

## BRÉSIL

17

## DIFFICILE DOSAGE DU POLICY MIX

L'activité économique a bien résisté au premier semestre mais le ralentissement de la croissance du PIB devrait s'intensifier au cours de la deuxième moitié de l'année. Le rétablissement du marché du travail se poursuit avec un repli du chômage au prix d'une baisse de la productivité. L'inflation, qui connaît une progression à deux chiffres depuis neuf mois, se diffuse à l'ensemble de l'économie. La politique monétaire est contrainte par l'annonce de nouveaux soutiens budgétaires, et l'affaiblissement de la principale règle budgétaire pourrait peser sur les primes de risques et les anticipations d'inflation. L'engouement qui avait prévalu début 2022 pour les actifs brésiliens montre des signes d'essoufflement.

## RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ AU PREMIER SEMESTRE

L'activité économique au T1 2022 a mieux résisté qu'attendu au variant Omicron et à la baisse de la confiance. Le PIB réel a progressé de +1% t/t et +1,7% en g.a. Du côté de l'offre, la croissance a été tirée par les services. En revanche, l'agriculture et l'élevage ont connu une baisse d'activité due en grande partie au repli de la production de soja et de riz. La production dans l'industrie a quasi-stagné : les bonnes surprises émanant des secteurs manufacturier et de la construction – pourtant en proie à des problèmes d'approvisionnement et à la remontée des taux d'intérêt – ont été contrecarrées par le repli de la production dans le secteur minier (troisième trimestre consécutif de baisse). Du côté des dépenses, c'est la demande extérieure et la consommation des ménages qui ont soutenu la croissance. En revanche, l'investissement a lourdement chuté.

Les chiffres d'activité disponibles au T2 sont plutôt bien orientés (expansion en avril et mai de l'indice PMI composite, reprise de la production de véhicules en mai, redressement de la confiance des entreprises, progression de la production industrielle en mai, bonne tenue de la balance commerciale). La progression des indicateurs d'activité est en ligne avec l'évolution positive du marché du travail. En effet, d'importantes créations d'emplois dans la construction et les services ont permis au chômage de baisser sous la barre des 10% (un plus bas depuis janvier 2016). La dynamique favorable sur le marché du travail depuis le début de l'année s'accompagne toutefois d'une baisse temporaire de la productivité du travail (la valeur ajoutée a moins augmenté que l'ajout de nouveaux travailleurs à l'économie). Selon Bradesco, la bonne tenue du marché du travail pourrait s'expliquer par le fait que les entreprises profitent des plus grandes facilités d'embauche (conséquence de la réforme du travail de 2016) et de la baisse, depuis la pandémie, des coûts du travail unitaires en termes réels pour allouer plus de travailleurs que d'équipements à la production.

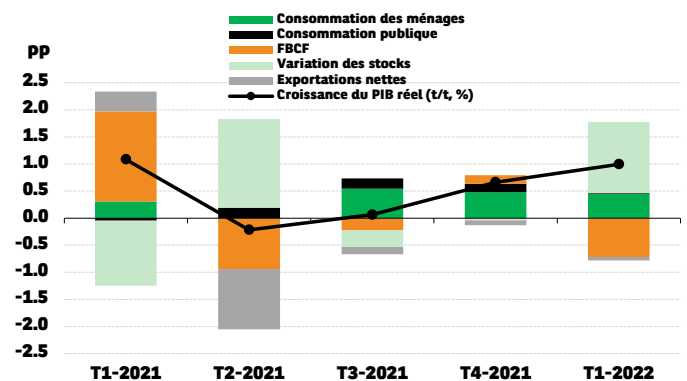
Une décélération de l'activité économique est à prévoir au S2 (effets retardés de la politique monétaire, ralentissement de l'activité mondiale, dégradation des termes de l'échange malgré le niveau élevé des cours des matières premières agricoles). La remontée des cas de Covid-19, les risques de pénurie de gazole (liés à des problèmes de stocks au niveau mondial) pourraient aussi peser sur l'activité et la confiance des ménages, déjà ébranlées par la baisse du pouvoir d'achat et l'effritement de l'épargne de précaution. Cependant, ces facteurs négatifs seront contrebalancés par la reconstitution

