

## Chapitre 1

# Ajuster les politiques macroéconomiques pour entretenir la croissance

*Le cadre macroéconomique mis en place à la fin des années 90, qui repose sur le ciblage de l'inflation, la flexibilité du taux de change et une politique budgétaire fondée sur des règles, a bien fonctionné. L'inflation, la dette publique et l'exposition aux risques de change ont sensiblement diminué, et le Brésil disposait de marges de manœuvre budgétaires suffisantes pour prendre des mesures anticycliques afin d'amortir l'impact de la récession de 2008-09. Dans les temps à venir, des mesures de stabilisation judicieuses aideront le pays à enregistrer de bons résultats économiques, dans un nouvel environnement caractérisé par un vieillissement démographique rapide, une dépendance marquée à l'égard des ressources pétrolières qui renforcera la volatilité des recettes publiques, et une accentuation des incertitudes relatives à l'environnement extérieur, peut-être durable.*

*Plus précisément, le pays doit poursuivre l'assainissement de ses finances publiques et supprimer les facteurs de rigidité qui caractérisent la procédure budgétaire. L'adoption d'un objectif pluriannuel de solde budgétaire global garantirait la viabilité à long terme des comptes publics (sécurité sociale comprise), tandis qu'un plafonnement des dépenses faciliterait leur maîtrise. La mise en œuvre des propositions de simplification de la fiscalité actuellement à l'étude améliorerait l'environnement des entreprises, et le gouvernement devrait poursuivre ses efforts afin d'emporter l'adhésion politique des États fédérés à ces propositions.*

*L'envolée actuelle des entrées de capitaux complique la tâche aux autorités monétaires et ce problème devrait être traité par divers moyens, au premier rang desquels figure l'assainissement des finances publiques. Des initiatives complémentaires, telles que des mesures macroprudentielles ou une taxe temporaire sur les entrées de capitaux à court terme, pourraient également contribuer à empêcher la formation de bulles des prix des actifs.*

**L**e Brésil a renforcé ses institutions chargées des politiques macroéconomiques à la fin des années 90. Son cadre de politique monétaire conjugue ciblage de l'inflation et taux de change flexible. Une loi de responsabilité budgétaire fixe également des limites et des règles pour que la conduite des politiques de stabilisation ne porte pas préjudice à la viabilité des finances publiques à long terme. Ces réformes ont permis d'assurer la stabilité macroéconomique du Brésil et d'améliorer la capacité des autorités à faire face aux chocs externes négatifs. Dans l'avenir, ces cadres devront être ajustés pour que le pays puisse continuer à rattraper son retard de produit intérieur brut (PIB) par habitant *vis-à-vis* des pays à revenu élevé, et s'adapter à une situation économique qui évolue à vive allure, caractérisée par un vieillissement démographique rapide et une forte dépendance à l'égard des recettes pétrolières, dans le contexte d'un environnement mondial incertain et en mutation rapide.

Nous proposons dans ce chapitre des ajustements afin d'atteindre ces objectifs et de renforcer l'efficacité des mesures de stabilisation. Dans une première partie, nous examinons les modifications du cadre budgétaire qui contribueront à favoriser la croissance économique et l'inclusion sociale. Dans une seconde partie, nous nous penchons sur la conduite de la politique monétaire dans le contexte d'un afflux massif de capitaux, qui risque de limiter les marges de manœuvre des autorités.

## Politique budgétaire

Nous évaluons dans cette partie les résultats budgétaires récents et les mesures d'assainissement annoncées par le gouvernement. Nous y soulignons l'importance de réorienter les dépenses vers les mesures les plus efficaces pour assurer une croissance forte et durable. En nous fondant sur l'expérience d'autres pays, nous formulons des propositions en vue d'adapter la politique budgétaire dans le contexte d'une sensibilité accrue aux recettes provenant de ressources non renouvelables.

### **Les résultats budgétaires sont mitigés**

Le cadre budgétaire a été considérablement renforcé par l'adoption de la loi de responsabilité budgétaire en 2000. Cette loi limitait la dette et certains types de dépenses publiques en proportion des recettes, et imposait des obligations de transparence strictes pour toutes les activités des administrations publiques, tout en interdisant les opérations de renflouement entre celles-ci. En outre, le contrôle exercé sur l'endettement des administrations infranationales a été durci. La loi de responsabilité budgétaire imposait également la définition d'objectifs glissants sur trois ans pour le solde primaire dans la Loi d'orientation budgétaire (LDO, *Lei de Diretrizes Orçamentárias*). En outre, la politique budgétaire repose sur des instruments budgétaires pluriannuels, tels que le Plan d'action pluriannuel (PPA, *Plano Plurianual de Ação*) – une enveloppe budgétaire quadriennale exposant les priorités à long terme du gouvernement – et la loi d'orientation budgétaire triennale. Dans la dernière enveloppe budgétaire quadriennale (PPA, 2012-2015), la

protection sociale, les infrastructures et l'environnement sont désignés par le gouvernement en tant que priorités de dépenses pour les quatre années à venir.

Grâce à ces réformes, le pays est parvenu à conserver un solde primaire de l'ordre de 2 % à 3 % du PIB pendant l'essentiel des années 2000, et le solde global s'est amélioré (tableau 1.1). À partir de 2005, une amélioration des résultats économiques débouchant sur une augmentation des rentrées d'impôts a également contribué à ces progrès. La dette publique nette (abstraction faite des entreprises publiques de services d'intérêt général Petrobras et Eletrobrás) a régulièrement diminué après avoir atteint un sommet de 60 % du PIB en 2002, pour s'établir aux alentours de 40 % du PIB en 2010. La composition de la dette a également changé au cours de cette période, puisque le poids relatif des engagements libellés en devises a diminué, l'échéance moyenne de la dette a augmenté, et la part des instruments à taux fixe s'est renforcée. Le recul de la dette publique et l'amélioration de sa structure ont permis au gouvernement de prendre des mesures de relance budgétaire face à la crise financière mondiale de 2008, complétant l'assouplissement de la politique monétaire et l'expansion du crédit (OCDE, 2009 ; Daude et al., 2010). En conséquence, l'économie brésilienne est sortie rapidement de la récession.

Tableau 1.1. **Budget des administrations publiques, en pourcentage du PIB**

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Administration centrale</b>							
<b>Recettes</b>	19.9	22.7	22.9	23.3	23.6	23.2	25.0
<i>dont :</i>							
Impôts	7.4	7.8	7.7	8.1	8.9	8.1	8.1
Contributions	6.6	8.5	8.1	8.2	7.1	6.7	6.8
Recettes de sécurité sociale	4.7	5.0	5.2	5.3	5.4	5.7	5.8
<b>Dépenses</b>	14.7	16.4	17.0	17.1	16.4	18.0	19.1
Salaires et autres dépenses de personnel	4.6	4.3	4.5	4.4	4.3	4.8	4.5
Prestations de sécurité sociale	5.6	6.8	7.0	7.0	6.6	7.1	6.9
Financement et capital	4.5	5.2	5.4	5.7	5.4	6.0	7.5
<i>dont :</i>							
Dépenses au titre du FAT <sup>1</sup>	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8
Aides et subventions	0.3	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
Prestations d'assistance	0.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
Capitalisation de Petrobras	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2
Autres	3.7	3.7	3.9	4.1	4.0	4.4	4.7
Fonds souverain	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0
<b>Transferts aux États et communes</b>	3.4	3.9	3.9	4.0	4.4	4.0	3.8
<b>Secteur public<sup>2</sup></b>							
Recettes	32.5	36.6	36.9	37.3	38.2	38.5	38.4
Dépenses	29.3	32.8	33.7	33.9	34.8	36.5	35.7
Solde primaire	3.2	3.8	3.2	3.3	3.4	2.0	2.8
Charges d'intérêts	-6.6	-7.4	-6.8	-6.1	-5.5	-5.4	-5.3
Solde global	-3.4	-3.6	-3.6	-2.8	-2.0	-3.3	-2.6
Dette nette	45.5	48.4	47.3	45.5	38.5	42.8	40.2

1. Fonds de soutien aux travailleurs (*Fundo de Amparo ao Trabalhador*).

2. Inclut Petrobras et Eletrobrás en 2000.

Sources : Trésor, Banque centrale du Brésil.

Malgré ces bons résultats, la charge fiscale globale, calculée en incluant les États fédérés et les communes, est lourde pour une économie de marché émergente et,

conjuguée à la complexité du système d'imposition brésilien, elle fait obstacle aux activités des entreprises (OCDE, 2009). Par ailleurs, les dépenses primaires de l'administration centrale (c'est-à-dire hors charges d'intérêts nettes) en pourcentage du PIB ont augmenté de 30 % entre 2000 et 2010. Au vu des évolutions récentes, les dépenses de sécurité sociale ont représenté une part importante des dépenses ces deux dernières années. La progression des dépenses en capital s'est également accélérée depuis 2009, parallèlement à la mise en œuvre progressive du Programme d'accélération de la croissance (PAC).

### **L'assainissement budgétaire a débuté**

Des mesures s'imposent pour atténuer la pression qui s'exerce sur les politiques monétaire et de change, ainsi que pour dégager des marges de manœuvre budgétaires et financer les programmes nécessaires au renforcement de la croissance et au développement social au cours des années à venir. Certaines économies budgétaires sont escomptées de la diminution prévue des obligations au titre du service de la dette dans une perspective de moyen à long terme, même si ces dépenses devraient probablement augmenter à court terme. Reste que l'épargne publique devra être renforcée. Compte tenu du vieillissement rapide de la population, les autorités devraient commencer dès à présent à mettre en œuvre les modifications nécessaires, tant que la situation démographique reste favorable.

En février 2011, les autorités ont annoncé une diminution de 50 milliards BRL du budget de l'administration fédérale, correspondant à une réduction des dépenses de l'ordre de 0.5 point de PIB par rapport à 2010 (après correction pour tenir compte de la recapitalisation de Petrobras). Environ 70 % de ces coupes porteront sur les dépenses discrétionnaires, mais le gouvernement prévoit également de réduire les dépenses obligatoires, en particulier concernant les salaires et autres dépenses de personnel. Un plafonnement à 2.5 % par an de l'augmentation en termes réels des dépenses de personnel et autres du secteur fédéral est actuellement examiné par le Congrès. Par ailleurs, le gouvernement s'est engagé à s'abstenir de toutes coupes dans les programmes sociaux et le PAC. Ces choix semblent judicieux. Il convient en particulier d'accroître les dépenses d'infrastructure, qui, si elles sont consacrées aux projets ayant les retombées les plus importantes, permettront de renforcer la croissance potentielle à moyen terme (chapitre 3). Des dépenses sociales pertinemment ciblées seront également cruciales en termes d'équité sociale, notamment si les pouvoirs publics se focalisent sur des mesures d'assistance aux jeunes (chapitre 4). Pour l'heure, le montant des fonds consacrés au programme de transferts *Bolsa Familia* est environ 15 fois plus faible que celui des charges d'intérêts.

L'annonce des réductions de dépenses dans le budget 2011 et la révision à la hausse de quelque 10 milliards BRL (6.3 milliards USD) de l'objectif d'excédent budgétaire primaire de l'administration fédérale, qui a été porté à 91 milliards BRL, sont des initiatives bienvenues. Compte tenu des très bons résultats budgétaires obtenus au premier semestre de cette année, on s'attend à ce que le pays atteigne ce nouvel objectif. Les autorités devraient poursuivre dans cette voie.

Dans le projet de loi de finances 2012 présenté au Congrès le 31 août, le gouvernement fixe aux administrations publiques un objectif de solde budgétaire primaire de 114.2 milliards BRL (2.5 % du PIB), inférieur à l'objectif révisé de 2011 de 127.9 milliards BRL (environ 3.0 % du PIB). Les dépenses discrétionnaires devraient se hisser de 4.6 % du PIB en 2011 à 5.1 % du PIB en 2012, l'augmentation étant particulièrement marquée pour le programme Brésil sans misère (*Brasil sem Miséria*) et le Programme d'accélération de la croissance (notamment s'agissant des investissements dans l'industrie pétrolière ainsi que

dans le secteur de l'eau et de l'assainissement). On table également sur une progression des recettes, malgré les réductions d'impôts accordées aux entreprises des secteurs exportateurs et les autres mesures annoncées dans le cadre du *Plan Brasil Maior*, qui visent à renforcer leur compétitivité (encadré 1.1). Ces mesures représentent au total quelque 21 milliards BRL (0.6 % du PIB). Si la croissance économique de 2012 se révèle inférieure à la prévision officielle de 5 %, les autorités devront peut-être restreindre leurs dépenses pour atteindre l'objectif budgétaire visé.

#### Encadré 1.1. **Le Plan Brasil Maior**

Le 2 août 2011, la présidente Dilma Rousseff a lancé un nouveau programme de politique industrielle, le *Plan Brasil Maior*, qui vise à améliorer la compétitivité des industries nationales dans un contexte d'appréciation de la monnaie brésilienne et d'intensification de la concurrence internationale. Ce plan fixe plusieurs objectifs, notamment accroître de 3 points de PIB le poids relatif de l'investissement entre 2010 et 2014 pour le porter à 22.4 % du PIB, et stimuler les activités d'innovation des entreprises brésiliennes. Pour atteindre ces objectifs, le plan couvre un large éventail de domaines. Certains programmes, tels que ceux qui visent à renforcer le capital humain ou à garantir la compatibilité des activités de production avec la protection de l'environnement, avaient été annoncés précédemment. De nouvelles mesures offrent des financements et des allègements d'impôts aux producteurs nationaux et visent à renforcer les incitations à l'embauche. Plusieurs d'entre elles sont spécifiquement axées sur certains secteurs, parfois définis de manière très précise.

Les principales dispositions nouvelles annoncées sont les suivantes :

- Le taux des cotisations patronales de sécurité sociale sera ramené de 20 % à 0 % jusqu'en décembre 2012 pour les entreprises présentes dans les sous-secteurs à forte intensité de main-d'œuvre que sont la fabrication de vêtements, de chaussures et de meubles, ainsi que la production de logiciels. Les entreprises acquitteront en lieu et place une taxe minimale de 1.5 % sur leur chiffre d'affaires brut selon le secteur. L'avantage net de cette mesure variera sensiblement d'une entreprise à l'autre en fonction de leur intensité de main-d'œuvre effective et de la mesure dans laquelle elles externalisent leur production. Le traitement de certains remboursements d'impôts sera accéléré, et les producteurs de biens d'équipement seront exonérés de la taxe sur les produits industriels (IPI, *Imposto sobre Produtos Industrializados*). La nouvelle politique industrielle prévoit également des prestations spécifiques en faveur de l'industrie automobile.
- Les financements et les investissements de la Banque nationale de développement économique et social (BNDES, *Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social*) en faveur de l'innovation seront revus à la hausse. La BNDES renforcera également ses apports en fonds de roulement aux petites et moyennes entreprises (PME), le montant de ces lignes de crédit passant de 3.4 milliards BRL à 10.4 milliards BRL.
- Dans le cadre de la passation des marchés publics, un traitement préférentiel peut être accordé aux produits nationaux en cas d'écart de prix pouvant aller jusqu'à 25 %, à des conditions restant à préciser.
- Toute une panoplie de mesures est destinée à encourager les exportations brésiliennes et à protéger le marché intérieur. Les affaires antidumping seront traitées plus rapidement. Il est envisagé de réduire le nombre de biens faisant l'objet de licences d'importation automatiques. Enfin, les exportateurs brésiliens se verront rembourser plusieurs taxes auxquelles ils sont assujettis le long de la chaîne de valeur jusqu'à fin 2012.

