



Brésil

Une reprise très graduelle en gestation

- Malgré la persistance de la récession économique au T3 2016, les marchés demeurent patients et semblent continuer à croire au programme de réformes du gouvernement Temer en place depuis mai 2016.
- Le renforcement du real, la désinflation et l'assouplissement de la politique monétaire devraient soutenir une reprise très graduelle de la croissance économique en 2017.
- Toutefois, l'austérité budgétaire et les réformes impopulaires, ainsi que le marché du travail dégradé, vont continuer de peser sur la consommation.

Dichotomie entre des marchés qui caracolent

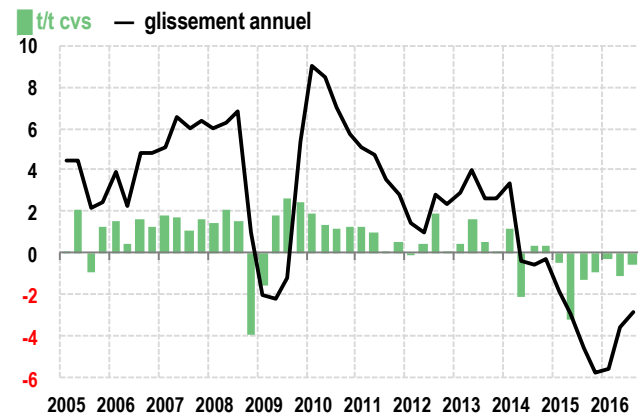
Après le grand plongeon de 2015, les marchés financiers brésiliens se sont nettement repris en 2016. Initié avec le lancement fin 2015 de la procédure de destitution à l'encontre de la présidente Dilma Rousseff, le regain de confiance des investisseurs a été conforté par le programme d'austérité budgétaire et de réformes structurelles présenté par Michel Temer, président par intérim depuis mai 2016 et intronisé officiellement en août. Parallèlement, jusqu'à l'élection de Donald Trump des facteurs externes ont aussi joué favorablement pour l'ensemble des marchés émergents, à savoir les moindres inquiétudes en provenance de Chine, le rebond des prix des matières premières et le report de la « normalisation monétaire » aux Etats-Unis.

En dépit de quelques tensions en fin d'année, suite à l'élection de Donald Trump et à de nouveaux remous politiques internes (scandales de corruption), le real a conclu 2016 sur une appréciation de 22% par rapport au dollar US sur un an. L'indice actions Ibovespa s'est adjugé 39% en monnaie locale, pendant que les rendements sur les bons du Trésor et les primes de CDS sur les obligations souveraines en devises se repliaient respectivement de 550 et 140 points de base (pb).

...et l'économie réelle toujours à la peine

Les marchés financiers sont souvent considérés comme annonciateurs de retournements du cycle conjoncturel. Mais la reprise de l'économie brésilienne se fait toujours attendre, malgré quelques signaux économiques encourageants au second trimestre 2016, tel le rebond de l'investissement et de la production industrielle. L'activité économique a en effet déçu au troisième trimestre. Le PIB a continué de se contracter de 0,8% t/t corrigé des variations saisonnières (cvs) au T3, après -0,5% au T1 et -0,4% T2, portant à sept le nombre de trimestres de récession. La rechute de l'investissement (-3,1% t/t pour la FBCF) souligne la fragilité de la confiance des entreprises et les perturbations opérationnelles toujours fortes dans des secteurs comme la construction, au cœur de l'opération Lava Jato, ou l'industrie manufacturière en proie à la faiblesse de la demande interne et externe. Le taux d'investissement

■ Croissance du PIB



Graphique 1 Source : IBGE

a reculé de près de 5 points de PIB à prix constants depuis 2013 à tout juste 18% en 2016. Les exportations, dynamiques en début d'année, ont baissé de 2,8% t/t au T3. Dans le même temps, la consommation des ménages a affiché un septième trimestre consécutif de repli à -0,6% t/t, une relativement bonne surprise compte tenu de la détérioration toujours à l'œuvre du marché du travail (taux de chômage supérieur à 12% cvs, 127 000 emplois nets cvs détruits en novembre), de la baisse du pouvoir d'achat des ménages (-6,1% en glissement annuel pour les salaires réels en octobre) et de l'atonie du crédit (cartes de crédit exceptées).

Dans un contexte d'austérité budgétaire et de défiance populaire à l'égard des réformes...

Saluée par les marchés, moins par la population brésilienne, la loi instaurant le gel en termes réels des dépenses publiques courantes a été adoptée en décembre avant la clôture de la session parlementaire. Le gouvernement a aussi présenté la première partie de son projet de réforme du code du travail, fondé sur l'accord conclu entre patronat et syndicats, et portant sur une flexibilisation du marché du travail (facilitation des contrats de travail à temps partiel et du travail à distance, dans le respect de la limite légale du temps de travail de 44 heures par semaine, etc.).

Le programme législatif pour 2017 est relativement chargé et potentiellement semé d'embûches. L'écueil le plus important pourrait être la réforme des retraites. Second pilier de la réforme budgétaire, son approbation par le congrès requerra probablement des amendements, compte tenu de la réprobation populaire, notamment sur la proposition de relever l'âge légal de départ en retraite à 65 ans (l'âge moyen est actuellement de 54 ans). Le plan de concessions et de privatisations dans les secteurs des hydrocarbures, minier, de l'eau/assainissement et des transports devrait donner lieu à deux cycles d'appels d'offre cette année. Dans



le même temps, les mauvais indicateurs d'environnement des affaires (le dernier classement « Doing business » de la Banque mondiale place le Brésil au 123^e rang sur 190 pays) ont conduit à l'élaboration d'un programme de mesures destiné à améliorer l'efficacité fiscale et à alléger la chape bureaucratique.

