commissions pratiquées par les banques sur le marché intérieur ne sont pas concurrentiels (OCDE, 2009c). De ce fait, elles se sont efforcées de réduire les coûts de transfert entre établissements bancaires. Il serait également possible de renforcer la concurrence et l'efficacité dans le secteur bancaire brésilien en jouant sur le rôle dominant des banques publiques. Il pourrait être utile de renforcer l'actionnariat privé dans *Banco do Brasil* et *Caixa Econômica Federal*. À court terme,

il serait possible d'entamer leur position dominante en procédant à une scission et en créant plusieurs entités plus petites, sans limiter leurs activités sur le plan géographique.

La banque nationale de développement et les marchés du crédit à long terme

Au Brésil, les marchés du crédit se caractérisent par un système dual, dans lequel les prêts à court terme sont octroyés par le secteur privé aux taux du marché, tandis que les prêts à long terme sont accordés par la Banque nationale de développement économique et social (BNDES, *Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social*) à des taux nettement inférieurs aux coûts d'emprunt à court terme de l'État. Les décisions d'investissement à la marge sont probablement déterminées par les taux du marché, car les entreprises sont toujours confrontées aux coûts d'opportunités liés à l'investissement de toute ressource supplémentaire au taux SELIC et n'investiraient pas dans leur propre entité à moins d'espérer en tirer un rendement supérieur à ce taux.

Le secteur privé n'étant guère enclin à accorder des financements à long terme, ce segment est à l'heure actuelle le domaine réservé de la BNDES, elle-même financée par différentes sources, notamment 40 % des recettes du Fonds de soutien aux travailleurs (FAT, *Fundo de Amparo ao Trabalhador*), un fonds d'aide aux salariés alimenté par les recettes d'une taxe sur le chiffre d'affaires des entreprises privées et publiques. Le FAT est censé verser des prestations sociales aux salariés, et notamment une assurance-chômage complémentaire et une prime annuelle (le « 14^e mois de salaire »), et financer la croissance à long terme par l'intermédiaire de la BNDES. Ce deuxième objectif est assimilable à une épargne obligatoire pour les salariés, rémunérée à un taux inférieur à celui du marché. De plus, la BNDES bénéficie de transferts directs occasionnels du budget de l'État fédéral. Elle accorde directement des prêts aux investisseurs pour des projets à long terme supérieurs à 10 millions BRL, les prêts d'un montant inférieur à ce seuil ou destinés à financer l'acquisition de machines-outils étant octroyés par des banques commerciales faisant office d'agents de la BNDES.

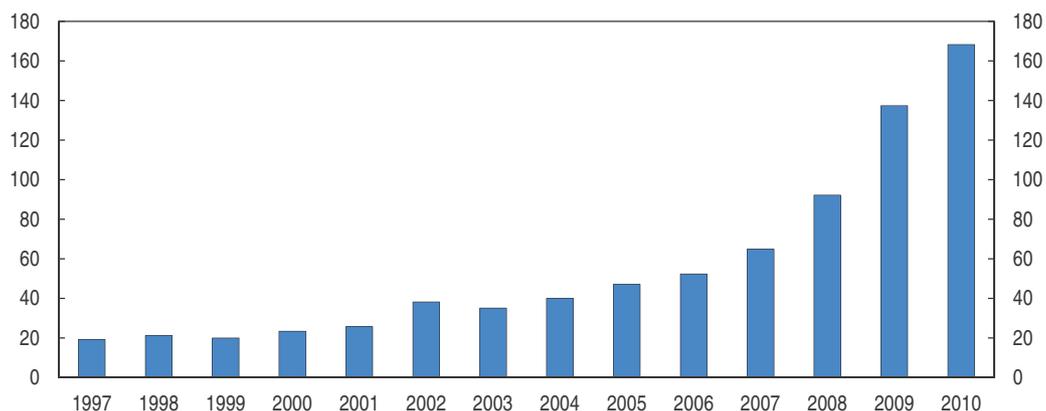
Bénéficiant de sources de financement privilégiées, la BNDES est en mesure d'accorder la majorité de ces prêts à des taux nettement inférieurs à ceux pratiqués sur le marché brésilien pour les opérations de crédit à court terme (seul élément de comparaison possible compte tenu de l'absence de crédit privé à long terme), et souvent sensiblement inférieurs au taux SELIC, auquel le gouvernement finance sa dette³. Les taux d'intérêt appliqués par la BNDES suivent généralement le taux d'intérêt à long terme (TJLP, *Taxa de Juros de Longo Prazo*) fixé par le Conseil monétaire national à partir de l'objectif d'inflation et d'une prime de risque ; ce taux à long terme est aussi celui auquel est rémunérée l'épargne obligatoire constituée par les salariés dans le cadre du FAT. Deux éléments s'ajoutent au TJLP pour couvrir les charges d'exploitation et le risque de crédit de la BNDES. Le TJLP s'établit pour l'heure à 6 % et la majoration peut ne pas dépasser 3.5 % au total. À titre de comparaison, le taux SELIC est actuellement de 12 %, et les taux des prêts aux conditions du marché accordés par les banques privées s'établissent à un niveau moyen de 31 %. Les financements de la BNDES ne sont pas alloués selon les règles du marché, mais suivant des critères définis par cet organisme conformément aux orientations de la politique industrielle. Ce mécanisme d'allocation peut prendre en compte les externalités positives de certains projets d'investissement si celles-ci sont correctement identifiées par les agents publics, mais il peut aussi constituer une source de défaillances considérables de la part des pouvoirs publics, et il est généralement considéré comme moins performant que l'allocation obéissant aux principes du marché. Une part importante des prêts est

octroyée aux entreprises de plus de 500 salariés (72.5 % en 2010). Sur le plan sectoriel, pratiquement la moitié des fonds de la BNDES va à l'industrie (47 %), suivie des infrastructures et du commerce et des services (31 % et 16 %, respectivement). Les prêts de la BNDES se distinguent notamment de ceux qui sont accordés en vertu des obligations imposées aux banques commerciales en matière de crédit administré par le fait que la banque nationale de développement procure des fonds supplémentaires financés par l'impôt, et ne puise pas dans les dépôts collectés par les banques.

Le volume des financements de la BNDES a augmenté à un rythme soutenu au fil des ans, enregistrant une forte accélération depuis 2006 (graphique 2.7). La croissance du volume des prêts de la BNDES constatée ces deux dernières années est liée pour une part à la crise financière mondiale. Si la progression des prêts accordés par les banques privées s'est fortement ralentie à l'automne 2008 en raison de la crise, les établissements financiers publics, dont la BNDES, ont entrepris d'accroître massivement le volume de leurs prêts afin de compenser le repli de l'offre privée (graphique 2.8). En conséquence, le crédit total est resté sur une trajectoire ascendante relativement régulière en dépit de la crise financière. Autrement dit, le gouvernement a fait appel aux établissements financiers publics – et à la BNDES au premier chef – pour accroître la liquidité durant cette crise et éviter un recul de l'encours total des crédits. De septembre 2008 à janvier 2010, les prêts émanant des banques privées ont connu une hausse inférieure à 10 %, contre 50 % pour ceux provenant des établissements publics. L'augmentation massive du volume des prêts accordés par la BNDES a permis de préserver les entreprises brésiliennes d'un resserrement du crédit dans une période défavorable. Dans le même temps, la BNDES, dans le contexte de la crise, s'est aventurée dans des domaines où les établissements de crédit privés étaient présents avant la crise, comme la mise à disposition des entreprises d'un fonds de roulement à court terme, mais elle a commencé à s'en retirer depuis.