Au-delà de ces coupes dans les dépenses, le gouvernement s'est efforcé d'améliorer ses marges de manœuvre budgétaires dans le cadre de la loi d'orientation budgétaire de 2012, où il envisage de réduire la possibilité offerte aux parlementaires de créer des dépenses ayant des retombées budgétaires étalées sur plusieurs années (*despesas ressalvadas de contingenciamento*). Ces catégories de dépenses avaient été créées pour financer les amendements d'origine parlementaire, et elles doivent être exécutées ou financées au cours des exercices suivants. Selon le ministère de la Planification, ces dépenses ont augmenté de 329 % depuis qu'elles ont fait leur apparition dans la loi d'orientation budgétaire de 2003. Globalement, toutes les modifications proposées contribueront à juguler les augmentations de dépenses, mais des efforts supplémentaires seront nécessaires pour atténuer les facteurs de rigidité à la baisse qui caractérisent le budget et limiter les engagements de dépenses.

Les autorités pourraient également accroître leurs marges de manœuvre budgétaires en rompant le lien qui existe entre le salaire minimum et la pension publique minimum, et en indexant ces dernières sur une moyenne simple de l'inflation et de l'augmentation du salaire moyen, afin de préserver le pouvoir d'achat des retraités. Pour l'heure, la valeur du salaire minimum, qui détermine la pension minimum, est ajustée chaque année suivant un mécanisme automatique qui lie cet ajustement à la somme de la croissance du PIB réel au cours de l'avant-dernière année et du dernier taux d'inflation mesuré en glissement annuel par l'indice des prix à la consommation (IPC). Bien que ce mécanisme présente l'avantage de dépolitiser la fixation du salaire minimum, il renforce les facteurs de rigidité à la baisse des dépenses publiques, et risque de se révéler intenable au cours des années à venir. Les effets d'entraînement exercés par le salaire minimum sur l'augmentation des prestations de retraite vont en effet déboucher sur une hausse extrêmement rapide des dépenses de retraite (chapitre 4). En 2011, le gouvernement est parvenu à modérer la progression du salaire minimum, mais pour l'exercice 2012, il devrait augmenter de 13.6 %. Le coût budgétaire de cette mesure est estimé à 22.5 milliards BRL en 2012.

### **Simplifier la fiscalité**

Il faut également remédier aux principales distorsions et iniquités résultant du système d'imposition et le simplifier. La fiscalité indirecte brésilienne est pesante, en raison de sa fragmentation, de sa complexité et de son caractère changeant (voir l'encadré 1.2 pour une vue d'ensemble du système d'imposition). De lourdes cotisations de sécurité sociale, auxquelles s'ajoutent d'autres prélèvements sur les salaires versés par les entreprises, grèvent fortement les revenus du travail et exercent des effets négatifs sur l'emploi, en particulier dans le secteur formel, qui sont décrits dans de précédentes *Études économiques* (OCDE, 2006). Des programmes de réformes ont été soumis au Congrès en 2003 et 2008 pour simplifier la fiscalité et, entre autres, pour harmoniser les taux et les assiettes de la taxe sur les transactions de biens et services (ICMS, *Imposto sobre Comercialização de Mercadorias e Serviços*) – la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) appliquée par les États fédérés – et alléger le fardeau pesant sur les revenus du travail. Ces initiatives n'ont cependant pas rallié le soutien des gouvernements des États fédérés. En outre, des efforts sporadiques et isolés ont été déployés en vue de moderniser les impôts en cascade tels que la contribution au financement de la sécurité sociale (COFINS, *Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social*) et les contributions destinées à financer les régimes de retraite PIS (*Programa de Integração Social*) et PASEP (*Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público*).

### Encadré 1.2. **Vue d'ensemble du système d'imposition**

Les principales caractéristiques du système d'imposition brésilien ont été définies par la Constitution fédérale de 1988, le Code national des impôts de 1966 et le Code des impôts fédéraux sur le revenu. Les impôts sont collectés par l'administration fédérale, les États et les communes.

#### **Fiscalité des sociétés**

Le Brésil est doté d'un système complexe d'imposition des sociétés, dans le cadre duquel l'administration fédérale prélève les impôts suivants :

- L'impôt sur les sociétés (IRPJ, *Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas*) : il est prélevé sur les bénéfices imposables au taux de 15 %. En outre, une surtaxe de 10 % est appliquée aux bénéfices imposables au-delà de 240 000 BRL sur une base annuelle. Les plus-values sont généralement soumises au même régime que les bénéfices courants.
- La contribution sociale sur les bénéfices nets (CSLL, *Contribuição Social sobre o Lucro Líquido*) : elle est prélevée sur les bénéfices des sociétés, son assiette étant peu ou prou la même que celle de l'impôt sur les sociétés. Le taux de droit commun de la CSLL est de 9 % dans la plupart des secteurs, mais elle est prélevée au taux de 15 % sur les établissements financiers.
- La taxe sur les produits industriels (IPI, *Imposto sobre Produtos Industrializados*) : il s'agit d'un impôt analogue à une taxe sur la valeur ajoutée (TVA), prélevé suivant la méthode soustractive indirecte (qui consiste à déduire la valeur de la TVA d'amont de la taxe d'aval sur les ventes) à chaque stade de la production des biens industriels. Néanmoins, à la différence de la plupart des TVA, l'IPI ne s'applique pas à la marge de distribution. Le barème de cette taxe va de 0 à près de 365.6 % pour certains produits soumis à droits d'accise, encore que les taux d'imposition effectifs soient moins élevés. Le taux de cette taxe est nul pour la plupart des produits de première nécessité. Les autorités emploient souvent l'IPI comme instrument de politique industrielle en l'appliquant à taux nul ou en exonérant de cette taxe des biens qui y sont normalement assujettis.
- La taxe sur les transactions financières (IOF, *Imposto sobre Operações Financeiras*) : elle frappe certaines transactions financières telles que les prêts bancaires, les opérations de change, les contrats d'assurance et les transactions sur titres. Ses taux varient dans des proportions considérables et sont fréquemment modifiés (voir ci-après pour obtenir des informations sur les changements récents qui y ont été apportés).
- La contribution pour intervention dans le domaine économique (CIDE, *Contribuição sobre Intervenção no Domínio Econômico*) : cette taxe est prélevée sur les sorties de capitaux correspondant au paiement de redevances ou de services dès lors qu'elles s'accompagnent d'un transfert de technologie ou que les services fournis sont considérés comme une forme d'assistance technique. Cet impôt est prélevé au taux de 10 %. La CIDE sur les paiements de logiciels a été supprimée en 2007. Cet impôt est acquitté par les sociétés brésiliennes et n'est pas déductible pour le bénéficiaire étranger des versements. Des droits d'accises sur les carburants (CIDE-Combustíveis) définis par un montant nominal ont été instaurés en 2001 et sont prélevés sur les ventes intérieures et les importations de certains carburants.

Encadré 1.2. **Vue d'ensemble du système d'imposition** (suite)

- La contribution au financement de la sécurité sociale (COFINS, *Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social*) : elle est maintenant prélevée sur la valeur ajoutée (alors qu'elle s'appliquait au chiffre d'affaires jusqu'en 2004) suivant la méthode soustractive indirecte, sauf dans un certain nombre de secteurs, dont la plupart des services d'utilité publique et autres services, où l'assiette de la COFINS est toujours le chiffre d'affaires des entreprises. Son taux de droit commun est de 7.6 %. La marge d'intérêt des établissements financiers est également imposée. Les recettes provenant des exportations, de la vente d'actifs fixes et du transport international de fret sont exonérées de la COFINS, de même que les recettes des coopératives et des organisations sans but lucratif. Sont exclus de l'assiette de cet impôt les versements effectués au titre de l'IPI, du PIS et du PASEP et, dans certains cas, de la taxe sur les transactions de biens et services (ICMS, *Imposto sobre Comercialização de Mercadorias e Serviços*). Toutes les autres taxes, notamment la taxe sur les services (ISS, *Imposto sobre Serviços*), sont en revanche incluses dans l'assiette de la COFINS. Les petites entreprises peuvent choisir d'acquitter la COFINS dans le cadre d'un régime d'imposition forfaitaire (*Simples Nacional*) fondé sur le chiffre d'affaires brut.
- Les prélèvements au titre du Programme d'intégration sociale (PIS, *Programa de Integração Social*) et du Programme de formation du patrimoine des fonctionnaires (PASEP, *Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público*) : ces prélèvements sont maintenant effectués sur la valeur ajoutée (alors qu'ils s'appliquaient au chiffre d'affaires jusqu'en 2002) dans le cas des entreprises du secteur privé (PIS), et sur le chiffre d'affaires des entreprises, organismes et fonds du secteur public (PASEP). Leur taux est de 1.65 % pour le PIS et de 1 % pour le PASEP. Comme dans le cas de la COFINS, le PIS est toujours prélevé sur le chiffre d'affaires des entreprises dans un certain nombre de secteurs, notamment dans la plupart des services d'utilité publique et autres services. On estime qu'environ un tiers des recettes du PIS et de la COFINS est collecté sur la base du chiffre d'affaire des entreprises. Des taux spéciaux s'appliquent aux producteurs/importateurs de marchandises soumises à droits d'accise (tabac, carburants et cosmétiques). Un régime d'imposition forfaitaire (*Simples Nacional*) est en place pour les petites entreprises.
- Cotisations patronales versées à l'Institut national de sécurité sociale (INSS, *Instituto Nacional de Seguro Social*) : les employeurs sont tenus de verser pour chacun de leurs salariés une cotisation représentant 8 % de leur salaire sur un compte individuel de rémunération différée, géré par le Fonds d'assurance-licenciement (FGTS, *Fundo de Garantia por Tempo de Serviço*). Les employeurs sont également tenus d'acquitter des cotisations au système public de retraite à hauteur de 20 % du salaire de leurs employés, tandis que les autres cotisations patronales de sécurité sociale représentent au maximum 8.8 % du salaire. Le taux des cotisations salariales de sécurité sociale varie, quant à lui, entre 8 % et 11 %, suivant le niveau de rémunération des salariés.
- Taxe sur la propriété rurale : il s'agit d'une taxe annuelle sur la détention de biens immobiliers ruraux, dont le taux varie de 0.03 % à 20 %, suivant la région et l'utilisation qui est faite du bien.
- Droits sur les importations : il s'agit de droits spécifiques ou *ad valorem* prélevés sur la valeur CAF (coût, assurance, fret). L'évaluation de certaines importations repose sur des critères de valeur minimum ou de prix de base.

**Encadré 1.2. Vue d'ensemble du système d'imposition (suite)**

Il existe d'autres prélèvements sur les salaires versés par les entreprises, notamment des taxes parafiscales destinées à financer des activités culturelles et de formation à l'intention du personnel, ainsi que des programmes de formation professionnelle et d'apprentissage (comme, par exemple, le système « S »), les aides aux petites entreprises (SEBRAE) et le développement agricole (INCRA), dont le taux est fixé à 3.3 % de la masse salariale ; et un prélèvement spécifique destiné à financer l'enseignement (*Salário-Educação*), égal à 2.5 % de la masse salariale.

Les États fédérés appliquent une taxe sur les transactions de biens et services (ICMS, *Imposto sobre Comercialização de Mercadorias e Serviços*), qui est une taxe sur la valeur ajoutée (TVA), ainsi que des impôts sur les successions et les donations et des taxes sur les véhicules à moteur. Les communes prélèvent, quant à elles, des taxes sur les services (ISS, *Imposto sobre Serviços*), sur la propriété urbaine et sur les transferts de propriété immobilière urbaine.

**Fiscalité des personnes physiques**

Les personnes physiques sont assujetties à un certain nombre de prélèvements, notamment à l'impôt sur le revenu des personnes physiques, aux cotisations de sécurité sociale ainsi qu'aux impôts sur les successions et les donations. L'impôt sur le revenu des personnes physiques, qui est collecté au niveau fédéral, est calculé sur la base des revenus d'activité. Son taux varie de 0 à 27.5 %. Ni les États fédérés ni les collectivités locales ne prélèvent d'impôt sur le revenu des personnes physiques. Les plus values sont taxées au taux forfaitaire de 15 %. Les non-résidents sont soumis à un taux forfaitaire d'imposition de 25 % pour leurs revenus d'activité et de 15 % pour leurs autres revenus, exception faite des dividendes versés par une entité brésilienne, qui sont exonérés d'impôt.

Source : OCDE (2009) et Deloitte (2011).

À la suite de la crise financière, les autorités ont également instauré des allègements d'impôts temporaires pour soutenir l'investissement (chapitre 2).

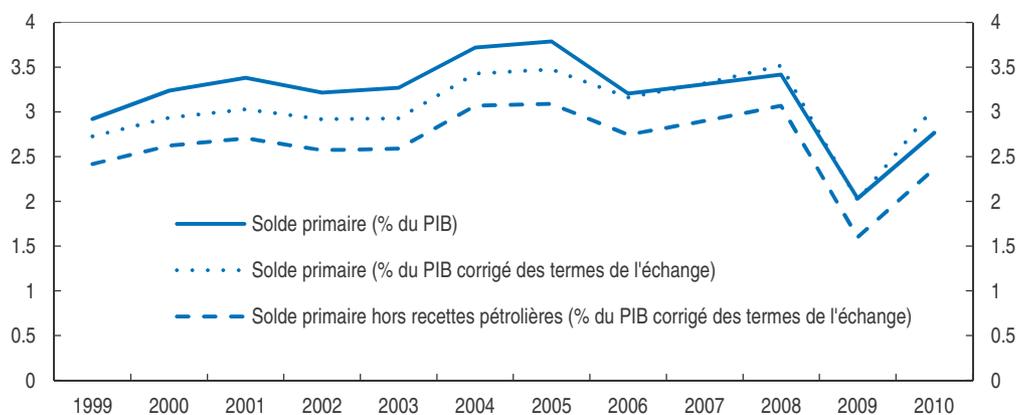
Le gouvernement prévoit de soumettre au Congrès une proposition visant à alléger les prélèvements sur les salaires et à harmoniser les taux des ICMS appliqués par les États fédérés. Les récents pourparlers entre ministres des Finances des États ont été axés sur une harmonisation de ces taux de TVA à 4 %. Il est également envisagé dans le cadre de cette proposition de rembourser de manière systématique les impôts résultant d'exportations ou d'investissements. La plupart de ces propositions correspondent aux recommandations formulées dans l'*Étude économique* de 2009, qui comprend un examen approfondi de la fiscalité brésilienne, et dans la dernière édition d'*Objectif croissance* (OCDE, 2011). Le gouvernement fédéral devrait mener à bien les réformes proposées et poursuivre ses efforts pour obtenir l'adhésion des autorités des États. Il serait préférable de compenser la baisse prévue des taux de TVA des États par une hausse proportionnelle du taux de la TVA fédérale, dans la mesure où il a été établi que cet impôt constituait un instrument efficace de collecte de recettes dans le cadre d'une analyse comparative internationale (Arnold et al., 2011).