La formalisation de ces dispositions constituerait une base *a priori* suffisante pour permettre une consolidation des finances publiques à moyen terme. En attendant, les derniers chiffres pour novembre n'indiquent pas d'amélioration budgétaire. Le déficit primaire du secteur public consolidé a atteint près de BRL 157 mds sur douze mois, soit 2,5% du PIB contre 1,9% fin 2015. Le déficit global demeure, quant à lui, supérieur à 9% du PIB, et la dette publique a franchi le seuil de 70% du PIB.

...l'assouplissement monétaire conséquent qui se profile apparaît comme une planche de salut...

Le contexte économique toujours morose, la forte appréciation du real et la récente baisse des prix alimentaires ont accéléré la tendance désinflationniste au cours des derniers mois. La hausse sur un an de l'indice général des prix (IPCA) est ressortie à +6,3% en décembre 2016 contre +10,7% un an plus tôt, soit dans la bande de tolérance de 4,5% +/- 2 pp de la banque centrale (BCB). Contrainte jusqu'alors de maintenir des taux d'intérêt élevés (le Selic a été maintenu à 14,25% entre juillet 2015 et septembre 2016), la BCB a initié un cycle d'assouplissement monétaire en octobre. Après deux baisses de taux de 25 pb, elle a procédé à une réduction de 75 pb en janvier, supérieure aux attentes des marchés. L'autorité monétaire a par ailleurs annoncé une série de mesures destinées à favoriser le crédit bancaire (simplification des règles de réserves obligatoires, amélioration du bureau du crédit, stimulation du crédit immobilier et meilleur encadrement de l'usage des cartes de crédit).

Les anticipations d'inflation pour 2017 et 2018 sont désormais bien ancrées autour de la cible de 4,5%. Le communiqué de la banque centrale laisse penser que la baisse des taux est loin d'être achevée et que le rythme pourrait demeurer soutenu dans les prochains mois. D'autant plus que l'avancée des réformes budgétaires et structurelles éloigne le risque de *fiscal dominance*, qui faisait craindre, il y a un an, que la banque centrale dût renoncer à son objectif d'inflation pour éviter un ajustement budgétaire trop brutal. Depuis le 11 janvier, date de la dernière réunion de politique monétaire, les rendements sur les bons du Trésor ont de nouveau reculé (-30 pb à 10,9% sur les obligations à 5 ans), tout comme les primes de risque sur les obligations souveraines en devises.

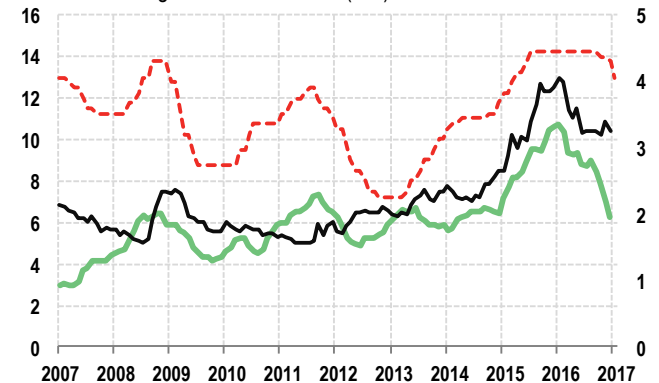
La hausse des taux d'intérêt américains et celle du dollar ne devraient pas enrayer la tendance à l'appréciation nominale du real. Malgré la baisse des taux d'intérêt domestiques, la bonne tenue du déficit courant et le dynamisme des flux de capitaux devraient permettre de maintenir une dynamique positive.

... pour soutenir une reprise économique graduelle en 2017

L'acquis de croissance pour 2016 s'établit à -3,5% sur les trois premiers trimestres de l'année. Les indicateurs mensuels et avancés (production industrielle, ventes au détail, enquêtes PMI auprès des responsables des achats, indicateurs de confiance des entreprises et

Inflation, taux d'intérêt et taux de change

— Taux d'intérêt (Selic, % annuel) — Taux d'inflation annuelle (IPCA) — Taux de change nominal USD/BRL (é.d.)



Graphique 2 Sources : BCB, IBGE

des ménages, marché du travail, crédit) ne présagent pas d'une reprise de l'activité au T4 2016, voire sur les tout premiers mois de 2017. Nous avons donc revu nos prévisions de croissance pour 2016 et 2017 à la baisse, à respectivement -3,7% et 1%, contre -3% et 2% précédemment.

La reprise économique devrait être soutenue par la poursuite de l'assouplissement monétaire duquel on espère une relance progressive des dépenses d'investissement des entreprises, même si l'amélioration des indicateurs de confiance demeure fragile. Bien que le processus désinflationniste et la baisse des taux d'intérêt devraient redonner un peu de pouvoir d'achat aux ménages, les mauvaises perspectives sur le front de l'emploi, au moins jusque mi-2017, et le désendettement des ménages devraient contraindre la reprise de la consommation privée. Celle-ci ne devrait progresser que très modestement cette année. Dans l'hypothèse d'une reprise de l'investissement, l'accélération des importations ne devrait pas permettre une contribution positive du secteur exportateur net à la croissance du PIB, malgré une très bonne campagne agricole attendue. Les secteurs secondaire et tertiaire devraient demeurer à la peine cette année.