Graphique 2.7. **Évolution des décaissements de la BNDES**

En milliards BRL

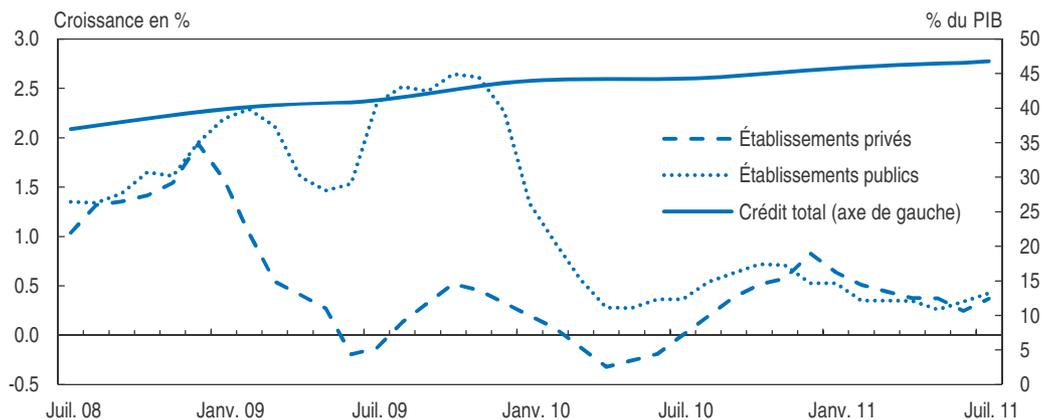


Source : Banque nationale de développement économique et social (BNDES, Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519339>

Au Brésil, les marchés privés du crédit se limitent presque exclusivement à des financements de court terme, se distinguant ainsi très nettement de la majorité des pays de l'OCDE, où ils recouvrent généralement des opérations de prêt à court et à long terme. Traditionnellement, les banques sont peu disposées à procurer des financements à un

Graphique 2.8. Prêts accordés par les établissements financiers privés et publics



Source : Banque centrale du Brésil.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519358>

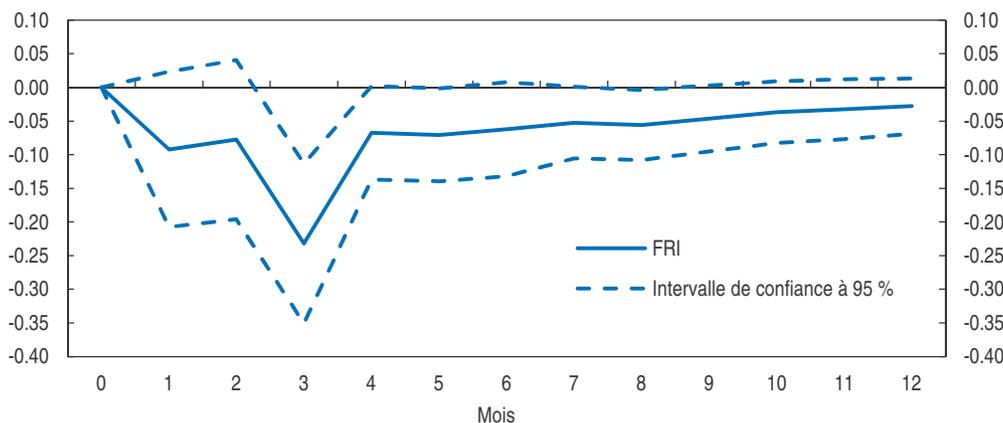
horizon lointain, et les emprunteurs en quête de prêts bancaires assortis d'échéances plus longues afin de financer des investissements à long terme ne trouvent généralement pas de marché. Les établissements de crédit privés ont préféré investir au Brésil dans des actifs à court terme générant un rendement relativement élevé, et notamment dans un volume considérable d'emprunts publics, ainsi que dans les cartes de crédit et autres prêts à la consommation à court terme. Cette situation est aussi propre à d'autres pays d'Amérique latine, où l'étroitesse du marché des financements bancaires à long terme ou son absence est relativement courante (BNP Paribas, 2005). Le crédit intérieur au secteur privé exprimé en pourcentage du PIB – soit quelque 58 % actuellement – s'inscrit en deçà de la moyenne de la moitié inférieure des pays de l'OCDE (OCDE, 2011b), même si en Amérique latine, seuls le Chili et le Panama obtiennent des résultats supérieurs d'après cet indicateur (soit 97 % et 85 % du PIB, respectivement). Au Brésil, les raisons expliquant le faible développement du marché du crédit se recoupent probablement avec celles qui justifient le niveau élevé des taux d'intérêt. De manière générale, en effet, la dette publique sert à bien des égards de référence pour les contrats de crédit privés, et il n'est donc pas surprenant, dans la mesure où l'échéance moyenne de la dette publique ressort approximativement à 3.6 ans en 2010 (Tesouro Nacional, 2011), que les contrats de crédit privé dépassant cet horizon soient rares. La durée moyenne du portefeuille de prêts aux entreprises actuellement détenu par les banques privées est inférieure à 13 mois.

Le lien entre la BNDES et le crédit privé

L'importance des prêts à long terme administrés accordés par l'intermédiaire de la BNDES et l'absence de crédit privé sur ce segment soulèvent la question du sens de la causalité entre ces deux éléments. Si la BNDES a été créée pour pallier le manque d'acteurs privés sur le segment des prêts à long terme, il est possible que le secteur privé n'ait pas réussi dans l'intervalle à prendre pied sur ce marché en raison de la présence dominante de la BNDES. En d'autres termes, les prêts octroyés par la BNDES peuvent aujourd'hui évincer le crédit privé. Si cet argument est séduisant sur le plan théorique, les données économétriques observées dénotent une incidence relativement faible. Il convient de rappeler que l'étroitesse des marchés privés du crédit à long terme est caractéristique de nombreuses économies d'Amérique latine ; aucune d'elles ne disposant d'une banque de

développement d'une taille comparable à celle de la BNDES, il serait surprenant que ce soit la principale explication pour le Brésil. Il est intrinsèquement difficile de tester cette hypothèse de manière empirique, car l'hypothèse contrefactuelle d'un Brésil dépourvu de BNDES ne peut être observée. Il semble que le lien existant entre la croissance des prêts accordés par la BNDES et celle des volumes de prêts non administrés soit ténue. Une fonction de réponse impulsionnelle calculée grâce à un modèle d'autorégression vectorielle (ARV) fondé sur des données mensuelles de 2000 à 2010 (les taux d'intérêt réels *ex ante* servant de variable de contrôle) indique qu'un gonflement des prêts de la BNDES entraîne une décélération de la croissance du crédit non administré d'un quart environ au bout de trois mois. Si cet effet est statistiquement significatif, son importance économique est loin d'être suffisante pour expliquer l'atonie des marchés privés du crédit (graphique 2.9). D'après la limite supérieure d'un intervalle de confiance à 95 %, la réaction mesurée par la fonction de réponse impulsionnelle mentionnée plus haut pourrait ne pas dépasser un dixième.

Graphique 2.9. Fonction de réponse impulsionnelle (FRI) de la croissance du crédit non administré à la croissance des prêts accordés par la BNDES



Note : Sur l'axe vertical est mesurée la réaction de la croissance du crédit non administré à celle des prêts accordés par la BNDES, exprimée en proportion de la variation de cette dernière.

Source : Calculs de l'OCDE reposant sur des données de la Banque centrale du Brésil.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519377>

L'hypothèse d'effets d'éviction n'étant guère étayée par les éléments disponibles, il est peu probable que les marchés de capitaux privés à long terme se seraient davantage développés en l'absence de la BNDES. Bien que la BNDES fasse sans aucun doute partie d'une constellation d'institutions qui ne garantissent nullement un accès satisfaisant au crédit à long terme, d'autres raisons expliquant l'incapacité du secteur privé à assurer des financements à longue échéance semblent plus convaincantes que l'existence de la BNDES. Indépendamment de l'importance des effets d'éviction, cependant, il est généralement plus difficile d'éviter les phénomènes d'ingérence politique et de clientélisme en cas d'orientation du crédit qu'en situation de libre jeu du marché, et lorsque les taux des prêts administrés sont inférieurs aux taux à court terme du marché, il est peu probable que les maigres capitaux disponibles soient alloués aux projets générant les rendements corrigés des risques les plus élevés. De fait, Muendler et al. (2002) montrent que la redistribution des parts de marché des entreprises moins efficaces vers celles qui le sont davantage n'est pas la norme au Brésil. Cette redistribution contribue sensiblement

à la croissance globale de la productivité dans les pays de l'OCDE, mais elle se matérialise uniquement si la réallocation des facteurs – dont le capital – peut se dérouler sans heurts (Arnold et al., 2008). Même si le renouvellement des prêts de la BNDES n'est pas automatique, le fait que nombre de ces prêts arrivant à échéance soient refinancés peut laisser penser qu'il est plus facile d'obtenir un crédit auprès de la BNDES pour les entreprises en place ayant déjà accès à ses capitaux que pour de nouveaux entrants potentiellement plus efficaces, ce qui peut créer une rigidité des marchés de produits susceptible de ralentir la croissance de la productivité globale.