### Adapter la politique budgétaire à l'augmentation des recettes provenant des ressources naturelles, notamment du pétrole

Le changement de régime dû à l'exploitation des gisements de pétrole antésalifères va avoir des répercussions majeures sur la politique budgétaire, en accentuant la sensibilité des recettes fiscales aux cours du pétrole, ce qui les rendra plus fluctuantes et renforcera le risque procyclique du cadre d'action publique. La répercussion de la volatilité des cours du pétrole sur les dépenses publiques peut avoir des conséquences indésirables sur l'économie. De fortes variations des dépenses publiques accentuent les fluctuations de la demande globale et des prix, les brusques oscillations des taux de change et les risques auxquels sont exposés les investisseurs, ce qui a ensuite des répercussions négatives sur l'investissement et la croissance économique. La volatilité accrue des recettes fiscales rend également plus difficiles à planifier les projets à long terme tels que les programmes d'infrastructures.

Les indicateurs budgétaires classiques, tels que les soldes globaux ou primaires, peuvent donner une fausse idée de l'orientation de la politique budgétaire dans les pays producteurs de pétrole. Tel est le cas lorsque les cours du pétrole augmentent, que l'économie est déjà en surchauffe et que des dépenses supplémentaires engendreraient des tensions inflationnistes. Dans une telle situation, l'orientation budgétaire pourrait s'améliorer simplement parce que la croissance des dépenses est moins rapide que celle des recettes, gonflées par le renchérissement du pétrole. Pour l'heure, l'utilisation des recettes pétrolières ne soulève pas de problème majeur. Une correction des statistiques relatives au solde primaire en fonction des recettes provenant des ressources pétrolières se traduit par une diminution de ce solde en pourcentage du PIB, mais elle n'a guère d'incidence sur son évolution (graphique 1.1). Lorsqu'on remplace le PIB classique par le PIB corrigé des termes de l'échange, qui est utilisé comme approximation grossière du PIB non pétrolier, on obtient des estimations de solde primaire inférieures de 0.3 point de pourcentage en moyenne entre 1999 et 2005, tandis que ce changement n'a aucun effet en moyenne par la suite. Le solde primaire non pétrolier (exprimé en proportion du PIB corrigé

Graphique 1.1. Mesures diverses des soldes primaires



Note : Le PIB corrigé des termes de l'échange est calculé de la manière suivante :  $PIB + (\text{termes de l'échange} - 1) * \text{exportations}$ . Les recettes pétrolières sont égales à la somme des redevances d'exploitation, des recettes provenant de l'exploration et d'une estimation des impôts et cotisations sociales payés par Petrobras, établie à partir d'informations tirées des états financiers de l'entreprise sur la période 2007-09.

Source : Calculs de l'OCDE.

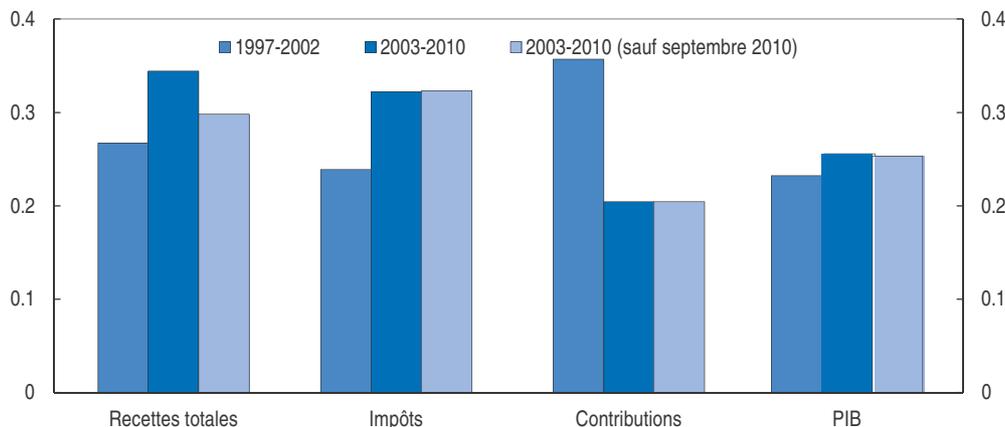
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519092>

des termes de l'échange) se révèle inférieur de 0.3 à 0.7 point de pourcentage à la mesure classique de ce solde. L'écart entre ces deux mesures s'est réduit depuis 2003, et il s'établissait à 0.4 point de pourcentage en 2010. Il est possible que cette différence soit sous-estimée, dans la mesure où certaines recettes pétrolières n'ont pas été prises en compte, notamment celles liées au dispositif de participation spéciale appliqué au secteur pétrolier. En utilisant une méthode différente, Gobetti (2009) aboutit à une correction plus importante de l'ordre de 1.5 point de pourcentage en moyenne sur la période 2000-08. Avec l'exploitation des gisements de pétrole antésalifères, cette question va probablement gagner en importance. Il serait bon d'indiquer dans les documents budgétaires les soldes hors recettes provenant de l'exploitation des ressources naturelles, dans la mesure où ils offrent sans doute un reflet plus fidèle de l'orientation de la politique budgétaire et de son impact sur la demande intérieure dans l'avenir. Une solution simple pourrait consister à mesurer ce solde en proportion du PIB corrigé des termes de l'échange, mais une approche plus exacte consisterait à élaborer une mesure du PIB non pétrolier, comme le fait la Norvège. Une autre possibilité serait d'examiner la sensibilité des indicateurs classiques à différents scénarios d'évolution du cours du pétrole. Les indicateurs classiques resteront en tout état de cause utiles pour analyser les contraintes de liquidité et la dynamique de la dette, et le suivi de leur évolution demeurera nécessaire.

La dépendance accrue à l'égard des produits pétroliers accentuera sans doute aussi la volatilité des recettes budgétaires. La variabilité des recettes de l'administration centrale a déjà augmenté depuis 2003, davantage que celle du PIB (graphique 1.2). Si la variabilité des contributions a diminué, celle des impôts s'est accentuée, de manière particulièrement marquée pour la taxe sur les produits importés (II, *Imposto sobre a Importação*) et la taxe sur les transactions financières (IOF, *Imposto sobre Operações Financeiras*), qui s'applique aux entrées de capitaux. Dans le même temps, les revenus du capital sont devenus plus variables, tandis que l'inverse a pu être observé pour les revenus du travail. Une accentuation sensible de la variabilité d'autres composantes des recettes découle de la recapitalisation de Petrobras de septembre 2010.

Graphique 1.2. **Variabilité des recettes de l'administration fédérale**

Rapport de l'écart-type à la moyenne, séries mensuelles



Source : Calculs de l'OCDE effectués à partir de données provenant du ministère des Finances et de la Banque centrale du Brésil.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519111>

### **Partager équitablement les recettes pétrolières**

Une gestion judicieuse des recettes pétrolières permettra de renforcer la prospérité du Brésil. La mise au point des dispositifs de partage des recettes provenant des ressources naturelles doit viser à assurer, dans toute la mesure du possible, une redistribution équitable entre les régions (équité horizontale) comme entre les générations (équité intergénérationnelle).

Un nouveau cadre législatif est progressivement mis en place pour administrer les réserves pétrolières des gisements antésalifères. Les contrats de partage de la production se substitueront aux contrats de concession pour les nouvelles activités d'exploration et de production dans ces zones, sans modification toutefois des contrats déjà conclus. Le pétrole extrait restera la propriété de l'État et les compagnies pétrolières toucheront un pourcentage des recettes. Petrobras sera responsable de l'exploration et de la production dans le cadre de tous les contrats, avec une part minimum de 30 % dans tout partenariat. En outre, la création d'une nouvelle compagnie, Pre Sal Petroleo, pour représenter l'État, est en cours de discussion. Cette société pourrait détenir un droit de veto sur tous les contrats de partage de la production.

L'essor du secteur pétrolier devrait accroître les recettes provenant de l'impôt sur les sociétés et des redevances, ce qui ne fera qu'accentuer la tendance qui se fait jour depuis la moitié des années 2000. Au vu des états financiers de l'entreprise publique Petrobras, on peut estimer que, de 2007 à 2009, près de 20 % des recettes de l'État fédéral ont eu pour origine les impôts et les cotisations sociales versés en moyenne par ce groupe consolidé. Les activités pétrolières ont également augmenté les recettes des États à l'échelon local. Bien que toujours modestes, les redevances ont vu leur part dans le PIB doubler entre 2002 et 2010, pour atteindre 0.4 %.

L'expérience internationale tirée des économies fondées sur l'exploitation de ressources naturelles laisse également à penser que les flambées des prix des produits de base peuvent déboucher sur des pressions politiques en faveur de nouvelles dépenses. D'après Sinnott (2009), tel est le cas pour les pays d'Amérique latine, où les recettes publiques réagissent de manière significative aux variations des prix des produits de base. Cette augmentation correspond en partie à une hausse des investissements en infrastructures, qui peuvent avoir des retombées positives considérables à long terme si les projets sont judicieusement conçus. Néanmoins, la manne pétrolière est aussi souvent utilisée pour financer des augmentations de salaires dans le secteur public ou un accroissement de l'emploi public, deux évolutions qu'il est difficile d'inverser si les cours du pétrole se retournent à la baisse (Medas et Zakharova, 2009). Dans le cas du Brésil, où le niveau des dépenses obligatoires est élevé, le risque serait alors que la plupart des catégories de dépenses productives, telles que les investissements en infrastructures et leur entretien, subissent des coupes pour cause d'austérité. De plus, certains éléments indiquent que la qualité des dépenses publiques tend à se dégrader pendant les périodes d'envolée des prix des ressources naturelles, dans la mesure où la création de nouveaux programmes de grande envergure débouche sur une sollicitation excessive des capacités de l'administration publique et une sélection moins efficace des projets (Medas et Zakharova, 2009).

Le gouvernement modifie actuellement les règles d'allocation des recettes et un projet de loi vise le partage d'une partie de la rente pétrolière entre tous les États et communes, y compris ceux qui n'interviennent pas dans le secteur pétrolier. Les États et les communes

producteurs de pétrole, qui percevaient jusque-là près de la moitié des bénéfices d'exploitation, verront ainsi leur part dans les recettes décliner. Au Brésil, l'expérience passée montre que la hausse des recettes pétrolières à l'échelon local a eu pour corollaire, dans une très large mesure, une augmentation des dépenses, sans amélioration proportionnelle des retombées socio-économiques. L'une des raisons avancées pour expliquer cette situation est la montée de la corruption, qui a conduit à une utilisation inefficace des ressources (Caselli et Michaels, 2009). Une trop grande dépendance à l'égard des recettes pétrolières a aussi sans doute incité les communes à augmenter les dépenses au gré de la progression de leurs rentrées de fonds au lieu de chercher à dégager des gains d'efficacité. L'administration fédérale pourrait renforcer les incitations à une amélioration de l'efficacité en introduisant un dispositif de gratifications (ou de sanctions) en cas de bonnes (ou de mauvaises) performances des collectivités locales.

Les mécanismes de partage des recettes doivent par ailleurs assurer que les générations futures percevront la part des recettes pétrolières qui leur revient de droit, sachant que le pétrole n'est pas une ressource illimitée. La théorie économique et l'expérience internationale fournissent des orientations utiles sur la manière optimale de gérer les ressources non renouvelables (encadré 1.3). Une première solution pourrait consister à cibler le niveau de dépenses en fonction du rendement de la richesse publique globale (qui inclut les recettes pétrolières). Le cas échéant, lorsque les besoins sociaux et d'infrastructures sont importants, il pourrait être souhaitable d'engager des dépenses supérieures au rendement de la richesse publique globale, à supposer que les institutions soient saines et que les ressources soient consacrées à des projets rentables. Une deuxième solution consisterait à ne consommer que le rendement réel du stock de richesse accumulée, auquel cas il importerait alors de maximiser ce rendement.

Les autorités brésiliennes ont opté pour cette dernière approche, mettant en place, en décembre 2010, un « fonds social » (*Fundo Social do Pre Sal*), où sera mise en réserve une fraction des recettes pétrolières. Ce fonds d'épargne vient compléter le fonds de stabilisation (FSB) créé en 2008 pour lisser l'impact sur l'activité des chocs au niveau des matières premières. Il sera géré par un comité composé de représentants du ministère des Finances, du ministère du Plan et de la Banque centrale, sous la surveillance d'un vérificateur des comptes. Les dépenses effectuées grâce à ce fonds ne seront pas réservées à des utilisations particulières. La loi impose d'affecter principalement le rendement des investissements réalisés par le fonds social au financement de l'éducation, mais il sera également consacré aux mesures présentant le meilleur rapport coût/efficacité dans les domaines du sport, de la culture, de la santé, de l'adaptation au changement climatique et de l'atténuation de ses effets, des sciences et technologies et de la réduction de la pauvreté. Le mécanisme d'affectation des ressources entre ces différents postes est encore en cours d'examen. La mise en place du fonds social est une initiative bienvenue qui contribuera à l'équité intergénérationnelle. Il importe particulièrement de consacrer les dépenses financées par le rendement des investissements aux mesures qui devraient être les plus rentables. Le fonds doit être investi dans un portefeuille diversifié maximisant les rendements et doit donc inclure des actifs étrangers. De plus, l'expérience internationale donne à penser que la mise en place de dispositifs de non-ingérence devrait réduire le risque que les recettes tirées des ressources naturelles ne soient utilisées à tort pour obtenir des gains politiques à court terme. À cet effet, la gestion du Fonds pourrait être confiée à un organisme doté d'une bonne gouvernance, qui empêcherait de telles ingérences et devrait être garantie par une définition claire et démocratique de ses

### Encadré 1.3. **Comment gérer au mieux les recettes provenant des ressources naturelles ?**

Bon nombre de pays ont mis en place des fonds souverains pour diversifier ou améliorer le rendement des recettes provenant des matières premières et, parfois, pour mettre l'économie à l'abri des fluctuations de leurs prix. La conception de ces fonds dépend des objectifs visés, mais les publications économiques et l'expérience internationale, en particulier celle de la Norvège, donnent des idées utiles concernant le cas particulier de la gestion des recettes provenant des ressources non renouvelables.

#### **Combien épargner ?**

Pour maximiser l'équité intergénérationnelle, on peut se demander quel taux d'épargne pourra assurer une consommation stable par habitant sur la durée. D'après la règle de Hartwick, à population constante, toutes les rentes tirées de l'exploitation des ressources naturelles doivent être investies dans la constitution d'un capital, notamment pour l'éducation, afin de maintenir un niveau de revenu constant par habitant. En cas de hausse (baisse) de la consommation par habitant au fil des ans, le bien-être social pourrait s'améliorer à condition que les générations antérieures (ultérieures) économisent et investissent une moindre proportion du stock de capital consommé au détriment des générations ultérieures (antérieures).

Une autre approche peut consister à mettre de côté les recettes pétrolières en les investissant sous forme d'actifs financiers et en ne dépensant que le rendement provenant de ces actifs accumulés. En général, cette règle aboutit à une réduction de la consommation les premières années et elle est davantage adaptée aux pays privilégiant, du fait du vieillissement de leur population par exemple, le transfert d'une fraction importante des recettes pétrolières aux générations futures.

Dans la pratique toutefois, nombre de pays ayant d'abondantes ressources naturelles ne suivent pas la règle de Hartwick et épuisent lentement mais régulièrement leurs ressources. Selon les estimations, la Norvège a consommé près de 80 % de ses ressources au fil des ans (Gylfason, 2011). Elle épargne désormais la plupart de ses recettes pétrolières dans le fonds de pension qu'elle a mis en place.