	PRÉVISIONS				
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	1,2	-3,9	4,6	1,5	0,0
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	3,7	3,2	8,3	11	7,0
Solde budgétaire, % du PIB	-5,8	-13,2	-4,4	7,0	-7,6
Dette publique, % du PIB	74	88	82	80	82
Solde courant, % du PIB	-3,5	-1,7	-1,8	0,4	-0,8
Dette externe, % du PIB	37	45	43	40	38
Réserves de change, mds USD	357	356	362	356	350
Réserves de change, en mois d'imports	16	19	16	15	15

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## BRÉSIL : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE TRIMESTRIELLE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IBGE, BNP PARIBAS

des stocks dans l'industrie et les efforts de relance du gouvernement par le biais de transferts de revenus et de réductions d'impôts.

## INFLATION : LE POLICY MIX À L'ÉPREUVE

L'inflation, malgré un léger repli, reste élevée (11,7% en g.a en mai) et continue de se généraliser. La détente, observée depuis début juin, du prix de certaines matières premières et les réductions d'impôts annoncées récemment par le gouvernement pourraient agir favorablement sur les composantes



les plus volatiles des prix à court terme<sup>1</sup>. Toutefois, le processus de désinflation devrait être lent. Il est contraint par i/ les effets de diffusion à l'ensemble des secteurs (72% des articles du panier de consommation à l'exclusion des biens alimentaires ont vu leur prix augmenter en mai, notamment dans les services), ii/ des pratiques d'indexation généralisée, et iii/ de la hausse des pressions salariales dans le secteur privé.

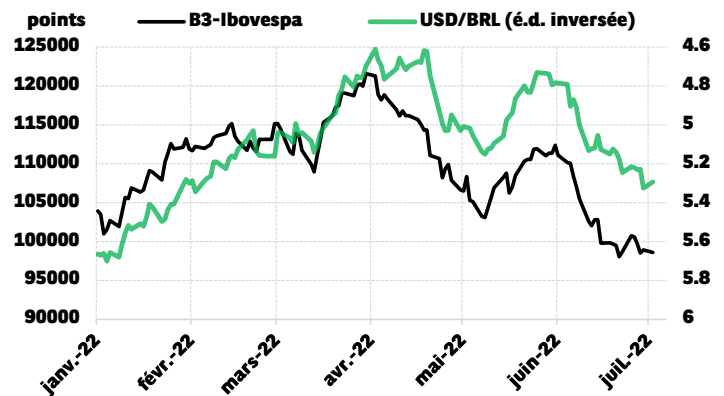
À environ trois mois de l'échéance électorale, les autorités s'inquiètent de la montée de l'insécurité alimentaire et des tensions sociales. Les augmentations de salaires limitées au sein de la fonction publique<sup>2</sup> ont conduit à des grèves (y compris au sein de la banque centrale qui a interrompu les publications de données et autres rapports il y a plusieurs mois). Des mesures de soutien (non ciblées) ont été déployées depuis le début de l'année. En mars, des assouplissements réglementaires devaient permettre d'injecter BRL 150 mds (1,7% du PIB) dans l'économie pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages (e.g. autorisation de retraits anticipés des comptes FGTS – fonds liés aux indemnités de licenciement, paiement anticipé de certaines prestations de retraites, etc.). Le gouvernement a ensuite annoncé une baisse d'impôts liés à la production (notamment pour limiter la hausse du prix des intrants dans l'agriculture) et proposé des réductions d'impôts sur le carburant, l'électricité et les télécommunications<sup>3</sup> (dont le coût est estimé à BRL 17 mds, environ 0,2% du PIB).

Par ailleurs, les autorités ont proposé, fin juin, des mesures plus ciblées pour un coût d'environ BRL 40 mds (0,45% du PIB) : i/ élargir la liste de bénéficiaires du programme *Auxilio Brasil* (ancien *Bolsa Família*) d'environ 1,6 million de personnes et accroître de 50% les transferts mensuels (à hauteur de BRL 600 par mois), ii/ permettre aux personnes âgées de bénéficier de la gratuité des transports, et iii/ revaloriser une nouvelle fois l'aide aux chauffeurs routiers<sup>4</sup>. Le coût de l'opération devrait toutefois enfler davantage – le Congrès ayant proposé des transferts supplémentaires pour les taxis et les petits agriculteurs. L'opération serait financée par les recettes de privatisation liées à la vente d'Électrobras ainsi que le versement de dividendes par Petrobras.