Indépendamment du rôle joué dans le passé par la BNDES, il ne fait néanmoins aucun doute que les futurs besoins d'investissement du Brésil ne pourront être financés en continuant d'étoffer le bilan de la BNDES. À mesure que le pays se développe, il faudra impliquer de plus en plus les acteurs du secteur privé dans la distribution de financements à long terme, sans les cantonner au simple rôle de distributeurs de prêts de la BNDES d'un montant inférieur, afin qu'ils deviennent les principaux pourvoyeurs de fonds à plus long terme⁴. Reste à savoir comment opérer cette transition sans assécher le flux du crédit vers le secteur des entreprises. Les établissements de crédit privés se heurtent encore à plusieurs obstacles qui leur interdisent l'entrée sur le segment du crédit à long terme, notamment des difficultés d'obtention de financements à long terme pour leur propre usage, ou des règles du jeu inévitables résultant des énormes sources de financement à la disposition du principal intervenant, la BNDES.

Financement des banques et asymétrie des échéances

Les banques brésiliennes sont peu enclines à prêter à un horizon lointain, car la majorité des fonds dont elles disposent, par le biais des dépôts et des émissions d'emprunts, sont assortis d'échéances très rapprochées. Actuellement, les formules de placement intéressantes à très court terme abondent au Brésil, notamment grâce à l'existence d'obligations d'État indexées sur le taux directeur et à la forte rémunération, obligatoire, des comptes d'épargne (Freitas, 2011). En conséquence, la majorité des investisseurs privés privilégient le court terme. Dans ce contexte, les banques désireuses de s'aventurer sur les marchés du crédit à long terme risquent d'être confrontées à une forte asymétrie des échéances. L'une des grandes difficultés, à l'avenir, sera de canaliser une part plus importante de l'épargne vers les actifs financiers présentant des échéances plus longues, et la pente de la courbe des rendements devra donc s'accroître afin que les actifs à long terme soient plus intéressants pour les investisseurs.

Il est possible d'allonger l'échéance des ressources dont dispose le secteur bancaire en réformant les comptes d'épargne dits *caderneta de poupança*. Ces comptes sont très répandus au Brésil, l'encours des dépôts dépassant 10 % du PIB. Il s'agit d'un produit d'épargne strictement réglementé, proposant un rendement unique et garanti par la loi de 0,5 % par mois, auquel s'ajoute un taux de référence (TR) fixé par la banque centrale. Actuellement, la rémunération déduite des comptes d'épargne avoisine les 7 % par an en termes nominaux. Supprimer les règles imposant des conditions et des rendements uniformes aux comptes d'épargne peut faciliter l'apparition d'une plus grande variété de produits d'épargne assortis d'échéances et de taux d'intérêt diversifiés, ce qui permettrait aux banques de collecter des dépôts à plus long terme et mieux rémunérés⁵. Dans le même temps, transformer l'exonération fiscale unique actuellement accordée pour les comptes d'épargne en avantages fiscaux visant des instruments à plus long terme peut entraîner un allongement de l'échéance moyenne des ressources bancaires et favoriser le développement

des marchés privés du crédit à long terme (Mesquita, 2011). L'avantage potentiel découlant d'un assouplissement des règles strictes relatives à la rémunération des comptes d'épargne serait amplifié par une suppression des restrictions relatives à l'utilisation de ces fonds, qui doivent être consacrés à hauteur de 65 % au financement du logement⁶.

Les ressources à long terme pourraient également venir d'une augmentation des émissions obligataires de la part des banques, qui représentent jusqu'à un quart du passif des établissements bancaires dans les pays de l'OCDE. Au Brésil, les marchés obligataires privés sont insuffisamment développés et se caractérisent par une faible liquidité, de sorte que les investisseurs sont souvent contraints de détenir les obligations jusqu'à l'échéance. Par conséquent, les banques (et les sociétés non financières) ont du mal à se financer en émettant des obligations à un horizon plus lointain. Il existe uniquement des marchés obligataires à court terme, les taux d'intérêt étant généralement indexés sur les taux interbancaires à court terme (Freitas, 2011). En décembre 2010, le gouvernement a annoncé l'adoption de diverses mesures visant à favoriser le développement de marchés obligataires à long terme. Ces mesures ont pour particularité d'autoriser la création d'un fonds de liquidité pour les obligations privées à long terme, qui fera office de teneur de marché par le biais d'opérations d'achat et de vente quotidiennes, accroissant ainsi la liquidité de ces obligations et les rendant plus intéressantes aux yeux des investisseurs. Les banques seront autorisées à affecter à ce fonds un montant correspondant à 3 points de pourcentage de leur coefficient de réserves obligatoires, ce qui garantira un apport d'environ 2.2 milliards BRL. La BNDES pourra apporter des ressources supplémentaires si cela s'avère nécessaire (Freitas, 2011). De plus, ces mesures ont supprimé les restrictions imposées aux établissements financiers concernant les ventes directes au public d'obligations à long terme assorties d'une échéance minimum de 24 mois (les *letras financeiras*). Avant cela, les *letras financeiras* ne pouvaient être cédées qu'à un éventail limité d'acheteurs. L'essentiel de l'encours actuel (73 milliards BRL en avril 2011, contre 31 milliards BRL avant l'entrée en vigueur des nouvelles mesures) est rémunéré à des taux d'intérêt indexés *ex post* sur le taux interbancaire au jour le jour.

La BNDES elle-même a également pris différentes dispositions pour favoriser l'arrivée des acteurs privés sur le segment des financements à long terme et réduire l'utilisation des instruments à long terme indexés sur les taux d'intérêt à court terme. Elle a ramené sa part maximum dans le financement des acquisitions de biens d'équipement de 80 % à 70 % pour les grandes entreprises et de 100 % à 90 % pour les PME, incitant ainsi les entreprises à rechercher un complément de financement auprès de prêteurs privés. De surcroît, la BNDES intervient davantage en qualité d'investisseur sur les marchés primaires des obligations de sociétés, en vue de favoriser le recours aux obligations de sociétés à long terme qui ne sont pas indexées sur le taux interbancaire à court terme et qui utilisent des mécanismes transparents de fixation des prix et de distribution. Elle a lancé un nouveau programme, dans le cadre duquel elle a l'intention d'acheter des obligations à concurrence de 10 milliards BRL (BNDES, 2011). Sur les marchés secondaires, la BNDES achète davantage d'obligations privées à long terme lors d'enchères électroniques ouvertes. Enfin, grâce aux cessions d'obligations qu'elle réalise via sa filiale BNDESPar, elle s'est efforcée de jouer un rôle pionnier sur les marchés obligataires en mettant en place des mécanismes d'indexation nouveaux, plus adaptés au financement à long terme que dans la pratique actuelle d'une indexation *ex post* sur les taux interbancaires au jour le jour. En particulier, la BNDESPar a placé une série d'obligations d'une valeur de 1 milliard BRL, dont la rémunération est indexée sur un taux interbancaire à 3 mois créé sur le modèle du taux

interbancaire offert à Londres (LIBOR) à 3 mois et corrigé tous les 3 mois (BNDES, 2011). Compte tenu du rôle moteur joué par la BNDES sur les marchés de capitaux brésiliens et du succès du placement de ce produit nouveau, le secteur privé devrait s'inspirer de ces pratiques et cesser progressivement d'indexer les obligations à long terme sur les taux interbancaires à très court terme. Les mesures adoptées en décembre 2010 vont dans la bonne direction, à savoir transformer la BNDES en agent de coordination contribuant à réduire les coûts de transaction. Tirer parti de son formidable potentiel de teneur de marché serait utile, tout comme la réduction implicite des réserves obligatoires non rémunérées découlant de la création du fonds de liquidité.