#### **Comment gérer les fonds ?**

En général, la solution la plus efficace est de déléguer la gestion des fonds à un organisme indépendant qui préserve les ressources de la mainmise des pouvoirs publics. En Norvège, la banque centrale, qui est indépendante dans les faits de l'État, gère le fonds pour le compte du ministère des Finances, maintenant ainsi une distance salutaire entre les milieux politiques et l'administration du fonds.

La transparence est également essentielle pour assurer une bonne gestion des ressources et peut pallier la mauvaise gestion des recettes tirées des ressources naturelles. Un public bien informé peut participer à des discussions constructives sur la formulation de la politique et la surveillance par l'État du patrimoine de ressources naturelles. Parallèlement à la divulgation d'informations, les autorités doivent adopter des processus transparents pour définir et mettre en œuvre les politiques concernant les ressources et prendre des décisions sur les dépenses. Les décisions relatives aux ressources impliquent des engagements à long terme. Elles seront plus crédibles et donneront moins lieu à des abus si les citoyens en comprennent le bien-fondé. Le Parlement exerce un contrôle qui joue un rôle essentiel dans la responsabilisation du gouvernement. Toute concession qui s'éloigne des dispositions législatives types doit lui être soumise pour approbation.

### Encadré 1.3. Comment gérer au mieux les recettes provenant des ressources naturelles ? (suite)

#### Où investir ?

En théorie, nombreuses sont les raisons qui militent en faveur de l'investissement d'une partie substantielle des recettes dans des actifs étrangers sachant que si les recettes pétrolières étaient exclusivement investies en actifs nationaux, le retour sur investissement serait inférieur au taux d'intérêt mondial. Investir ces recettes à l'étranger permet de se protéger contre des rendements décroissants. Les actifs placés à l'étranger peuvent être progressivement rapatriés et réaffectés à des investissements intérieurs. Dans la pratique, il est politiquement difficile, toutefois, de maintenir un bon équilibre entre actifs intérieurs et étrangers, car il faut toujours répondre concurremment aux besoins de la consommation courante et aux besoins d'investissement au niveau national. Le remboursement de la dette intérieure peut résoudre ce dilemme et se révéler payant aussi longtemps que ses coûts sont supérieurs aux rendements attendus des investissements à l'étranger. L'autre avantage de cette option est que les gouvernements futurs auront ainsi du mal à revenir sur l'accumulation d'actifs à l'étranger.

Dans la pratique, la plupart des fonds souverains investissent principalement ou exclusivement dans des actifs étrangers. Nombre d'entre eux engagent en outre des gestionnaires extérieurs. Contrairement aux fonds de pension, les fonds souverains définissent des horizons d'investissement plus courts et fixent généralement des objectifs plus larges. Le fonds de pension norvégien est entièrement investi en actifs étrangers, à hauteur de 60 % en actions et de 40 % en titres à revenu fixe.

Source : Reisen (2008) ; Blundell-Wignall et al. (2008) ; Gylfason (2011) et Charte sur les ressources naturelles (2010).

objectifs. Ainsi, en Norvège, le fonds est géré par la banque centrale, qui est dans les faits indépendante de l'État. Enfin, une transparence totale quant à l'utilisation des ressources naturelles est essentielle. Pour la renforcer, on pourrait s'engager à rendre régulièrement publiques et accessibles les informations relatives à toutes les recettes que l'État tire des compagnies pétrolières, gazières et minières et à la manière dont elles ont été utilisées. Cela aurait en outre pour effet d'améliorer le climat de l'investissement en signalant sans équivoque aux investisseurs et aux institutions financières internationales que les autorités sont disposées à faire preuve d'une plus grande transparence.

#### **Des ajustements apportés au cadre budgétaire contribueront à entretenir une croissance forte**

Le cadre budgétaire fonctionne bien et a notamment permis de soutenir efficacement l'économie pendant la crise mondiale. Des modifications apportées à ce cadre contribueraient cependant à étayer une croissance forte et inclusive.

Le cadre budgétaire contient déjà un instrument anticyclique sous la forme du Fonds souverain du Brésil (FSB, *Fundo Soberano do Brasil*), qui permet de lisser les recettes fiscales et de mettre de côté les plus-values de recettes liées aux fluctuations du cycle économique. Un montant initial équivalant à 0.5 % du PIB avait été affecté au FSB lors de sa création en 2008. Les années suivantes, les sommes mises de côté ont été déterminées par la différence entre le solde budgétaire primaire effectif et l'objectif prévu en la matière, comme indiqué dans la loi d'orientation budgétaire. Des transferts inverses du Fonds vers le Trésor (dans la limite de 0.5 % du PIB) sont possibles si le solde budgétaire primaire est inférieur à l'objectif prévu. La transparence du Fonds a été récemment améliorée grâce à la création d'un site Internet spécial, sur lequel le public peut aisément accéder à des informations concernant les actifs publics.

Le FSB est destiné à réduire la volatilité des dépenses publiques en découplant le budget annuel de la variabilité à court terme des recettes pétrolières. Néanmoins, bien que l'objectif de stabilisation du fonds ait été clairement énoncé lors de sa mise en place en 2008, le FSB n'a bénéficié d'aucune nouvelle injection de capitaux depuis 2009, malgré les solides performances économiques enregistrées en 2010. Cela tient à la priorité accordée par le gouvernement au remboursement de la dette, mais aussi à l'accroissement considérable des dépenses de l'administration centrale, conjugué au démantèlement seulement progressif des mesures de relance budgétaire prises pendant la crise. Les incitations à constituer une volumineuse réserve d'actifs financiers pendant la précédente phase d'expansion économique ne semblent pas avoir été suffisantes, comme dans de nombreux pays de l'OCDE.

Le pays étant parvenu à la stabilité macroéconomique, le gouvernement devrait maintenant s'attacher à garantir la viabilité à long terme des comptes de l'ensemble des administrations publiques, à l'inclusion de la sécurité sociale. Le gouvernement se fixe déjà des objectifs de solde budgétaire primaire, sous forme de montant pour l'année à venir, et en proportion du PIB pour les deux années suivantes. Seul l'objectif défini pour la première année est contraignant. L'accent mis sur le solde primaire – c'est-à-dire hors charges d'intérêts – plutôt que sur le solde global était initialement motivé par le fait que le ratio dette publique nette/PIB était excessivement sensible aux variations de taux d'intérêt et aux fluctuations des taux de change. Les progrès accomplis en matière de gestion de la dette ont toutefois atténué ces éléments de fragilité. Il serait judicieux d'envisager l'instauration d'un objectif de solde budgétaire global, ce qui permettrait d'atteindre un objectif à long terme de ratio dette/PIB, concordant avec les paramètres fondamentaux de l'économie et les préférences sociales. La détermination d'un tel objectif soulève cependant bien des difficultés, et les travaux économiques publiés sur la question n'offrent guère d'indications à cet égard. Une possibilité consisterait à stabiliser la dette nominale en définissant un objectif d'équilibre du solde budgétaire structurel, similaire au mécanisme de frein à l'endettement utilisé en Suisse, suivant lequel les dépenses ne peuvent excéder les recettes corrigées des variations conjoncturelles. Un objectif moins ambitieux serait de stabiliser le ratio dette/PIB à son niveau actuel. La mise en place d'une règle concernant le solde budgétaire global pourrait se faire à moyen terme. En outre, lorsque la question des recettes pétrolières prendra de l'importance, les autorités pourraient envisager d'adopter un objectif de solde budgétaire défini en données corrigées des variations conjoncturelles, les dépenses étant lissées sur la durée du cycle économique et du cycle des prix du pétrole. La principale difficulté soulevée par l'utilisation d'un solde structurel réside dans le fait qu'elle nécessite des estimations de la production potentielle et des « prix d'équilibre » du pétrole, qui sont difficiles à établir parce qu'ils ne sont pas observables, et la fourchette de ces estimations pourrait varier fortement suivant la méthode retenue. En outre, leur complexité soulève des problèmes de communication. Malgré cet inconvénient, cette option a été recommandée par un certain nombre de commentateurs pour les pays d'Amérique latine (voir, par exemple, Schmidt-Hebbel, 2011).

La transparence et la simplicité sont des conditions importantes à satisfaire pour assurer la crédibilité de ce processus. Dans certains pays, la détermination de l'objectif de solde budgétaire est une tâche qui a été déléguée à un organisme indépendant, composé d'experts issus du secteur public, du secteur financier et des milieux universitaires. Un tel organisme pourrait éclairer sensiblement la décision prise concernant le montant total des dépenses et le déficit budgétaire, tandis que les autorités budgétaires détermineraient la

ventilation des dépenses et les modalités de collecte des recettes fiscales. Un mécanisme comparable existe au Chili, et a aidé ce pays à mener une politique budgétaire anticyclique efficace (Frankel, 2011).

Il importera de rompre avec le recours actuel aux recettes exceptionnelles et aux mesures de circonstance, consistant par exemple à ne pas tenir compte de certaines dépenses d'investissement et à utiliser les « économies » réalisées lors d'exercices antérieurs pour atteindre les objectifs officiels. Ainsi, suivant le projet de loi de finances de 2012, le gouvernement peut retrancher 25.6 milliards BRL (soit environ 0.6 % du PIB) des dépenses afférentes au PAC si l'objectif de solde primaire n'est pas atteint. Ces dispositions existent depuis 2005 et ont déjà été utilisées à deux reprises. Les autorités ont indiqué qu'elles n'y recourraient pas pour 2011 ni 2012. Bien que ces dispositions apportent une certaine souplesse, elles réduisent la prévisibilité de la politique budgétaire et l'utilité du solde primaire en tant qu'indicateur de son orientation. Il serait bon que les autorités suppriment ces dispositions, qu'elles s'engagent à corriger les dérapages par rapport aux objectifs de déficit ou de dette, et qu'elles définissent des clauses de sauvegarde spécifiques permettant de réagir en cas d'événement imprévisible.

Dans ce cadre budgétaire, la mise en place d'un plafond d'augmentation des dépenses contribuerait à assurer la rigueur budgétaire requise, ainsi que l'a montré l'expérience des Pays-Bas et de la Suède (encadré 1.4). En outre, un tel plafond donnerait une indication concernant le niveau des dépenses publiques considéré comme souhaitable sur le long terme. Il contribuerait également à empêcher l'augmentation de la ponction fiscale qui deviendrait nécessaire en cas de maîtrise insuffisante des dépenses. Des clauses de sauvegarde transparentes seraient un gage de flexibilité et empêcheraient que des dépenses fiscales, ou des modifications d'échéances concernant certains paiements, ne soient utilisées pour contourner le plafond.

#### Encadré 1.4. **Les plafonds de dépenses appliqués aux Pays-Bas et en Suède**

Les Pays-Bas se sont dotés d'un plafond de dépenses en 1994 et la Suède en 1997, essentiellement dans l'objectif de maîtriser les dépenses publiques. Les principales caractéristiques de ces plafonds sont décrites ci-après.

##### **Pays-Bas**

Le plafond concerne les dépenses nettes, c'est-à-dire les dépenses brutes diminuées de la plupart des recettes non fiscales (telles que celles provenant des amendes infligées pour infraction au code de la route). Des plafonds distincts s'appliquent à trois secteurs budgétaires : l'administration centrale, la sécurité sociale et les soins de santé. Ils sont définis en termes réels, c'est-à-dire à prix constants, et fixés à l'avance pour quatre ans. Au printemps de chaque exercice budgétaire, on les convertit en plafonds nominaux en les multipliant par la toute dernière estimation de la hausse des prix mesurée par le déflateur des dépenses nationales. Cela se traduit par une perte liée aux évolutions de prix relatifs pour les administrations publiques si la hausse des prix de certaines dépenses publiques (telles que la masse salariale de l'État) est supérieure à l'augmentation générale des prix des facteurs dans l'économie. Ces pertes liées aux évolutions de prix relatifs ne peuvent être compensées, et peuvent donc rendre nécessaires des coupes supplémentaires. Inversement, des gains découlant des évolutions de prix relatifs permettent d'accroître les dépenses tout en respectant le plafond, ce qui peut accentuer les tensions inflationnistes.

#### Encadré 1.4. Les plafonds de dépenses appliqués aux Pays-Bas et en Suède (suite)

Tout dépassement des plafonds de dépenses doit en principe être compensé immédiatement dans le secteur où ce dépassement se produit. Une compensation générale au moyen de transferts à partir d'un autre budget ne peut être décidée que par le conseil des ministres. Les règles budgétaires offrent des possibilités limitées de transferts de crédits d'un exercice à un autre, la marge de fin d'année étant limitée à 1 % du budget total corrigé.

##### Suède

En vertu de la loi sur le budget, le gouvernement propose un plafond s'appliquant aux dépenses de l'administration centrale et aux dépenses de retraite pour les trois années à venir. Ce plafond couvre approximativement deux tiers des dépenses totales, qui correspondent à hauteur de 50 % environ à des transferts aux ménages et à hauteur de 20 % à la consommation et à l'investissement publics. Les charges d'intérêts ne sont pas couvertes. Pour les exercices t+1 et t+2, ces plafonds sont déjà exposés dans les décisions des années précédentes, car il existe un engagement fort en faveur du maintien des niveaux précédemment convenus, à moins que des raisons impérieuses ne justifient leur modification. Pour l'exercice t+3, la décision est prise sur la base des prévisions de recettes relatives à cet exercice et du montant de l'excédent nécessaire pour atteindre l'objectif visé à moyen terme.

Ce plafond de dépenses est fixé en termes nominaux, ce qui rend l'évaluation transparente et simple. En outre, un plafond nominal incite moins le gouvernement à tenter de renforcer l'inflation. L'inconvénient de ce type de plafond, c'est qu'il peut imposer des coupes dès lors que les dépenses publiques sont supérieures au montant initialement prévu.

Aucun obstacle juridique n'empêche le Parlement (*Riksdag*) de décider de réviser un plafond déjà fixé, pour l'adapter à l'évolution de la situation. Depuis sa création, le plafond relatif aux dépenses de l'administration centrale est généralement demeuré inchangé entre sa fixation initiale pour un exercice donné et la fin de cet exercice. Ce plafond n'a été modifié qu'à quelques occasions, en raison de changements d'orientation de la politique budgétaire, et a été abaissé à chaque fois. Une marge budgétaire joue un rôle d'amortisseur si l'évolution de la situation économique entraîne une divergence des dépenses par rapport aux estimations initiales, du fait d'événements inattendus ou de la conjoncture.

Source : Heeringa et Lindh (2001) ; ministère suédois des Finances (2010).