Il est également possible d'accroître la liquidité sur les marchés secondaires de titres privés assortis d'échéances longues en réduisant la pression fiscale sur les achats et les ventes d'obligations privées et en créant des incitations fiscales supplémentaires en faveur des investissements réalisés dans des actifs à plus long terme. De telles incitations fiscales ont été mises en place dans le cadre des mesures annoncées en décembre 2010. Elles semblent de nature à stimuler le développement des marchés privés du financement de l'investissement à long terme.

L'expérience des autres pays a montré que l'existence d'un portefeuille stable d'investisseurs locaux peut favoriser l'émergence d'une demande d'actifs financiers à échéance longue, des investisseurs institutionnels nationaux comme des fonds de pension jouant un rôle moteur (Banque interaméricaine de développement, 2007). À cet égard, la mise en place d'un système de retraite complémentaire par capitalisation pourrait s'avérer utile, en accroissant le volume des actifs actuellement administrés par les fonds de pension privés existants. Les fonds de pension ont par nature un horizon à long terme et lorsque la pente de la courbe de rendement se sera accentuée, ils se tourneront vers les actifs assortis d'échéances plus longues.

Harmoniser les règles du jeu sur le segment des financements à long terme

Toutefois, les difficultés rencontrées pour obtenir des financements à long terme ne sont probablement pas le seul obstacle empêchant les prêteurs privés de prendre pied sur le segment des prêts à long terme. Même lorsqu'elles parviennent à s'assurer des financements à une échéance plus éloignée, les banques continuent de pâtir, à l'entrée sur les marchés du crédit à long terme, de règles du jeu inéquitables et du rôle dominant joué par la BNDES sur ce segment. Par le biais du FAT et grâce à l'aide explicite du gouvernement, la BNDES bénéficie de financements nettement moins onéreux que ceux des banques, ce qui lui permet de prêter à des taux sensiblement inférieurs à leur coût de financement. Dans la situation actuelle, on voit mal comment les banques privées pourraient rivaliser avec la BNDES, voire la remplacer progressivement, dans le domaine des opérations de prêt, à moins de pouvoir se financer au même coût qu'elle. Bien que la demande de crédit à long terme ne soit probablement pas totalement satisfaite, même dans la situation actuelle, dès lors que la BNDES est le seul établissement qui puisse accorder de tels prêts en ayant accès à des financements peu coûteux, elle sera toujours en mesure de tirer le meilleur parti du marché en sélectionnant les risques de crédit les moins élevés, et les règles du jeu ne seront pas équitables sur le marché du crédit à long terme. Le fait qu'une forte proportion de ses prêts soit destinée aux très grandes entreprises indique que c'est déjà le cas aujourd'hui (Garcia, 2011).

On pourrait lever ces obstacles à l'entrée sur le marché privé en alignant les coûts de financement des banques privées sur ceux de la BNDES, tout en instaurant un crédit

d'impôt explicite qui soit accordé aux emprunteurs indépendamment du fait que leur financement provienne de la BNDES ou d'une entité privée⁷. Ce crédit d'impôt pourrait être sans incidence sur les recettes budgétaires, si les pouvoirs publics le finançaient en imposant une rémunération plus élevée par la BNDES des transferts qu'elle reçoit du Fonds de soutien aux travailleurs (FAT, *Fundo de Amparo ao Trabalhador*) et de l'État, tandis que les taux d'intérêt appliqués aux emprunteurs pourraient être maintenus à leur niveau actuel grâce à ce crédit d'impôt. Cette première réforme ne résoudrait pas les difficultés associées au crédit administré, car il faudrait encore répartir les maigres ressources allouées sous forme de taux d'intérêt bonifié entre les emprunteurs potentiels en concurrence. Elle rendrait cependant possible l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché, et permettrait aux établissements financiers privés les plus efficaces de conquérir une part du marché après avoir pris pied sur ce segment. Tant que cette condition ne serait pas remplie, la BNDES demeurerait le prêteur dominant sur le marché du crédit à long terme, évitant ainsi une brusque détérioration de l'offre de crédit, et les taux débiteurs resteraient dans une large mesure inchangés. Toutefois, dès lors que d'autres établissements de crédit seraient disposés à prêter des fonds à long terme et en mesure de le faire, rien ne ferait obstacle à leur entrée sur le marché dans ce cadre-là. En fait, le développement du crédit à long terme en soi peut être évalué séparément de la question de l'octroi de prêts à des taux inférieurs à ceux du marché intérieur du crédit à court terme.

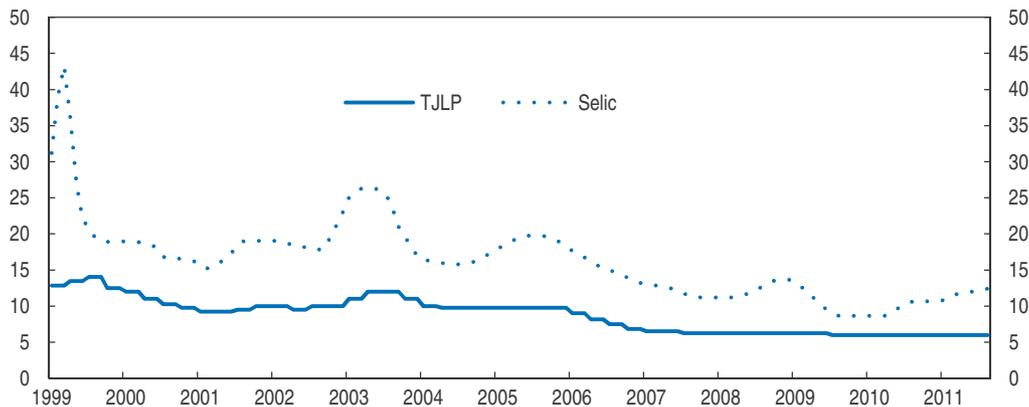
Dans un deuxième temps, et une fois que la situation des banques privées se sera améliorée en termes de financement, il sera possible de réduire les aides. Les activités actuelles de crédit de la BNDES sont lourdes de conséquences budgétaires, compte tenu de l'écart existant entre les taux auxquels la BNDES se finance grâce aux transferts provenant du FAT et de l'État, d'une part, et les rendements des obligations d'État à long terme, d'autre part. Même si la BNDES est actuellement rentable d'un point de vue commercial, les implications budgétaires du système actuel seraient davantage visibles si son accès privilégié à l'épargne obligatoire constituée par les salariés dans le cadre du FAT était dûment prise en compte. Cette épargne est rémunérée à des taux inférieurs à ceux du marché, et si elle n'était pas mise à la disposition de la BNDES, elle pourrait servir à réduire la dette publique, ou être davantage rémunérée au bénéfice des salariés. De plus, le fait qu'une partie de la demande de prêts soit satisfaite à des taux inférieurs à ceux du marché à court terme atténue les pressions politiques en faveur de réformes susceptibles d'entraîner un recul des taux d'intérêt du marché, ce qui profiterait à l'ensemble des emprunteurs potentiels, et pas uniquement à ceux qui peuvent bénéficier des financements de la BNDES. Par le passé, le gouvernement a souvent abaissé le taux d'intérêt à long terme (TJLP, *Taxa de Juros de Longo Prazo*), sur lequel se fondent les taux d'intérêt des prêts de la BNDES, au même rythme que le taux SELIC, laissant ainsi passer l'occasion de combler l'écart entre les deux (graphique 2.10). De plus, si la politique de crédit de la BNDES était moins expansionniste, la banque centrale aurait moins besoin de fixer des taux d'intérêt élevés (Bacha, 2010a ; Hausmann, 2008).

Fiscalité et taux de rendement des investissements

Les recettes des administrations publiques atteignant 38 % du PIB en 2010, selon les estimations de l'OCDE, le Brésil se caractérise par une forte pression fiscale pour une économie de marché émergente. La lourde charge qui pèse de ce fait sur les entreprises – en raison des différents prélèvements imposés, parfois en cascade – fait baisser le taux de rendement après impôt des projets d'investissement et atténue les incitations à investir.

Graphique 2.10. **Taux d'intérêt du marché (SELIC) et taux administré (TJLP)**

Taux annualisé en %



Source : Banque centrale du Brésil et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519396>

Pour une entreprise de référence, le taux d'imposition total sur les bénéfices est de 69 % selon les estimations, le Brésil se classant ainsi 168^e sur les 183 économies étudiées (Banque mondiale, 2010). Cela étant, la marge de manœuvre dont disposent les autorités pour baisser les impôts sans mettre en péril l'équilibre budgétaire est sans doute mince, du moins tant que les dépenses de sécurité sociale ne sont pas maîtrisées. Quoi qu'il en soit, il est possible d'accroître l'efficacité du système fiscal actuel en entreprenant des réformes qui soient sans effet sur les recettes, puisque les entreprises brésiliennes sont non seulement assujetties à des impôts élevés, mais que le respect des obligations fiscales est en outre complexe et coûteux. Au regard du délai nécessaire pour se conformer à ces obligations, le Brésil se classe dernier dans l'enquête de la Banque mondiale. Pour l'ensemble des obligations fiscales, le délai requis est plus de quatre fois supérieur à la moyenne sud-américaine, et plus de neuf fois supérieur à la moyenne mondiale. Sans surprise, les taux d'imposition élevés et les difficultés à traiter avec les administrations fiscales figurent en tête des griefs exprimés par les entreprises dans les enquêtes qui leur sont consacrées par la Banque mondiale – de même que l'accès au financement (Banque mondiale, 2009). Le nouveau système public de comptabilité numérique (SPED, *Sistema Público de Escrituração Digital*) en cours de lancement par les autorités fiscales pourrait apporter un léger mieux. Ce système électronique pourrait alléger les obligations de communication d'informations aux autorités, et donc réduire les efforts nécessaires en termes de respect des règles.

Le système fiscal brésilien se subdivise en plusieurs prélèvements. Les impôts indirects, pour lesquels le coût de discipline est particulièrement élevé, comprennent pour l'essentiel la taxe sur les transactions de biens et services (ICMS, *Imposto sobre Comercialização de Mercadorias e Serviços*) – une taxe sur la valeur ajoutée (TVA) appliquée par les États fédérés aux ventes de biens et de certains services à l'intérieur des États et entre eux – et une taxe municipale sur d'autres services, l'ISS (*Imposto sobre Serviços*). L'ICMS étant prélevée sur la base de l'origine et non de la destination pour le commerce interétatique, les États brésiliens se sont engagés dans une concurrence fiscale acharnée afin d'attirer les producteurs grâce à un régime d'imposition favorable (de Mello, 2007). Certains droits d'accise, comme la taxe sur les produits industriels (IPI, *Imposto sobre Produtos Industrializados*), ainsi que la contribution destinée à financer le régime de retraite PIS

(*Programa de Integração Social*) et la contribution au financement de la sécurité sociale (COFINS, *Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social*), dont les recettes sont souvent affectées à un usage particulier, sont prélevés par l'administration fédérale. On pourrait améliorer la fiscalité indirecte en unifiant le système fragmenté des impôts et contributions et en fusionnant l'ICMS, l'ISS, l'IPI, la COFINS et la contribution PIS, pour créer une taxe sur la valeur ajoutée avec déductibilité intégrale pour les exportations et les achats de biens d'équipement. Bien conçues, les taxes sur la valeur ajoutée peuvent constituer des instruments fiscaux relativement bénéfiques pour la croissance, comme l'a montré l'expérience des pays de l'OCDE (Arnold et al., 2011). Les ministres des Finances des États fédérés ont examiné en juillet 2011 une proposition du gouvernement visant à harmoniser l'ICMS appliquée par les États en ramenant son taux à 4 %. Une telle harmonisation contribuerait à atténuer les distorsions fiscales et cette proposition marque une étape importante dans la bonne direction. Le régime simplifié d'imposition forfaitaire appliqué aux petites entreprises, le *Simples Nacional*, montre qu'il est possible de fusionner plusieurs impôts appliqués dans des juridictions différentes. Si toutefois les disparités de taux d'imposition persistaient entre les États fédérés, il faudrait à tout le moins que les prélèvements soient fondés sur la destination des produits, afin d'éviter les distorsions auxquelles sont soumis les échanges entre États.

Certains prélèvements acquittés par les entreprises sont encore fondés sur le chiffre d'affaires et non sur la valeur ajoutée, en particulier pour les petites entreprises qui sont soumises au *Simples Nacional* et pour certains secteurs spécifiques. Si les impôts assis sur les chiffres d'affaires favorisent la discipline fiscale, ils incitent également les entreprises à raccourcir les chaînes de production et faussent les structures de production, en pesant, le cas échéant, sur la productivité et donc sur le taux de rendement des investissements (OCDE, 2009b). Réduire le coût de la discipline fiscale est probablement le principal argument avancé par les petites entreprises, mais les distorsions de l'organisation de la chaîne de production gagnent en importance à mesure que la taille des entreprises augmente. Or, le seuil d'application du régime d'imposition simplifié a été relevé de 2.4 millions BRL de chiffre d'affaires annuel à 3.6 millions BRL en août 2011.

Si la situation budgétaire le permet, une augmentation des dotations aux amortissements au titre de l'impôt sur les sociétés pourrait également renforcer les incitations à l'investissement. Le système fiscal brésilien se caractérise en outre par une forte taxation des revenus du travail, pouvant dépasser 50 % (OCDE, 2009b). À ce jour, la réforme fiscale n'a guère progressé, en dépit d'une prise de conscience générale de son caractère impérieux. Plusieurs trains de mesures raisonnables n'ont pas obtenu l'aval du Congrès, en raison de craintes de nouvelles hausses d'impôts et des problèmes soulevés par la répartition des recettes entre les juridictions infranationales.

Le gouvernement envisage également de réformer la fiscalité afin de favoriser le développement de marchés privés du crédit à long terme. Parmi les mesures prévues figure une réduction d'impôt (ou une exonération dans le cas des personnes physiques et des résidents étrangers) pour les investissements directs ou indirects dans des projets d'infrastructure assortis d'une échéance de plus de quatre ans et d'un taux d'intérêt fixe ou indexé sur l'inflation, sans possibilité de rachat au cours des deux premières années. Pour les non-résidents, l'exonération d'impôt s'applique aussi aux obligations à long terme destinées à financer des investissements dans d'autres domaines que les infrastructures, moyennant les mêmes restrictions quant à l'échéance et au rachat. Il est probable que ces mesures seront bénéfiques et inciteront davantage les épargnants privés à placer leurs

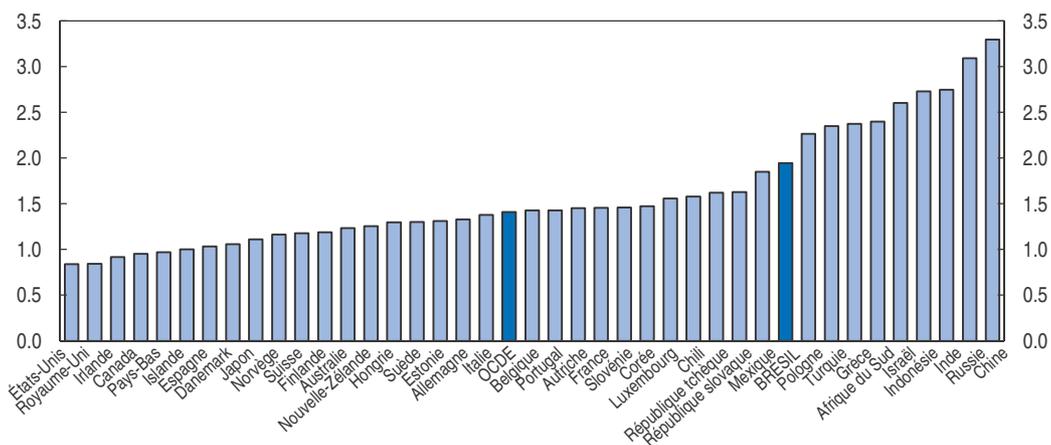
fonds dans des actifs financiers à long terme. Elles pourraient aussi contribuer à améliorer la structure des entrées d'investissements de portefeuille étrangers.