Dans le cas du Brésil, pour qu'un plafonnement des dépenses soit efficace, il faudrait d'abord éliminer la pratique généralisée que constitue la préaffectation des recettes, comme cela avait été recommandé dans de précédentes *Études économiques*. En vertu de la Constitution, au moins 25 % des recettes fiscales à tous les niveaux d'administration doivent être consacrés à l'éducation, tandis que les rentrées d'impôts des États fédérés et des communes sont préaffectées à hauteur de 12 % et 15 %, respectivement, à la fourniture de services de soins de santé. Un plancher global de dépenses défini pour les différents programmes de soins de santé, indépendamment de leur rapport efficacité-coût, a également été instauré. Au cours des années 90 a été créé un mécanisme juridique qui permet au gouvernement de convertir 20 % des recettes initialement préaffectées en recettes sans destination spécifique. On estime cependant que les recettes préaffectées et les dépenses obligatoires représentent près de 90 % des dépenses publiques (Banque

mondiale, 2006). Bien que ce processus ait été mis en place pour améliorer la transparence des comptes budgétaires, protéger certains postes contre les risques de coupe en période d'ajustement budgétaire, et rendre plus prévisibles les flux de recettes des différentes juridictions, il a fini par empêcher la réaffectation des crédits budgétaires à des usages plus efficaces. Ces facteurs de rigidité font également obstacle aux gains d'efficacité fondés sur des mesures de réduction des coûts, en perpétuant les dotations budgétaires sur la base des dépenses antérieures. Par ailleurs, il a été établi que la préaffectation des recettes d'impôts locaux à des dépenses locales contribuait à l'augmentation des inégalités régionales (Ter Minassian, 2011). De plus, compte tenu de la configuration du système, toute tentative de réforme visant des impôts spécifiques ne peut que susciter des débats sur la répartition des recettes entre les différentes juridictions concernées, ce qui rend toute entreprise de réforme politiquement difficile. Le soutien politique au *statu quo* est souvent lié à la réticence de certaines composantes des administrations publiques à perdre des recettes, plutôt qu'à un manque de volonté de réformer. Néanmoins, de tels débats sur la répartition des recettes vont nécessairement avoir lieu bientôt, compte tenu de l'arrêt rendu en 2010 par la Cour constitutionnelle qui a imposé une réforme des principaux mécanismes de partage des recettes, à savoir le Fonds de participation des États (*Fundo de Participação dos Estados*) et le Fonds de participation des communes (*Fundo de Participação dos Municípios*). Les autorités devraient mettre à profit cette occasion qui s'offre à elles pour remédier à la rigidité à la baisse de certains postes des dépenses, qui est due en grande partie à la préaffectation des recettes.

## Politique monétaire

Un cadre de politique monétaire solide a contribué à la désinflation rapide qu'a connue le Brésil et à ses bons résultats économiques, et, dans les temps à venir, il importera de conserver une croissance forte. Un des enjeux essentiels de l'action publique est de maîtriser l'inflation sans attirer des flux de capitaux à court terme. Après une brève description du cadre de ciblage de l'inflation, nous examinons dans cette partie les mesures adoptées par les autorités monétaires brésiliennes pour éviter une surchauffe et empêcher la formation de déséquilibres financiers.

### **Le ciblage de l'inflation a permis de la réduire**

Le Brésil a mis en place un cadre formel de ciblage de l'inflation en juin 1999, quelques mois après avoir annoncé un nouveau régime de flottement libre de sa monnaie. Dans le cadre de ce régime, le principal objectif du Comité de politique monétaire (COPOM) est d'atteindre les objectifs d'inflation fixés par le Conseil monétaire national (CMN). Il se compose du ministre des Finances (qui dirige le Conseil), du ministre de la Planification et du Gouverneur de la Banque centrale.

En juin de chaque année  $n$ , le CMN définit des objectifs d'inflation assortis d'une marge de tolérance pour l'année  $n+2$ . L'objectif est la variation souhaitée de l'indice des prix à la consommation élargi (IPCA, *Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo*). Cet objectif est considéré comme atteint lorsque l'inflation cumulée observée au cours de chaque année civile se situe dans la marge de tolérance. Si l'inflation n'est pas dans cette fourchette, le Gouverneur de la banque centrale doit adresser au ministre des Finances une lettre ouverte exposant les raisons pour lesquelles l'objectif n'a pas été atteint, et indiquant les mesures nécessaires pour ramener l'inflation dans la fourchette visée et la période au cours de laquelle ces mesures devraient prendre effet. La lettre ne précise pas quels seront

les instruments employés ou la stratégie mise en œuvre pour atteindre ce but. L'objectif de taux d'intérêt défini par le COPOM s'applique au taux de référence du Système spécial de conservation et de règlement (SELIC, *Sistema Especial de Liquidação e de Custódia*), et il est établi pour la période qui sépare les réunions ordinaires du COPOM. Ce dernier peut également fixer une orientation de la politique monétaire lors de ses réunions ordinaires ; cette orientation (expansionniste ou restrictive) permet au Gouverneur de réviser à tout moment l'objectif de taux d'intérêt relatif au SELIC dans le sens de cette orientation entre les réunions ordinaires du COPOM.

Depuis 2005, le taux d'inflation est toujours demeuré dans la marge de tolérance définie, même si en moyenne, il a été supérieur de 0.4 point de pourcentage au point médian de cette fourchette (tableau 1.2). L'appréciation du réal a contribué à modérer l'inflation, qui a reflué par rapport au très haut niveau auquel elle se situait au cours de la première moitié des années 90 (Barbosa Filho, 2007). Malgré ces évolutions favorables, l'inflation est demeurée plus forte que dans certains pays comparables de la région, s'établissant 0.6 à 0.7 point de pourcentage au-dessus de la moyenne des taux d'inflation de diverses économies de marché émergentes sur la période 2000-09 (graphique 1.3). Surtout, l'évolution de l'inflation se caractérise au Brésil par une forte inertie, reflétant la prédominance des contrats à long terme. Ainsi, les tarifs de l'électricité et du téléphone sont partiellement indexés sur l'indice général des prix. Qui plus est, les prix administrés sont déterminés par des contrats fondés sur la trajectoire du niveau des prix. L'inflation est également particulièrement sensible aux variations des anticipations prospectives et rétrospectives d'inflation (voir ci-après).

Tableau 1.2. **Bilan du ciblage de l'inflation au Brésil**

	Objectif (%)	Marge de tolérance (en points de pourcentage)	Inflation effective (IPCA, % par an)
1999	8.0	2.0	8.94
2000	6.0	2.0	5.97
2001	4.0	2.0	7.67
2002	3.5	2.0	12.53
2003	3.25	2.0	–
	4.0	2.5	9.3
2004	3.75	2.5	–
	5.5	2.5	7.6
2005	4.5	2.5	5.69
2006	4.5	2.0	3.14
2007	4.5	2.0	4.46
2008	4.5	2.0	5.9
2009	4.5	2.0	4.31
2010	4.5	2.0	5.91
2011	4.5	2.0	–
2012	4.5	2.0	–
2013	4.5	2.0	–

Note : les points médians des fourchettes retenues comme objectifs ont été ajustés par lettre ouverte à 8.5 % pour 2003 et 5.5 % pour 2004.

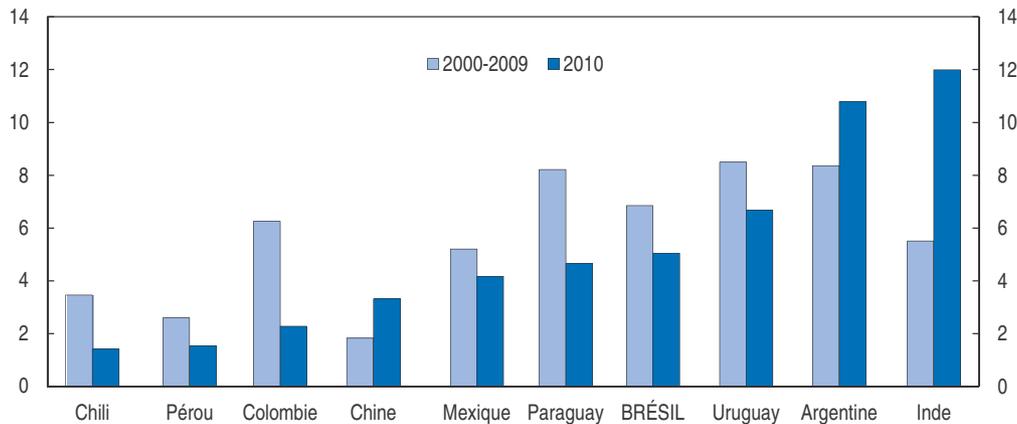
Source : Banque centrale du Brésil.

### **Surmonter le problème de l'« impossible trinité »**

Comme de nombreuses autres économies de marché émergentes, le Brésil est confronté à une situation complexe, dans la mesure où les autorités doivent juguler les

Graphique 1.3. **Inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) au Brésil et dans certains pays**

En pourcentage



Source : Institut brésilien de géographie et de statistique (IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) et Statistiques financières internationales (SFI).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519130>

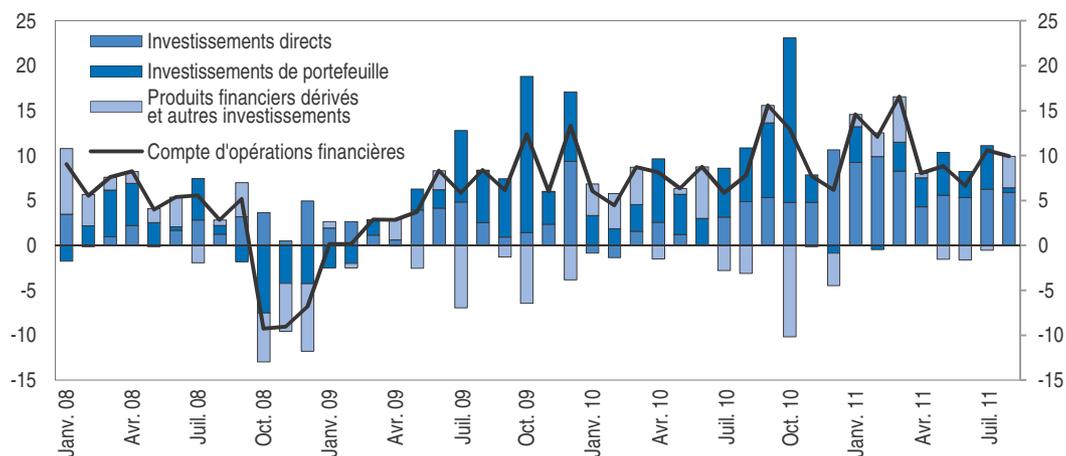
tensions inflationnistes sans pour autant attirer des flux de capitaux à court terme, qui exerceraient des pressions sur le taux de change et nuiraient à la compétitivité de l'économie brésilienne. L'assainissement des finances publiques aidera les autorités à surmonter le problème de l'« impossible trinité », consistant à concilier une politique monétaire indépendante avec un taux de change stable et la libre circulation des capitaux.

#### Les entrées de capitaux ont sensiblement augmenté

Depuis 2009, les flux de capitaux à destination du Brésil enregistrent une augmentation massive (graphique 1.4). La volatilité de ces flux est imputable pour l'essentiel aux investissements de portefeuille, en particulier à la catégorie des titres de participation. Tant des facteurs externes qu'internes peuvent expliquer cette évolution. La

Graphique 1.4. **Le compte d'opérations financières du Brésil et ses composantes**

Milliards USD



Source : Banque centrale du Brésil.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519149>

croissance des liquidités mondiales, qui s'est accélérée au second semestre de 2007, et le rendement élevé des titres de participation au Brésil ont joué à cet égard un rôle majeur (FMI, 2010). Toutefois, une analyse de panel réalisée sur un échantillon de pays de l'OCDE et d'économies de marché émergentes laisse également à penser que l'approfondissement des marchés de capitaux, l'augmentation du PIB par habitant et l'amélioration qualitative de la réglementation ont contribué à attirer des actifs étrangers (Furceri et al., 2011).

Dans les temps à venir, la poursuite des progrès accomplis en matière de développement du secteur financier et de convergence économique vont probablement continuer à stimuler les entrées de capitaux. Par contre, on estime que l'amélioration de la qualité de la réglementation exerce un effet inverse. Les données disponibles offrent des indications contradictoires quant aux effets de l'approfondissement des marchés de capitaux sur la composition des flux. De récents travaux empiriques tendent cependant à indiquer qu'un renforcement de la liberté de mouvement des capitaux, une réglementation favorisant davantage la concurrence, et une législation moins stricte sur la protection de l'emploi pourraient modifier la composition des flux de capitaux en renforçant le poids de l'investissement direct étranger (IDE) et en réduisant celui des titres de dette, atténuant du même coup les risques d'interruptions brutales de ces flux (Furceri et al., 2011).

Il est généralement admis que certains types d'entrées de capitaux sont plus bénéfiques que d'autres pour le pays d'accueil. L'IDE est généralement considéré comme favorable à la croissance et au développement au Brésil, étant donné qu'il apporte des ressources financières complémentaires et compense en partie la faiblesse de l'épargne intérieure, qu'il constitue une source de transferts de technologie (chapitre 2), qu'il permet une diversification des risques, et qu'il peut entraîner un approfondissement des marchés de capitaux (Kose et al., 2009). Les entrées de capitaux prenant la forme de titres de dettes ou de prêts se caractérisent par un moindre partage des risques, dans la mesure où ceux-ci pèsent essentiellement sur le pays d'accueil. Il est aussi généralement admis que les brusques augmentations des entrées de capitaux volatils présentent des risques. Elles peuvent déboucher sur d'amples fluctuations du taux de change et sur une surchauffe, en particulier si les autorités interviennent sur le marché des changes et empêchent l'appréciation découlant de ces entrées de capitaux. Suivant la forme que revêtent ces flux entrants, ils peuvent ainsi alimenter des bulles de crédit et des bulles de prix des actifs. Les inversions brutales des entrées de capitaux ont des effets perturbateurs et peuvent entraîner des crises.

### ***Le réal s'est apprécié***

Depuis 2003, le réal s'est apprécié régulièrement, exception faite du repli observé lors de la crise mondiale de 2008. Récemment, la monnaie brésilienne s'est dépréciée du fait des turbulences qu'ont connues les marchés de capitaux. Sur l'ensemble de la période, les entrées de capitaux ont contribué à la montée du taux de change. Bien que l'appréciation du réal et son impact sur la compétitivité du pays constituent un sujet de préoccupation légitime, certains éléments indiquent que cette appréciation est en partie due au choc lié aux ressources naturelles et reflète une évolution des paramètres fondamentaux sous-jacents. Le mouvement d'appréciation résultant de ces facteurs ne devrait donc pas entraîner d'infléchissement de la politique économique. Néanmoins, des estimations empiriques font apparaître une surévaluation du réal comprise entre 3 % et 20 % en moyenne pour 2010, suivant l'approche adoptée, cette surévaluation étant plus importante à la fin de l'année (encadré 1.5).

### Encadré 1.5. Le réal est-il surévalué ?

La définition du « taux de change d'équilibre » est une des questions macroéconomiques les plus controversées. Or, il s'agit d'un concept important, car il donne une indication de l'ampleur des distorsions de taux de change qui caractérisent une monnaie donnée. Cette indication présente un intérêt tout particulier lorsque de fortes variations du taux de change coïncident avec une situation globale de stabilité des paramètres fondamentaux de l'économie, comme cela a été récemment le cas au Brésil. Il existe de nombreuses méthodes pour estimer les taux de change d'équilibre, mais aucune n'est pleinement satisfaisante. Nous nous focalisons dans cette partie sur deux concepts : le taux de change d'équilibre fondamental, élaboré par Williamson (1994), et le taux de change d'équilibre comportemental.

Le taux de change d'équilibre fondamental (TCEF) est le taux de change effectif réel qui assure simultanément l'équilibre interne et externe d'une économie. Comme dans Wren-Lewis et Driver (1998), nous estimons ce taux de change en modélisant uniquement le compte courant et en utilisant des équations classiques du commerce global. Cette méthode présente l'avantage de la simplicité, de sorte qu'il est relativement aisé de cerner les facteurs déterminants d'un TCEF donné et d'examiner sa sensibilité à des hypothèses clés. Un de ses inconvénients est qu'aucun modèle n'assure la cohérence des estimations de la production tendancielle et des flux de capitaux structurels. Surtout, tout effet de rétroaction du TCEF sur les déterminants de la production tendancielle et des flux de capitaux structurels est exclu. Enfin, cette méthode n'offre aucune indication quant aux principaux facteurs qui influent sur la valeur d'une monnaie.

Les estimations des distorsions de taux de change fondées sur le TCEF dépendent fortement de la façon dont l'objectif de solde des paiements courants est établi. Pour calculer cet objectif, nous avons utilisé des prévisions à long terme relatives au compte courant, fondées sur les projections démographiques des Nations Unies et l'équation de la balance des transactions courantes décrite dans Cheung et al. (2010) pour les pays émergents et en développement. Cette équation intègre des effets démographiques et de convergence. Suivant la spécification retenue et la période considérée, la moyenne à long terme du solde des paiements courants obtenu par cette méthode s'établit dans une fourchette approximative de -1.0 % à -1.5 % du PIB.

Globalement, le réal semble avoir surrégé, passant d'une nette sous-évaluation sur la période 2002-08 à une légère surévaluation en 2008-09. Cline et Williamson (2010) mettent en évidence des évolutions similaires, même si leurs estimations font ressortir une distorsion plus marquée du taux de change (de l'ordre de 15 % en décembre 2009). Selon l'estimation présentée ici, le taux de change effectif réel était surévalué de 3 % à 10 % en 2010 en moyenne, suivant l'objectif de solde des paiements courants retenu.

Dans le cadre de la seconde approche, le concept de taux de change d'équilibre comportemental (TCEC) est employé pour expliquer l'évolution du taux de change effectif réel en fonction des écarts de productivité entre le Brésil et ses partenaires commerciaux, ainsi que des flux de capitaux et des exportations de pétrole (voir l'encadré 4.2). Des simulations dynamiques réalisées à l'aide de ces équations laissent à penser que le réal était surévalué à la fin de 2010, étayant les conclusions de l'analyse fondée sur le taux de change d'équilibre fondamental. Néanmoins, l'ampleur de cette surévaluation varie fortement suivant les estimations. Dans la plupart des cas, la surévaluation du réal est estimée à une valeur comprise entre 4 % et 6 % en 2009 et entre 10 % et 20 % en 2010 (tableau 1.3). Les équations faisant appel à la mesure du taux de change effectif réel fondée sur les prix de gros débouchent parfois sur des estimations se trouvant en dehors de cette fourchette, mais l'ajustement de ces équations est relativement médiocre par rapport à d'autres spécifications.

Encadré 1.5. **Le réel est-il surévalué ? (suite)**Tableau 1.3. **Pourcentage de surévaluation du réel**

	2009	2010	T4 2010
<b>Taux de change d'équilibre fondamental</b>			
Objectif de solde des paiements courants -1.5 %	-1.0	3.3	
Objectif de solde des paiements courants -1.0 %	2.4	6.4	
Objectif de solde des paiements courants -0.5 %	5.8	9.6	
<b>Taux de change d'équilibre comportemental</b>			
<i>Équation de référence</i>			
IPC*	5.5	15.4	18.6
Prix de gros	5.2	17.2	24.8
Mesure de l'IPEA**	6.0	9.6	8.6
<i>Équation intégrant la croissance du PIB</i>			
IPC*	4.5	19.2	24.5
Prix de gros	9.0	26.3	35.4
Mesure de l'IPEA**	4.3	13.7	14.5

\* Indice des prix à la consommation. \*\* Mesure établie par l'Institut de recherche économique appliquée (IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada).

Source : Calculs de l'OCDE. Voir l'encadré 4.2 pour en savoir plus sur l'équation utilisée.

**Les prix à la consommation et la croissance du crédit ont rapidement augmenté**

L'inflation sous-jacente et l'inflation globale augmentent depuis la fin de 2010. Si les prix des produits alimentaires ont été la principale source d'inflation globale jusqu'au début de 2011, l'évolution des prix s'expliquait essentiellement par le renchérissement des services au cours des premiers mois de l'année. L'excédent de demande a exercé des pressions à la hausse sur les prix, même si l'on estime que cet effet a été modeste (encadré 1.6). Par contre, les anticipations prospectives et rétrospectives d'inflation ainsi que sa persistance semblent avoir constitué dernièrement la principale source de hausse des prix. L'impact de ces facteurs n'a été que partiellement compensé par l'appréciation de la monnaie et une réduction des droits d'accise sur l'essence, dont l'effet devrait être temporaire. Les anticipations d'inflation à 12 mois demeurent dans la partie supérieure de la fourchette retenue comme objectif par les autorités monétaires, mais elles ont évolué à la hausse à la suite de la baisse de taux d'intérêt intervenue en septembre 2011 (voir ci-après).

Des entrées de capitaux considérables et la croissance économique ont alimenté l'expansion du crédit. La croissance du crédit privé a retrouvé ses niveaux d'avant la crise (graphique 1.6). Néanmoins, cette augmentation était essentiellement imputable aux crédits au logement, tandis que les prêts à l'industrie et les crédits aux services commerciaux et autres ont connu une progression plus modérée. La forte expansion des crédits au logement peut s'expliquer par le dynamisme des revenus du travail, parallèlement à l'apparition de tensions sur le marché de l'emploi. Un autre facteur a résidé dans la mise en œuvre progressive du programme social « Ma maison, ma vie » (*Minha Casa Minha Vida*), axé sur la construction de logements neufs pour des ménages à bas revenu. Les prêts octroyés par la Banque nationale de développement économique et social (BNDES, *Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social*) ont également pesé dans la balance, mais ses apports de fonds de roulement à court terme ont commencé à être revus à la baisse depuis le début de l'année. Les signaux relatifs à l'évolution des prix des

### Encadré 1.6. Expliquer l'évolution récente de l'inflation

Afin de mieux cerner l'évolution récente de l'inflation, nous avons établi une courbe de Phillips en estimant l'équation suivante :

$$\pi_t = c_1\pi_t^{\text{exp}} + c_2\pi_{t-1} + c_3\pi_{t-2} + c_4\pi_{t-3} + c_5\text{gap}_t + c_6\text{reer}_t + \varepsilon_t^h$$

où  $\pi_t$  est le taux de croissance en glissement trimestriel de l'indice des prix à la consommation élargi (IPCA, *Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo*),  $\pi_t^{\text{exp}}$  désigne les anticipations d'inflation en glissement trimestriel,  $\text{gap}_t$  est l'estimation de l'écart de production, et  $\text{reer}_t$  est le taux de change effectif réel (voir les encadrés 4.1 et 4.2 pour obtenir de plus amples informations sur le calcul de ces deux variables).

Cette équation a été estimée à l'aide de données trimestrielles et de la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Les données proviennent de l'Institut brésilien de géographie et de statistique (IBGE, *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística*), de la Banque centrale du Brésil et de la base des données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, et elles ont été corrigées des variations saisonnières. Les estimations des coefficients associés à toutes les variables semblent être significatives et assorties du bon signe. Il apparaît notamment que le taux de change effectif réel est un déterminant important de l'inflation au Brésil (tableau 1.4).

Tableau 1.4. Résultats de l'estimation de la courbe de Phillips

	Coefficient	t de Student
$\pi_t^{\text{exp}}$	0.03	5.1
$\pi_{t-1}$	0.83	8.5
$\pi_{t-2}$	-0.24	-1.9
$\pi_{t-3}$	0.25	2.7
$\text{gap}_t$	0.00	1.7
$\text{reer}_t$	-0.03	-2.7
R <sup>2</sup> corrigé	0.85	
Écart-type de la régression	0.004	
Statistique de Durbin-Watson	2.4	
Échantillon	T4 2001-T2 2010	

Source : Calculs de l'OCDE.

Ce constat concorde avec les conclusions d'autres travaux publiés sur la question (tels que Catao et al., 2008 ; Catao et Pagan, 2009). Cela pourrait tenir au fait que les prix des produits exportables sont déterminés par l'inflation étrangère et l'évolution des taux de change. En outre, pendant une grande partie de la période d'estimation, les prix de certains services d'utilité publique (dans les secteurs des télécommunications et de l'électricité) ont été indexés sur un indice de prix qui subissait fortement l'influence des fluctuations des taux de change (Barbosa Filho, 2007). L'équation satisfait aux tests de diagnostic classiques, notamment au test de stabilité de Chow, et semble donner des résultats relativement bons sur la période récente. Un remplacement du taux de change réel par le taux de change nominal ne changerait pas les résultats, mais il entraînerait une dégradation de la qualité d'ajustement.

Une décomposition de l'inflation effectuée à partir de cette équation indique que l'inertie a contribué de manière essentielle à la hausse des prix par le passé (tableau 1.5, graphique 1.5). Cela peut tenir au fait que les prix administrés et les prix des services sont liés à la valeur antérieure de l'indice des prix à la consommation. Les anticipations prospectives et rétrospectives d'inflation jouent également un rôle important. L'écart de production a aussi alimenté les tensions inflationnistes, mais dans une mesure beaucoup plus limitée. Cela peut s'expliquer par une erreur de mesure de l'écart de production dans un pays où le secteur informel représente encore un pan considérable de l'économie. Enfin, depuis le milieu des années 90, l'appréciation de la monnaie a atténué l'inflation.

## Encadré 1.6. Expliquer l'évolution récente de l'inflation (suite)

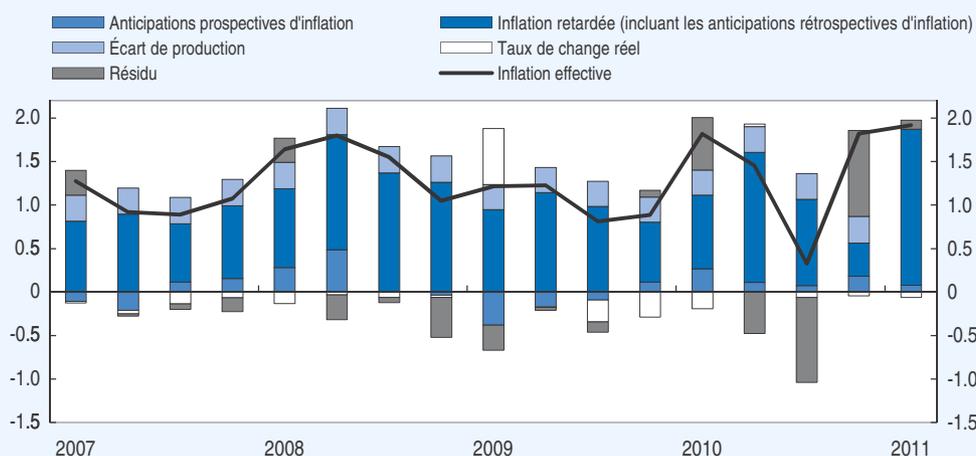
Tableau 1.5. Contributions à l'inflation en glissement trimestriel, mesurée par l'IPCA

	Inflation effective	Anticipations prospectives d'inflation	Inflation retardée (incluant les anticipations rétrospectives d'inflation)	Écart de production	Taux de change réel	Résidu
2000-06	1.89	-0.05	1.65	0.29	-0.02	0.02
2007-08	1.28	0.09	1.01	0.30	-0.06	-0.06
2009	1.04	-0.13	0.94	0.29	0.02	-0.09
2010	1.36	0.16	0.93	0.30	-0.07	0.04

Source : Calculs de l'OCDE.

## Graphique 1.5. Évolution et décomposition de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation

Taux de croissance en glissement trimestriel



Source : Institut brésilien de géographie et de statistique (IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) et calculs de l'OCDE.

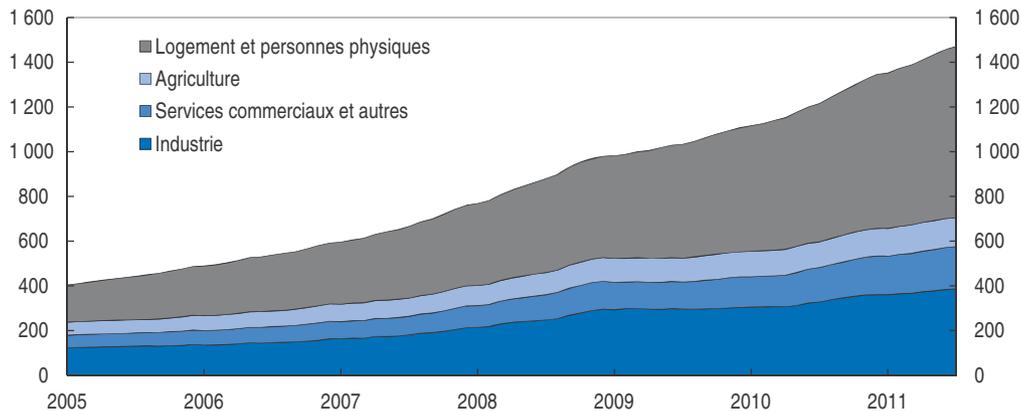
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519168>

logements sont contradictoires. Tandis que certaines grandes régions métropolitaines comme Rio de Janeiro et São Paulo ont connu un renchérissement marqué de l'immobilier d'habitation, les augmentations des coûts de construction et de la composante logement de l'indice des prix à la consommation ont été modérées jusqu'ici. Globalement, l'absence d'indice des prix des logements pour l'ensemble de l'économie rend difficile l'évaluation de la situation du secteur immobilier d'habitation.

Une croissance vigoureuse et un accès au crédit plus aisé pour la classe moyenne grandissante ont débouché sur une augmentation des crédits à la consommation et de l'endettement des ménages. En outre, le taux d'intérêt moyen sur les prêts à la consommation a bondi de 34.9 % en 2010 à 39.7 % en juillet 2011. Cette accumulation de dettes sous forme de crédits à la consommation assortis de taux d'intérêt élevés pèse lourdement sur la capacité de remboursement des emprunteurs, et remet en question la

Graphique 1.6. **Crédit privé par secteur**

En milliards BRL



Source : Institut de recherche économique appliquée (IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932519187>

capacité moyenne des ménages brésiliens à continuer d'assurer le service de leur dette. Les taux de défaillance des particuliers sont en hausse depuis le début de l'année.

### **L'intervention des autorités s'est fondée sur divers instruments**

Afin de tempérer l'activité économique et d'empêcher la formation d'une bulle du crédit et des prix des actifs, les autorités brésiliennes ont eu recours à différents instruments, modifiant les taux d'intérêt et les réserves obligatoires imposées aux banques, intervenant sur le marché des changes, et prenant des mesures de contrôle des mouvements de capitaux par le biais d'une taxe sur les entrées de capitaux.

**Les hausses de taux d'intérêt.** Après avoir relevé son taux directeur de 175 points de base au total depuis le début de 2011, la Banque centrale du Brésil l'a abaissé de 50 points de base en septembre pour le ramener à 12,0 %, dans un contexte d'incertitudes grandissantes concernant les perspectives mondiales. Des éléments empiriques indiquent que l'impact d'une modification des taux d'intérêt sur la production au Brésil n'est pas sensiblement différent de celui observé dans d'autres économies de marché émergentes (encadré 1.7). Le délai de transmission d'une variation des taux d'intérêt sur la production se révèle cependant nettement plus bref au Brésil que dans la plupart des pays du Groupe des Sept (G7). Il apparaît qu'une augmentation des taux d'intérêt modère l'inflation, quoique avec un décalage de six trimestres, mais de tels délais peuvent également être constatés dans d'autres économies de marché émergentes.