Réglementation des marchés de produits et du travail

Le Brésil partage avec de nombreuses autres économies de marché émergentes une réglementation généralement stricte des marchés de produits comparativement aux pays de l'OCDE. Les dispositions réglementaires peuvent influencer sur les incitations à l'investissement de deux manières au moins. Premièrement, le respect de la réglementation peut représenter un coût substantiel pour les projets d'investissement, pesant sur leur rentabilité escomptée et réduisant parfois à néant leur viabilité économique à la marge. Deuxièmement, la réglementation peut freiner l'entrée de nouvelles entreprises porteuses de projets d'investissement potentiellement innovants, si bien que certains projets conçus dans d'autres entreprises que celles qui sont en place ne prendront pas corps du fait de la réglementation de l'entrée sur le marché. Alesina et al. (2005) mettent en évidence, pour les pays de l'OCDE, une corrélation négative de divers indicateurs de réglementation des marchés de produits – les obstacles à l'entrée, en particulier – avec l'investissement. De même, Djankov et al. (2002) s'intéressent principalement aux dispositifs réglementaires qui influent sur la facilité de créer une entreprise dans 85 pays, et leurs conclusions étayent la thèse selon laquelle une réglementation excessive freine l'entrepreneuriat. Arnold et al. (2008) montrent qu'une réglementation anticoncurrentielle peut ralentir la croissance de la productivité bien au-delà des secteurs réglementés eux-mêmes, faisant ainsi baisser le taux de rendement attendu des investissements.

Les indicateurs de réglementation des marchés de produits (RMP) établis par l'OCDE reposent sur une méthodologie comparable, appliquée pour quantifier les réglementations anticoncurrentielles dans les pays de l'OCDE et dans les économies bénéficiant du programme d'engagement renforcé de l'Organisation⁸. D'après l'indicateur global, la restrictivité de la réglementation du Brésil est supérieure de quelque 37 % à la moyenne de l'OCDE, mais c'est la plus faible parmi les pays bénéficiant du programme d'engagement renforcé et elle est moins élevée que dans bon nombre de pays membres de l'Organisation (graphique 2.11). Les domaines dans lesquels la réglementation est nettement plus stricte que ne le veut la pratique moyenne des pays de l'OCDE sont notamment les charges administratives sur la création d'entreprises, les obstacles à la concurrence et les obstacles explicites aux échanges internationaux (Wölfl et al., 2010). Les créations d'entreprises pâtissent particulièrement de la réglementation dans le cas des entreprises individuelles, les procédures d'immatriculation des sociétés étant nombreuses, longues et coûteuses par rapport à celles appliquées dans les pays de l'OCDE. Ce constat est confirmé par la Banque mondiale (2011a), qui classe le Brésil 128^e sur 183 au regard de la facilité avec laquelle il est possible de créer une entreprise. Les obstacles à la concurrence comprennent les restrictions juridiques relatives au nombre de concurrents dans des secteurs donnés, comme le transport aérien, le transport par eau, les télécommunications et les services financiers. Parmi les secteurs où l'importance des dispositions réglementaires anticoncurrentielles est nettement supérieure à la moyenne de l'OCDE figurent le transport aérien, où les barrières à l'entrée sont élevées, le secteur postal, qui se caractérise par des restrictions marquées à l'entrée et une forte présence capitaliste de l'État, et les chemins de fer, qui se singularisent par une intégration verticale excessive des opérateurs historiques, une limitation du nombre d'entreprises et des structures de marché non concurrentielles (Connway et Nicoletti, 2006).

Graphique 2.11. **Réglementation des marchés de produits par pays**
2008, Indice variant sur une échelle de 0 à 6, du degré de restriction le plus faible au plus élevé



Note : L'indicateur se rapporte à l'économie dans son ensemble.

Source : OCDE (2011c).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519415>

Les obstacles aux échanges internationaux sont principalement liés au niveau relativement élevé de la protection douanière au Brésil. Le taux moyen des droits de douane appliqués aux biens non agricoles ressortant à 14.1 %, les droits de douane brésiliens demeurent relativement élevés par rapport à ceux en vigueur dans les grandes économies de l'OCDE (Union européenne 4 %, Japon 2.5 %, États-Unis 3.3 %) et dans d'autres économies de marché émergentes (Chine 8.7 %, Inde 10 %, Indonésie 6.6 %, Russie 10.1 %) (Organisation mondiale du commerce, 2010). De plus, le coût élevé de la manutention des conteneurs et du dédouanement ainsi que la longueur des délais inhérents à ces opérations constituent également des obstacles aux importations (Banque mondiale, 2011a). Un nouveau programme de politique industrielle lancé en août 2011, le Plan *Brasil Maior*, inclut toute une palette de mesures destinées à protéger le marché intérieur. Il prévoit notamment un traitement préférentiel des produits nationaux dans le cadre de la passation des marchés publics – à des conditions restant à préciser – sous réserve que l'écart de prix avec les importations ne dépasse pas 25 %, un recours accru aux droits antidumping, tels que ceux appliqués aux tubes en acier chinois en septembre 2011, et une réduction du nombre de biens faisant l'objet de licences d'importation automatiques.

Même si les obstacles les plus contraignants à une hausse des taux d'investissement sont probablement concentrés dans d'autres domaines, il est possible de renforcer les incitations à l'investissement en supprimant les restrictions anticoncurrentielles qui subsistent sur les marchés de produits. En particulier, le gouvernement jugera peut-être bon de supprimer les restrictions à l'entrée toujours en place, ainsi que de réduire encore les dispositifs de protection commerciale.

On trouvera à l'encadré 2.2 une synthèse des recommandations.

Encadré 2.2. Synthèse des recommandations : épargne et investissement

Réformer le système de retraite

- En priorité, alléger la charge que représentent les dépenses de retraite pour les finances publiques en harmonisant et en relevant l'âge minimum de la retraite, ainsi qu'en alourdissant la décote appliquée en cas de retraite anticipée. Ajuster à l'avenir l'âge minimum général de la retraite en fonction de l'allongement de l'espérance de vie.
- Supprimer l'indexation des prestations de retraite minimums sur le salaire minimum, pour les indexer en lieu et place sur une moyenne de la hausse des prix à la consommation et de l'augmentation du salaire moyen.

Réformer le système financier

- En priorité, aligner les coûts de financement des banques privées sur ceux de la Banque nationale de développement économique et social (BNDES, *Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social*), à un niveau plus élevé que le taux de rémunération actuel des transferts provenant du Fonds de soutien aux travailleurs (FAT, *Fundo de Amparo ao Trabalhador*) et de l'État que reçoit la BNDES. Parallèlement, mettre en place un crédit d'impôt explicite accordé aux emprunteurs indépendamment du prêteur choisi.
- Faire en sorte que les banques commerciales aient davantage de possibilités d'obtenir des financements à long terme, notamment en libéralisant le segment des comptes d'épargne et en tirant parti du fort potentiel de teneur de marché de la BNDES.
- Supprimer progressivement les dispositifs de crédit administré à destination du secteur rural et du logement.
- Revoir à la baisse les réserves obligatoires imposées aux établissements financiers, afin de réduire le coût de l'intermédiation financière. Supprimer le régime fiscal spécial dont bénéficient les établissements financiers.
- Aller progressivement vers un renforcement de l'actionnariat privé dans les banques commerciales.
- Continuer de réduire la part des titres indexés sur le taux de référence du Système spécial de conservation et de règlement (SELIC, *Sistema Especial de Liquidação e de Custódia*) et allonger les échéances de la dette.

Améliorer la fiscalité, la réglementation et l'exécution des contrats

- En priorité, alléger le coût de la discipline fiscale en unifiant le système fragmenté des impôts et contributions. Instaurer une taxe unique sur la valeur ajoutée, avec déductibilité intégrale pour les exportations et les achats de biens d'équipement. Accélérer l'amortissement des acquisitions de biens d'équipement au titre de l'impôt sur les sociétés.
- Renforcer la protection des créanciers en réformant le système juridique et judiciaire. Créer à l'échelon national un registre unique des garanties, accélérer les procédures judiciaires permettant de rentrer en possession des garanties, et prévoir la possibilité d'une exécution des contrats de crédit assortis de garanties en dehors de toute décision judiciaire sans que soit exigé le consentement de l'emprunteur défaillant.
- Supprimer les restrictions à l'entrée qui subsistent dans les secteurs du transport aérien, du transport par eau, des télécommunications et des services financiers. Envisager de réduire encore la protection douanière.
- Veiller à ce que le contrôle des capitaux, s'il continuait d'être utilisé pour limiter l'appréciation du taux de change, reste conçu de manière à ne pas mettre en péril les entrées d'investissements à échéances plus longues ou d'investissement direct étranger (IDE).

Notes

1. L'année 2006 est la dernière pour laquelle on dispose d'une telle ventilation de l'épargne.
2. À l'heure actuelle, les prestations de retraite servies par le régime privé sont indexées sur l'espérance de vie à la retraite grâce au fator previdenciário.
3. Gobetti et Schettini (2010) calculent le taux d'intérêt implicite versé sur la dette publique pendant les 12 mois qui ont précédé le mois de juin 2010 et montrent qu'il est en réalité légèrement supérieur au taux SELIC.
4. Une banque de développement pourrait jouer un rôle sur certaines niches du système financier dont les spécificités en termes de risques, rendements ou échéances requises accroissent l'incertitude, comme le financement de la recherche-développement, de l'innovation et des projets d'infrastructures (Freitas, 2011).
5. Selon Mesquita (2011), l'existence d'un lien plus étroit entre la rémunération des comptes d'épargne et le taux directeur renforcerait l'efficacité de la politique monétaire et permettrait à la banque centrale d'atteindre l'objectif d'inflation dans un contexte de taux d'intérêt plus bas. Il fait également valoir que les prêts bonifiés nuisent à l'efficacité de la politique monétaire classique.
6. Cette restriction a été légèrement assouplie en décembre 2010, les banques ayant été autorisées à continuer d'inclure une part progressivement décroissante de prêts titrisés pour revenir à la norme de 65 %.
7. Les prêts de la BNDES inférieurs à 10 millions BRL sont octroyés par l'intermédiaire de banques commerciales faisant office d'agents de la BNDES, mais ces banques influent uniquement sur une petite fraction du coût de ces prêts. Dans ce paragraphe, le terme « prêteur » renvoie au prêteur final, soit la BNDES pour ces prêts.
8. Ces indicateurs sont disponibles à l'adresse www.oecd.org/economie/rmp.

Bibliographie

- Afonso, J. et R. Barroso (2008), « Brazil », dans L. Bernardi, A. Barreix, A. Marenzi et P. Profeta (éd.), *Tax Systems and Tax Reforms in Latin America*, Londres, Routledge.
- Afonso, J., E. Amorim Araújo et G. Biasoto Júnior (2005), « Fiscal Space and Public Sector Investments in Infrastructure: A Brazilian Case-Study », *Documents de travail de l'IPEA*, n° 1141, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, Brasília.
- Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti et F. Schiantarelli (2002), « Regulation and Investment », *Journal of the European Economic Association*, vol. 3, pp. 791-825.
- Alston, L. et B. Mueller (2011), « Brazilian Development: This Time for real? », *CESifo Forum*, n° 1/2011, CESifo, Munich.
- Alston, L., B. Mueller, M.A. Melo et C. Pereira (2010), « The Political Economy of Productivity in Brazil », *IDB Working Paper Series*, n° 104, Banque interaméricaine de développement, Washington, DC.
- Arida, P., E. Bacha et A. Lara-Resende (2005), « Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the case of Brazil », dans F. Giavazzi, I. Goldfajn et S. Herrera (dir. publ.), *Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*, Cambridge, MA., MIT Press.
- Arnold, J., B. Javorcik et A. Mattoo (2011), « Does Services Liberalization Benefit Manufacturing Firms? Evidence from the Czech Republic », *Journal of International Economics*, vol. 85, pp. 136-146.
- Arnold, J. et B. Javorcik (2009), « Gifted Kids or Pushy Parents? Foreign Acquisitions and Plant Productivity in Indonesia », *Journal of International Economics*, vol. 79, pp. 42-53.
- Arnold, J., B. Brys, C. Heady, A. Johansson et C. Schwellnus (2011), « Tax Policy for Economic Recovery and Growth », *Economic Journal*, vol. 121, pp. F59-F80.
- Arnold, J., G. Nicoletti et S. Scarpetta (2008), « Product Market Policies, Allocative Efficiency and Productivity: A Cross-Country Analysis », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 616, Paris.
- Azevedo, C. et F. de Carvalho (2008), « The Incidence of Reserve Requirements in Brazil: Do Stockholders Share the Burden? », *Documents de travail*, n° 160, Banco Central do Brasil, Brasília.
- Bacha, E. (2010a), « Além da Triade: Há Como Reduzir os Juros? », *Textos para Discussão*, n° 17, Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, Rio de Janeiro.

- Bacha, E. (2010b), « Edmar Bacha: “Não dizer como juro vai a 2% é perigoso” », Entretien dans *O Estado de São Paulo*, 6/11/2010.
- Bacha, E., M. Holland et F. Gonçalves (2009), « A Panel-Data Analysis of Interest Rates and Dollarization in Brazil », *Revista Brasileira de Economia*, vol. 63, n° 4.
- Banque des règlements internationaux (2011), « Rapport trimestriel BRI », juin 2011, BRI, Bâle.
- Banque interaméricaine de développement (2007), « Living With Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance », *Economic and Social Progress in Latin America*, Banque interaméricaine de développement, Washington, DC.
- Banque mondiale (2006), *Doing Business in Brazil*, Banque mondiale, Washington, DC.
- Banque mondiale (2009), *Enterprise Surveys: Brazil Country Profile 2009*, Banque mondiale, Washington, DC.
- Banque mondiale et PricewaterhouseCoopers (2010), *Paying Taxes 2011, The Global Picture*, Banque mondiale, Washington, DC.
- Banque mondiale (2011a), *Doing Business 2011: Making a Difference for Entrepreneurs*, Banque mondiale, Washington, DC.
- Banque mondiale (2011b), *Becoming Old in an Older Brazil: Implications of Population Aging on Growth, Poverty, Public Finance and Service Delivery*, Réseau de développement humain, Amérique latine et Caraïbes, Washington, DC.
- Banque mondiale (2011c), « World Development Indicators », Banque mondiale, Washington, DC. Disponible à l'adresse <http://data.worldbank.org/indicator/all>. Dernière consultation : avril 2011.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt et P. Honohan (2007), « Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access », *Policy Research Reports*, Banque mondiale, Washington, DC.
- Beck, T. et A. Demirgüç-Kunt (2009), « Financial Institutions and Markets Across Countries and over Time: Data and Analysis », *World Bank Policy Research Working Papers*, n° 4943, Banque mondiale, Washington, DC.
- BNDES (2011), « Contribuição ao desenvolvimento do mercado de renda fixa », présentation par le président de la BNDES, Luciano Coutinho, lors du 6^e Séminaire Anbima sur les marchés financiers, Rio de Janeiro, 5 avril, disponible à l'adresse www.anbima.com.br/nmrf/apresentacoes.asp.
- BNP Paribas (2005), « Les banques en Amérique latine », *Conjoncture*, août, BNP Paribas, Paris.
- Cardoso, E. (2003), « Implicit and Explicit Taxation of Financial Intermediaries in Brazil: The Effect of Reserve Requirements on Bank Spreads », dans P. Honohan (éd.), *Taxation of Financial Intermediation: Theory and Practice for Emerging Economies*, New York, Oxford University Press.
- Commission internationale de juristes (ICJ) (2008), « Brazil: Attacks on Justice », ICJ, Genève, Suisse. Disponible à l'adresse www.icj.org/dwn/database/Brazil-AttacksonJustice-11072008.pdf. Dernière consultation : juillet 2011.
- Conway, P. et G. Nicoletti (2006), « Product Market Regulation of Non-Manufacturing Sectors in OECD Countries: Measurement and Highlights », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 530, Paris.
- ONU (2010), *World Investment Report*, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, Vienne.
- Deloitte (2011), *International Tax: Brazil Highlights*, Deloitte Touche Tohmatsu, Londres.
- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez De Silanes et A. Shleifer (2002), « The Regulation of Entry », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, pp. 1-37.
- Eichengreen, B. et R. Hausmann (2004), « Original Sin: The Road to Redemption », dans B. Eichengreen et R. Hausmann (dir. publ.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago, University of Chicago Press.
- Feldstein, M. et C. Horioka (1980), « Domestic Saving and International Capital Flows », *The Economic Journal*, vol. 90.
- Fonds monétaire international (2010), *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre, Washington, DC.
- Freitas, M. et C. Penido (2011), « Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil », *Boletim de economia*, n° 4, mai, FUNDAP, São Paulo.
- FUNDAP (2011), *Boletim de economia*, n° 4, mai 2011, São Paulo.