**Les réserves obligatoires des banques.** Les réserves obligatoires imposées aux banques sont de plus en plus utilisées au Brésil comme instrument de stabilisation en complément des mesures conventionnelles de politique monétaire, pour durcir son orientation et freiner l'emballement du crédit à la consommation sans encourager pour autant les entrées de capitaux à court terme. Les coefficients élevés de réserves obligatoires sont un vestige de l'ajustement macroéconomique du milieu des années 90, et constituent des instruments efficaces de gestion de la liquidité en période de tensions financières. Ils sont aujourd'hui très élevés en termes de comparaison internationale (tableau 1.7). En décembre 2010, la Banque centrale du Brésil a porté le coefficient de réserves obligatoires

### Encadré 1.7. **Canaux de transmission de la politique monétaire au Brésil et dans d'autres économies**

Dans cet encadré, nous estimons l'impact d'une hausse des taux d'intérêt au Brésil et dans certaines économies émergentes et développées, à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR) simple. Du fait de sa simplicité, cette méthode est connue pour déboucher parfois sur un paradoxe inflationniste, suivant lequel une hausse de taux d'intérêt se traduit par une augmentation de l'inflation. Elle peut toutefois fournir des informations utiles concernant l'ampleur des effets de la politique monétaire sur la croissance et les délais dans lesquels ils se concrétisent.

Le modèle VAR consiste en un système de trois équations liées les unes aux autres, dont les variables expliquées sont la croissance économique, l'inflation et les taux d'intérêt. Ce système a été estimé à partir de données trimestrielles relatives à la période 1999-2010 (ou des dernières données disponibles suivant le pays). Ces données proviennent des *Perspectives économiques de l'OCDE*, de l'Institut brésilien de géographie et de statistique (IBGE, *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística*) et de la base de données sur les Statistiques financières internationales (SFI) du Fonds monétaire international (FMI). L'application des critères d'Akaike et de Schwartz fait ressortir une structure de retards optimale de deux trimestres.

Des tests de diagnostic classiques, notamment des tests d'autocorrélation et d'hétéroscédasticité, indiquent que le modèle fonctionne relativement bien, même si, parfois, il ne satisfait pas au test de normalité.

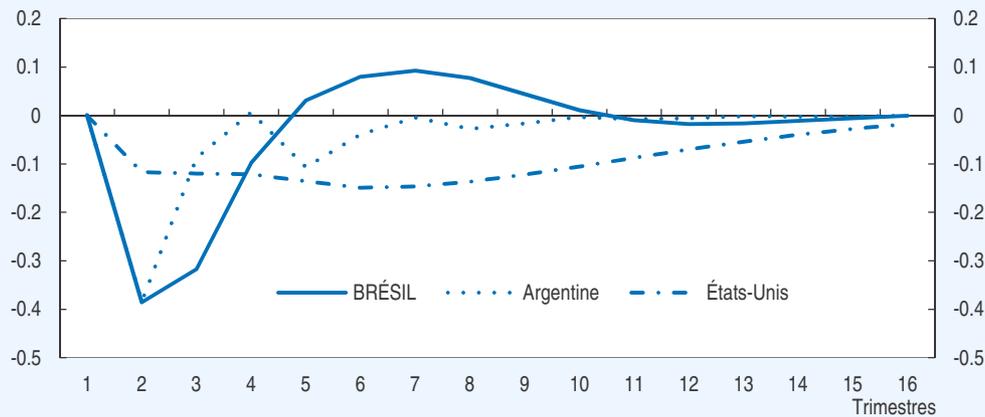
Pour résoudre le paradoxe inflationniste susmentionné, qui pourrait découler de l'ensemble limité d'informations utilisé pour cette analyse, le modèle est complété à l'aide de plusieurs variables exogènes, qui sont susceptibles d'influer sur les décisions de politique monétaire. Il s'agit des cours du pétrole, des taux de change, de la différence entre la croissance des marchés d'exportation du Brésil et la moyenne pondérée de celles des pays du Groupe des Sept (G7), et d'une variable budgétaire (la dette publique en pourcentage du PIB). L'intégration de ces variables améliore sensiblement les résultats obtenus pour le Brésil, et résout en partie le paradoxe inflationniste. Les resserrements monétaires s'avèrent exercer un effet modérateur sur l'inflation, quoique avec un certain décalage.

L'impact d'une hausse des taux d'intérêt au Brésil ne semble pas sensiblement différent de ce qui peut être observé dans d'autres pays d'Amérique latine, même si l'effet maximum constaté au Pérou et en Colombie se concrétise plus tard. La réaction de la production au Brésil se révèle notamment très similaire à celle observée en Argentine (graphique 1.7). Un autre résultat frappant est que les délais de transmission de la politique monétaire à la production sont très courts au Brésil comme dans d'autres économies de marché émergentes, en particulier par rapport à ceux constatés dans certaines économies développées (tableau 1.6). Cela concorde avec les résultats d'autres analyses publiées (comme Catao et al., 2008) et peut s'expliquer par la brièveté de la durée moyenne d'amortissement du crédit intérieur et un taux de répercussion des variations des taux de change relativement élevé. Bien que l'effet maximum de la politique monétaire sur la production soit plus fort au Brésil qu'aux États-Unis, il semble moins persistant.

Encadré 1.7. **Canaux de transmission de la politique monétaire au Brésil et dans d'autres économies (suite)**

Graphique 1.7. **Effet d'une hausse de 100 points de base du taux d'intérêt sur la croissance économique**

En points de pourcentage



Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932519206>

Tableau 1.6. **Effet d'une hausse de 100 points de base du taux directeur sur la croissance et l'inflation**

	Effet sur la croissance		Effet sur l'inflation	
	Effet maximum	Délai de transmission (en trimestres)	Effet maximum	Délai de transmission (en trimestres)
<b>Brésil</b>	<b>-0.4</b>	<b>2</b>	<b>-0.1</b>	<b>6</b>
États-Unis	-0.1	6	-0.1	2
Allemagne	-0.5	6	0.0	2
France	-0.2	7	-0.4	2
Italie	-0.7	9	-0.1	2
Royaume-Uni	-0.2	4	-0.2	2
Canada	-0.1	2	-0.3	2
Argentine	-0.4	2	-0.2	2
Pérou	-0.2	4	0.0	13
Colombie	-0.3	7	-0.2	9
Chili	-0.5	2	-0.1	2
Chine	-0.2	2	-0.1	5
Inde	-0.2	2	-0.2	2

Source : Calculs de l'OCDE.

sur les dépôts à terme de 15 % à 20 %, et elle a relevé le coefficient de réserves obligatoires additionnelles applicable aux dépôts à vue et à terme de 8 % à 12 %, pour ralentir le crédit à la consommation et empêcher la formation d'une bulle de prix des actifs. En outre, elle a révisé à la hausse le niveau d'apport personnel exigé pour les prêts aux particuliers d'une échéance supérieure ou égale à 24 mois. Les coefficients de réserves obligatoires sont particulièrement élevés pour les dépôts à vue, une fois prises en compte les réserves obligatoires additionnelles rémunérées, et demeurent importants pour les dépôts à terme

Tableau 1.7. Coefficients de réserves obligatoires par pays

En pourcentage, en 2010

Aucun	Faible	Moyen	Élevé
Australie –	Afrique du Sud 2.5	Argentine 0-20	Angola 30-100
Canada –	Colombie 0-11	Arménie 8-12	<b>BRÉSIL 4-43</b>
Danemark –	Corée 0-7	Bolivie 2-12	Koweït 10-100
Mexique –	Hongrie 2	Chili 6.6	Liban 15-25
Norvège –	Indonésie 1-7.5	Costa Rica 15	Paraguay 15-21
Nouvelle-Zélande –	Islande 0-2	États-Unis 0-10	Serbie 10-100
Royaume-Uni –	Israël 0-6	Guatemala 14.6	
Suède –	Japon 0.05-1.3	Inde 5.75	
	Pologne 0-3	Pérou 6-30	
	Rép. tchèque 2	Turquie 5-9	
	Russie 2.5	Uruguay 9-12	
	Suisse 2.5		
	Zone euro 2		

Source : Gray (2011) et Banque centrale du Brésil.

et d'épargne. Les réserves constituées sur les dépôts à vue (qui sont investies à hauteur de 40 % en titres fédéraux) et les réserves additionnelles (entièrement placées en titres fédéraux) sont rémunérées, mais à un taux inférieur au niveau du marché. Cela réduit en partie leur effet de distorsion, mais cela atténue également l'impact des modifications des coefficients de réserves obligatoires sur le crédit bancaire.

L'utilisation des réserves obligatoires aux fins de stabilisation peut présenter certains avantages lorsque des entrées massives de capitaux exposent davantage l'économie considérée au risque d'une interruption brutale de ces flux. Un relèvement des coefficients de réserves obligatoires conduit en effet les banques à augmenter leurs taux débiteurs tout en maintenant leurs taux créditeurs au même niveau, ou en les abaissant. Par contre, une hausse classique de taux d'intérêt se répercute à la fois sur les taux débiteurs et créditeurs. Les modifications des coefficients de réserves obligatoires peuvent également compléter utilement les hausses de taux d'intérêt lorsque les mécanismes traditionnels de transmission de la politique monétaire sont grippés, ou que la répercussion des variations de taux directeur sur les taux de marché ou le crédit est faible.

La Banque centrale du Brésil a récemment indiqué qu'elle recourrait à la fois à des hausses de taux d'intérêt et à des mesures macroprudentielles pour atteindre son objectif d'inflation. Cette approche est judicieuse. Si des modifications des coefficients de réserves obligatoires peuvent contribuer à limiter l'expansion du crédit, il est en effet peu probable qu'elles puissent se substituer parfaitement à un resserrement monétaire conventionnel. On sait aujourd'hui très peu de choses concernant leur impact sur l'inflation. En fait, l'efficacité de ces mesures peut être entamée par des innovations financières ou des arbitrages réglementaires, lorsque des transactions assujetties à des ratios prudentiels sont transférées à des entités non réglementées. De plus, leur portée est limitée, et elles sont sans incidence sur les risques induits par les entrées de capitaux en dehors du secteur financier, tels que les emprunts directs à l'étranger du secteur non financier, qui peuvent également avoir des répercussions sur le secteur financier (Gray, 2011). En outre, ce type de mesures risque de constituer un levier moins efficace pour influencer sur les anticipations relatives à l'orientation de l'action publique, les acteurs du marché étant sans doute plus accoutumés aux signaux envoyés par les modifications de taux d'intérêt.

**L'accumulation de réserves de change.** Les interventions des autorités monétaires ont également pris la forme d'une accumulation de réserves de change, destinée à retirer des liquidités du marché et à lisser les fluctuations du taux de change. Des données récentes laissent à penser que les réserves étaient légèrement supérieures à leur niveau d'équilibre avant la crise (Vujanovic, 2011). Depuis lors, l'accumulation de réserves a repris à un rythme rapide, de sorte que leur montant dépassait 330 milliards USD au deuxième trimestre de 2011 (soit environ 15 % du PIB de 2010). La banque centrale a complété ces interventions en procédant à une stérilisation de liquidités par le biais d'opérations de marché, afin d'empêcher qu'elles ne se répercutent sur la masse monétaire du pays. Cette politique semble particulièrement coûteuse pour le Brésil, car la différence est considérable entre ce que paye la banque centrale pour accumuler des réserves de change et ce que celles-ci lui rapportent, et l'appréciation de la monnaie est un phénomène durable, et non temporaire. Les pertes cumulées du fait des interventions ayant eu lieu depuis 2005 étaient estimées à plus de 42 milliards USD au mois d'avril 2010 (Levy Yeyati et Sturzenegger, 2010). Abstraction faite des effets de valorisation potentiels liés aux pertes et profits découlant de la constitution des réserves de change, on obtient une estimation du coût budgétaire de l'augmentation de ces réserves de 1.4 % du PIB par an, en multipliant l'écart de taux d'intérêt entre le Brésil et les États-Unis par l'augmentation des réserves de change entre décembre 2006 et avril 2011. Il faut cependant mettre en regard de ces coûts les bénéfices plus généraux de ces interventions liés à la mise en place d'un filet de sécurité.

En 2010, le Fonds souverain du Brésil (FSB, *Fundo Soberano do Brasil*) s'est vu accorder le droit d'investir dans des actifs à haut rendement à l'étranger et d'acheter des devises, afin que le pays dispose d'un instrument supplémentaire pour enrayer l'appréciation du réal. Selon les autorités, cela constituerait une politique moins coûteuse que l'accumulation de réserves de change. Comme indiqué plus haut, l'appréciation de la monnaie est sans doute en partie imputable à l'évolution des paramètres fondamentaux de l'économie, et les autorités ne devraient pas s'y opposer. Il serait donc judicieux de limiter l'action du FSB au lissage des fluctuations excessives du réal.

**La taxe sur les entrées de capitaux.** Outre le durcissement de la politique monétaire et l'accumulation de réserves de change, les autorités brésiliennes ont décidé de prendre des mesures de contrôle des mouvements de capitaux en utilisant une taxe sur les flux entrants, afin d'éviter la formation d'une bulle spéculative sur les marchés de capitaux du pays et une appréciation excessive de sa monnaie. En octobre 2010, le taux de la taxe sur les transactions financières (IOF, *Imposto sobre Operações Financeiras*) applicable aux investissements étrangers réalisés sur les marchés de capitaux a été relevé (tableau 1.8). L'IOF s'applique lors de la conversion de devises en reais liée à l'achat par des investisseurs étrangers de titres de participation ou d'emprunt sur les marchés boursiers brésiliens ou sur le marché de gré à gré, ainsi qu'à l'acquisition de parts de fonds d'investissement privés, de titres du Trésor brésilien ou d'autres valeurs à revenu fixe, mais le taux appliqué à l'investissement direct étranger (IDE) est plus bas. Toutes les sorties de capitaux du Brésil, y compris celles correspondant au versement de dividendes et au rendement du capital, restent assujetties au taux zéro. Une exception concerne les achats réalisés à l'étranger au moyen de cartes de crédit, qui sont soumis à l'IOF dont le taux a été porté de 2.4 % à 6.4 % en mars 2011. Cette mesure a été adoptée dans le cadre d'un programme de hausses d'impôts, pour compenser l'impact du relèvement du seuil de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et réduire le risque d'endettement des consommateurs.

**Tableau 1.8. Taux de la taxe sur les transactions financières (IOF)  
par type de flux de capitaux, en %**

	Mars 2008	19 octobre 2009	4 octobre 2010	18 octobre 2010	Septembre 2011
<b>Investissements de portefeuille</b>					
Valeurs à revenu fixe	1.5	2.0	4.0	6.0	6.0
Titres de participation	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Appels de marges sur produits dérivés	0.38	0.38	0.38	6.0	6.0
<b>Prêts extérieurs</b>					
À 90 jours	5.38	5.38	5.38	5.38	6.0
À 260 jours	0.38	0.0	0.0	0.0	6.0

Source : Ministère des Finances.