- Garcia, M. (2011), « O que faz o BNDES? », tribune libre dans *Valor Econômico*, 8/7/2011, São Paulo.
- Gobetti, S.W. et B.P. Schettini (2010), « Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro », *Documents de travail de l'IPEA*, n° 1514. IPEA, Brasília.
- Gonçalves, F., M. Holland et A. Spacov (2007). « Can Jurisdictional Uncertainty and Capital Controls Explain the High Level of real Interest Rates in Brazil? Evidence from Panel Data », *Revista Brasileira de Economia*, Institut de hautes études en économie, Fondation Getulio Vargas, vol. 61, Rio de Janeiro.
- Haskel, J., S. Pereira et M. Slaughter (2007), « Does Inward Foreign Direct Investment Boost the Productivity of Domestic Firms? », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 89, n° 3, pp. 482-496.
- Hausmann, R. (2008), « In Search of the Chains that Hold Brazil Back », *Documents de travail du CID*, n° 180, Center for International Development, Harvard, Cambridge, MA.
- Hausmann, R., D. Rodrick et A. Velasco (2005), « Growth Diagnostics », Center for International Development, Harvard.
- Javorcik, B. (2004), « Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers through Backward Linkages », *American Economic Review*, vol. 94, n° 3.
- Kalinova, B., A. Palerm et S. Thomsen (2010), « OECD'S FDI Restrictiveness Index: 2010 Update », *Documents de travail de l'OCDE sur l'investissement international*, n° 2010/3, Éditions OCDE, Paris.
- Keller, W. et S. Yeaple (2009), « Multinational Enterprises, International Trade, and Productivity Growth: Firm-Level Evidence from the United States », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 91, n° 4, pp. 821-831.
- Levine, R. (2002), « Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, n° 4, pp. 398-428.
- Lucas, R. (1990), « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? », *American Economic Review*, vol. 80.
- de Mello, Luiz (2007), « The Brazilian "tax war": The case of value-added tax competition among the states », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 544, Paris.
- Mesquita, M. (2011), « Great Expectations: Brazil's economic success has raised the bar for that country, at home and abroad », *Finance & Development*, vol. 48, n° 1, Fonds monétaire international, Washington, DC.
- Mesquita, M. et M. Toros (2010), « Brazil and the 2008 Panic », *BIS Papers*, n° 54, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Micco, A. et U. Panizza (2005), « Public Banks in Latin America », document de référence préparé pour la conférence intitulée *Public Banks in Latin America: Myth and reality*, Banque interaméricaine de développement, février, Washington, DC.
- Montoro, C. et R. Moreno (2011), « The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America », *Rapport trimestriel*, mars, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- Muendler, M., L. Serven et C. Sepulveda (2002), « Productivity Growth in Brazilian Industry », dans M. Thomas et I. Gill (dir. publ.): *Brazil: The New Growth Agenda, Volume II, Detailed Report*, Banque mondiale, Washington, DC.
- OCDE (2009a), *OECD Reviews of Labour Market and Social Policies: Chile 2009*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2009b), *Études économiques de l'OCDE : Brésil*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2009c), *Policy Roundtables – Competition and financial markets 2009*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2011a), *Panorama des Pensions 2011: Les systèmes de retraite dans les pays de l'OCDE et du G20*, Éditions OCDE, Paris, à paraître.
- OCDE (2011b), *Perspectives économiques de l'OCDE n° 89*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2011c), *Objectif croissance*, Éditions OCDE, Paris.
- OCDE (2011d), *OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index*, Division de l'investissement de l'OCDE, accessible sur Internet à l'adresse suivante : www.oecd.org/investment/fdiindex.htm. Dernière consultation : 12 septembre 2011.
- Organisation mondiale du commerce (2010), « Profils tarifaires dans le monde 2010 », OMC, Genève.

- Paiva, C. et S. Jahan (2003), « An Empirical Study of Private Saving in Brazil », *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 23, n° 1.
- Pessoa, S. et M. Nakane (2011), « A estabilização incompleta », tribune libre dans *Valor Econômico*, 14/6/2011, São Paulo.
- Prasad, E., R. Rajan et A. Subramanian (2007), « The Paradox of Capital », *Finance and Development*, vol. 44, Fonds monétaire international, DC.
- Rocha, R. (2010), « Savings, Poverty and Lifecycle in Brazil », *Quarterly Knowledge Report*, août, Banque mondiale, Brasília.
- Schwartzman, A. (2011), « Sobre jabutis e jabuticabas », tribune libre dans *Valor Econômico*, 7/7/2011, São Paulo.
- Sousa Rodrigues, E.A. et T. Takeda (2005), « Reserve Requirements and Bank Interest Rate Distribution in Brazil », CEMLA, Mexico.
- Tabak, B., G. Craveiro et D. Cajueiro (2010), « Eficiência Bancária e Inadimplência: testes de Causalidade », *Trabalhos para Discussão*, n° 220, Banco Central do Brasil, Brasília.
- Tecles, P. et B. Tabak (2010), « Determinants of Bank Efficiency: The Case of Brazil », *Documents de travail*, n° 210, Banco Central do Brasil, Brasília.
- Ter Minassian, T. (2011), « Main Challenges for Brazil's Public Finances », *CESifo Forum*, n° 1/2011, CESifo, Munich.
- Tesouro Nacional (2011). *Brazilian Federal Public Debt*, publication en ligne mise à jour régulièrement, disponible à l'adresse www.tesouro.fazenda.gov.br/english/public_debt/downloads/kit_divida_english.pdf. Dernière consultation : février 2011.
- Wölfl, A., I. Wanner, O. Röhn et G. Nicoletti (2010), « Product Market Regulation: Extending the Analysis Beyond OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 799, Paris.



Extrait de :
OECD Economic Surveys: Brazil 2011

Accéder à cette publication :
https://doi.org/10.1787/eco_surveys-bra-2011-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2013), « Accroître l'épargne et l'investissement », dans *OECD Economic Surveys: Brazil 2011*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-bra-2011-5-fr

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.