Depuis mars 2011, les autorités ont modifié les dispositions relatives à l'IOF à plusieurs reprises. Le taux d'imposition appliqué aux rapatriements de fonds collectés à l'étranger au moyen d'emprunts ou de ventes d'obligations internationales a été révisé à la hausse. Les autorités ont également comblé une lacune en appliquant l'IOF aux prêts renouvelés, renégociés ou transférés. L'échéance maximum des crédits étrangers assujettis à cette taxe a par ailleurs été portée de 90 jours à deux ans, et le taux de l'IOF appliqué aux nouveaux crédits à la consommation a été relevé de 1.5 % à 3 % en avril.

Les publications économiques n'offrent guère d'indications quant à l'efficacité des taxes sur les entrées de capitaux. En théorie, il pourrait être optimal pour un pays caractérisé par une probabilité de 10 % de subir une interruption soudaine des entrées de capitaux d'appliquer une taxe sur les emprunts internationaux (Jeanne et Korinek, 2010). Dans certaines circonstances, un pays pourrait également influencer sur l'évolution des cours du change par un assortiment de mesures de contrôle des mouvements de capitaux au niveau international et national (Jeanne, 2011). Toutefois, d'un point de vue empirique, les publications économiques n'apportent guère d'éléments étayant l'idée que les mesures de contrôle des mouvements de capitaux constituent un moyen efficace pour réduire le volume des flux de capitaux et les pressions qui s'exercent sur le taux de change réel (Magud et al., 2011 ; Patnaik et Shah, 2011). Même si certains effets peuvent être visibles à court terme, les mesures de contrôle tendent à perdre leur efficacité à mesure que les acteurs du marché trouvent des moyens de les contourner. Néanmoins, dans de nombreux pays, le contrôle des mouvements de capitaux semble avoir permis une modification de la composition des entrées de capitaux caractérisée par un allongement des échéances et des formes plus stables de flux financiers (au premier rang desquelles l'IDE), et offert aux autorités monétaires les marges de manœuvre nécessaires pour fixer les taux d'intérêt à des niveaux très éloignés de ceux observés à l'étranger.

À ce stade, il est difficile d'estimer précisément quel a été l'effet de l'IOF sur les entrées de capitaux au Brésil. L'excédent du compte d'opérations financières a certes diminué un peu par rapport au sommet qu'il avait atteint en septembre 2010, mais ce recul avait débuté avant l'imposition de la taxe considérée. Les entrées de capitaux ont augmenté d'octobre 2010 à mars 2011, mais elles ralentissent depuis lors. Confirmant les conclusions tirées d'expériences antérieures de contrôle des mouvements de capitaux, l'instauration de l'IOF a été suivie par une modification de la composition des flux de capitaux caractérisée par une progression des instruments ayant des échéances plus longues. Les investissements de portefeuille, en particulier en titres de participation, ont sensiblement diminué, tandis que les flux d'IDE sont demeurés globalement stables après octobre 2010,

enregistrant même un net rebond par la suite. Il est possible que certaines de ces évolutions tiennent aux tentatives de certains acteurs du marché de contourner l'IOF. Il reste à voir si cet effet de recombinaison est uniquement imputable à l'IOF et s'il perdurera.

Il est difficile de distinguer l'effet de cette taxe sur les pressions subies par le taux de change des effets induits par d'autres facteurs. Le taux de change bilatéral du réal vis-à-vis du dollar des États-Unis a diminué temporairement en novembre 2010, mais a repris son mouvement ascendant au cours des mois suivants, même si cette appréciation a été assurément beaucoup plus modeste que celle observée pour les monnaies d'autres économies de marché émergentes, comme l'Indonésie. Le réal a enregistré une dépréciation marquée en septembre 2011. Globalement, l'évolution du taux de change concorde avec la thèse selon laquelle l'appréciation du réal est en grande partie imputable à des modifications structurelles de l'économie, notamment au rôle de la position extérieure nette et de l'écart de productivité entre le Brésil et ses partenaires commerciaux, ainsi qu'à l'importance grandissante du secteur pétrolier dans l'évolution de l'économie (chapitre 4).

L'IOF peut avoir des conséquences négatives en différant l'ajustement macroéconomique nécessaire. Il a été avancé que les mesures de contrôle des entrées de capitaux pouvaient détourner l'attention des gouvernants d'autres questions centrales, telles que la vulnérabilité du système financier national (Calvo, 2011). Elles peuvent également nuire à l'efficacité de la répartition des ressources. Une coopération internationale dans le domaine des flux de capitaux, fondée sur des conclusions ayant recueilli l'adhésion des pays développés comme des économies de marché émergentes, pourrait contribuer à préserver l'ouverture des marchés de capitaux et permettre de concilier leurs avantages avec la nécessité de faire face à l'instabilité à court terme des mouvements de capitaux.

**Atténuer les risques liés aux entrées de capitaux et ralentir l'activité économique.** Pour les années à venir, le principal enjeu de l'action publique au Brésil est de tempérer l'activité économique sans attirer des flux spéculatifs, tout en ne décourageant pas les entrées de capitaux à plus long terme qui seront nécessaires pour financer l'investissement. Compte tenu de la situation macroéconomique actuelle qui prévaut au Brésil et ailleurs, et des informations limitées dont on dispose concernant l'impact des différentes politiques envisageables sur l'inflation et les entrées de capitaux, il est judicieux de s'appuyer sur divers instruments d'action. La politique actuelle de changes flexibles, qui a fait suite à l'abandon du régime de change fixe en janvier 1999, conjuguée au ciblage de l'inflation, constitue sans doute le moyen le plus sûr de réduire le risque d'interruptions brutales des entrées de capitaux. Cette politique pourrait être utilement complétée par des mesures budgétaires anticycliques supplémentaires, qui atténueraient les pressions exercées sur la demande intérieure et contribueraient à modérer des tensions inflationnistes grandissantes. L'assainissement des finances publiques devrait donc être une priorité. En outre, des instruments macroprudentiels et des taxes temporaires sur les entrées de capitaux à court terme pourraient également être utilisés. Des mesures destinées à approfondir les marchés de capitaux, qui sont évoquées dans le chapitre 2, revêtent une importance toute particulière, car elles élargissent le champ des possibilités d'investissement et améliorent la capacité de l'économie à absorber les entrées de capitaux. Les effets de ces mesures ne se feront toutefois sentir qu'à moyen terme.

L'encadré 1.8 présente un résumé des recommandations formulées à l'intention des pouvoirs publics.

### Encadré 1.8. Résumé des recommandations relatives aux politiques macroéconomiques

#### Politique budgétaire

- Continuer d'assainir les finances publiques et veiller à ce que les projets d'infrastructures et les programmes sociaux soient épargnés par les coupes budgétaires.
- Poursuivre les efforts déployés pour emporter l'adhésion des gouvernements des États fédérés nécessaire à l'adoption du train de mesures fiscales proposé et à la simplification du système d'imposition. Compenser toute baisse de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) appliquée par les États fédérés par des hausses proportionnelles de la TVA fédérale.
- À moyen terme, remplacer l'objectif de solde budgétaire primaire par un objectif de solde budgétaire global.
- Instaurer un plafond de dépenses.
- Rompre avec le recours aux recettes exceptionnelles et aux mesures de circonstance.
- Supprimer progressivement les règles de préaffectation de certaines recettes et les plafonds globaux de dépenses.
- Indiquer dans les documents budgétaires les soldes hors recettes provenant de l'exploitation des ressources naturelles et/ou examiner la sensibilité des indicateurs classiques de solde budgétaire à différents scénarios d'évolution du cours du pétrole.
- Maximiser le rendement des investissements du Fonds social en lui imposant la détention d'un portefeuille d'actifs diversifié, incluant des actifs étrangers.
- Déléguer la gestion de ce Fonds à un organisme dont la bonne gouvernance sera assurée par une définition claire et démocratique de ses objectifs.

#### Politique monétaire

- Minimiser les risques liés à l'abondance de flux de capitaux volatils, essentiellement en renforçant l'épargne publique par le biais d'un assainissement budgétaire. Si nécessaire, ces efforts pourraient être complétés par des dispositions macroprudentielles, des mesures temporaires de contrôle des mouvements de capitaux, et des initiatives destinées à approfondir les marchés de capitaux. Limiter les interventions des pouvoirs publics visant à lisser les fluctuations de la monnaie aux situations où ces variations sont excessives, et ne pas tenter d'empêcher les ajustements de taux de change correspondant à l'évolution des paramètres fondamentaux de l'économie.
- Continuer à utiliser aux fins de stabilisation les réserves obligatoires imposées aux banques en complément de l'instrument classique que constitue le taux d'intérêt.

#### Bibliographie

- Bacha, E. (2010), « Além Da Tríade: Há Como reduzir Os Juros? », *Instituto de Estudos de politica Economic – Casa das Carças, Discussion Paper*, n° 17, octobre.
- Banque mondiale (2006), *Brazil: Improving Fiscal Circumstances for Growth*, Washington, DC.
- Barbosa Filho, N. (2007), « Inflation targeting in Brazil », document non publié.
- Blundall-Wignall, A., Y.-W. Hu et J. Yermo (2008), « Sovereign Wealth and Pension Fund Issues », *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, n° 14.
- Calvo, G. (2011), « Controls on Cyclical Capital Inflows – Some Skeptical Notes », *Vox.lacea.org*, consulté le 2 mai 2011, [www.lacea.org/vox/?q=node/20](http://www.lacea.org/vox/?q=node/20).

- Catão, L. et A. Pagan (2009), « The Credit Channel and Monetary Transmission in Brazil and Chile: A Structured VAR Approach », *NCER Working Paper Series*, n° 53, mars.
- Catão, L., D. Laxton et A. Pagan (2008), « Monetary Transmission in an Emerging Targeter: The Case of Brazil », *IMF Working Paper*, n° 08/191, août.
- Charte sur les ressources naturelles (2010), novembre, consultable à l'adresse suivante : [http://naturalresourcecharter.org/sites/default/files/nrc\\_brochure\\_FRENCH-new-text-layout\\_0.pdf](http://naturalresourcecharter.org/sites/default/files/nrc_brochure_FRENCH-new-text-layout_0.pdf).
- Cline, W. et J. Williamson (2010), « Notes on Equilibrium Exchange Rates: January 2010 », *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, janvier.
- Daude, C., Á. Melguizo et A. Neut (2010), « Fiscal Policy in Latin America: Countercyclical and Sustainable at Last? », *Documents de travail du Centre de développement de l'OCDE*, n° 291.
- Debelle, G. (1997), « Inflation Targeting in Practice », *IMF Working Paper*, WP/97/35.
- Deloitte (2011), *Brazil International Tax and Business Guide*, São Paulo.
- FMI (Fonds monétaire international) (2010), *Global Financial Stability Report*, chapitre 4, avril.
- Frankel, J. (2011), « A Solution to Fiscal Procyclicality: The Structural Budget Institutions pioneered by Chile », *NBER Working Paper*, n° 16945, avril.
- Furceri, D., S. Guichard et E. Rusticelli (2011), « Medium-Term Determinants of International Investment Positions: the Role of Structural Policies », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 863.
- Gobetti, S. (2009), « Política Fiscal e Pré-Sal: Como Gerir as Rendas do Petrólio et Sustentar o Equilíbrio Macro-Fiscal do Brasil », vol. IIV, Prêmio Tesouro Nacional.
- Gray, S. (2011), « Central Bank Balances and Reserve Requirements », *IMF Working Paper*, n° 11/36.
- Gylfason, T. (2011), « Natural Resource Endowment: A Mixed Blessing? », *CESifo Working Papers*, n° 3353.
- Heeringa, W. et Y. Lindh (2001), « Dutch versus Swedish Budgetary Rules: A Comparison », document présenté au cours de l'atelier de la Banque d'Italie consacré aux règles budgétaires, organisé du 1<sup>er</sup> au 3 février à Pérouse.
- Jeanne, O. (2011), « Capital Account Policies and the réal Exchange Rate », Johns Hopkins University, document interne, février.
- Jeanne, O. et A. Korinek (2010), « Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach », *NBER Working Paper*, n° 15927, Cambridge.
- Kose, M., E. Prasad, K. Rogoff et S.-J. Wei (2009), « Financial Globalization: A Reappraisal », *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1, pp. 8-62.
- Levy Yeyati, E. et F. Sturzenegger (2010), « Leaning against the Wind: Exchange Rate Policy in Emerging Markets in the 2000s », document interne, Universidad Torcuato Di Tella, [www.voxeu.org/index.php?q=node/5579#fn6](http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5579#fn6).
- Magud, N., C. Reinhart et K. Rogoff (2011), « Capital Controls: Myth and réalité – A Portfolio Balance Approach », *NBER Working Paper*, n° 16805.
- Medas, P. et D. Zakharova (2009), « Primer on Fiscal Analysis in Oil-Producing Countries », *IMF Working Paper*, n° 56, mars.
- Ministère suédois des Finances (2010), *The Swedish Fiscal Policy Framework*, Stockholm.
- OCDE (2006), *Études économiques – Brésil*, Éditions OCDE.
- OCDE (2009), *Études économiques – Brésil*, Éditions OCDE.
- OCDE (2011), *Réformes économiques – Objectif croissance*, Éditions OCDE.
- Patnaik, I. et A. Shah (2011), « Did Indian Capital Controls Work? », document présenté au cours du séminaire du Département des affaires économiques de l'OCDE organisé en mars.
- Reisen, H. (2008), « How to spend it: Commodity and Non-Commodity Sovereign Wealth Funds », *Deutsche Bank Research*, 18 juillet.
- Schmidt-Hebbel, K. (2011), « Central Banking in Latin America: Changes, Achievements, Challenges », Lecture prepared for the fifth High-Level Seminar of the Eurosystem and Latin American Central Banks, *Bank of Spain Occasional Paper*, n° 1102.

- Sinnott, E. (2009), « Commodity Prices and Fiscal Policy in Latin America and the Caribbean », document présenté au cours d'un atelier sur le thème « *Myths and realities of Commodity Dependence: Policy Challenges and Opportunities for Latin America and the Caribbean* », organisé par la Banque mondiale les 17 et 18 septembre.
- Ter Minassian, T. (2011), « Main Challenges for Brazil's Public Finances », *CESifo Forum*, n° 1/2011, CESifo, Munich.
- Villafuerte, M., P. Lopez-Murphy et R. Ossoski (2010), « Riding the Roller Coaster: Fiscal Policies of Non Renewable Resource Exporters in Latin America and the Caribbean », *IMF Working Paper*, n° 10/251.
- Vujanovic, P. (2011), « Understanding the Recent Surge in the Accumulation of International Reserves », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 866.
- Williamson, J. (1994), « Estimates of FEERs », in J. Williamson (dir. publ.) *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Wren-Lewis, S. et R. Driver (1998), *réal Exchange Rates for the Year 2000*, Institute for International Economics, Washington.



Extrait de :  
**OECD Economic Surveys: Brazil 2011**

Accéder à cette publication :

[https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-bra-2011-en](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-bra-2011-en)

**Merci de citer ce chapitre comme suit :**

OCDE (2013), « Ajuster les politiques macroéconomiques pour entretenir la croissance », dans *OECD Economic Surveys: Brazil 2011*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-bra-2011-4-fr](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-bra-2011-4-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](mailto: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](mailto:info@copyright.com) ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).