Le gouvernement a dû déposer un amendement constitutionnel (motivé par un « état d'urgence ») pour que ces nouvelles dépenses ne soient pas comptabilisées dans le plafond des dépenses. Les autorités encourent le risque que la multiplication de mesures fiscales (pour certaines, permanentes) ou l'assouplissement du cadre budgétaire (e.g. révision des règles de calcul du plafond des dépenses fin 2021 et dépôt du récent amendement constitutionnel pour contourner la règle budgétaire) n'entraînent une remontée trop importante des taux long réels (ces derniers sont déjà près de deux fois supérieurs à ce qu'ils étaient au lendemain de la réforme des retraites, fin 2019).

Le soutien budgétaire représente un casse-tête pour la banque centrale (BCB), laquelle vient d'engager un ralentissement de son rythme de resserrement monétaire. À la mi-juin, la BCB a remonté son taux directeur (Selic) de 50 points de base (pb) à

## BRÉSIL : USD/BRL ET MARCHÉ BOURSIER



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MACROBOND

13,25% (soit la 11<sup>e</sup> hausse consécutive depuis mars 2021) et le durcissement devrait se poursuivre. Le contexte inflationniste pourrait contraindre la BCB à maintenir son taux directeur à un niveau élevé tant que les anticipations d'inflation ne convergeront pas vers la cible à horizon 2024 (3%).

## VENT PLUS FRAIS SUR LES MARCHÉS

Les conséquences du durcissement monétaire aux États-Unis n'ont pas épargné le Brésil. Malgré l'attractivité relative de la place brésilienne (décote du marché actions, attractivité des opérations de portage, sous-évaluation du BRL, baisse relative du risque souverain, faible déficit courant), le pays a été sujet, comme beaucoup d'autres pays émergents, à des retraits de capitaux depuis avril. Début juillet, les cours boursiers sont revenus en deça de leur niveau de début d'année (-5%). Dans un contexte de montée de l'aversion au risque, les investisseurs locaux se sont rabattus sur d'autres classes d'actifs moins risquées et plus attractives du fait de la remontée des taux (e.g. obligations locales). Le real (qui avait surperformé ses pairs émergents avec des gains de près de 23% depuis le début de l'année) s'est affaibli depuis fin avril. Les marchés semblent peu préoccupés pour l'instant par les élections générales d'octobre prochain. En revanche, le mois d'août devrait représenter un tournant important dans le cycle électoral (début des débats télévisés, recours aux publicités télévisées, circulation des programmes électoraux). À ce titre, les actifs brésiliens devraient refléter de plus près la gestion anticipée des finances publiques au cours du prochain mandat.

Achévé de rédiger le 6 juillet 2022

Salim HAMDAD

[salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> D'après des estimations du secteur privé, les réductions d'impôts du gouvernement pourraient faire baisser l'inflation de 200 pb d'ici la fin de 2022. Toutefois, à mesure que ces réductions viendront à expirer en 2023, elles devraient avoir un effet inverse sur l'évolution des prix.

<sup>2</sup> La loi interdit au gouvernement d'accorder des augmentations de salaires plus élevées que l'inflation en année électorale.

<sup>3</sup> Suspension jusqu'à la fin de l'année des impôts fédéraux (PIS, Cofins, Cide) sur l'essence et l'éthanol. L'Etat fédéral rembourserait aux États le manque à gagner associé au plafonnement du taux d'impôt sur la valeur ajoutée (l'ICMS normalement à la discrétion des États) liée aux produits et services dits essentiels comme le gaz pour cuisiner, le gazole ou les transports.

<sup>4</sup> À hauteur de BRL 1000 par mois (750 000 chauffeurs routiers bénéficiaient déjà depuis octobre 2021 d'une aide d'une valeur de BRL 400 sachant que depuis la grève nationale des routiers en 2018, le prix du gazole a plus que doublé).



## D'UNE CRISE POLITIQUE À L'AUTRE

Le PIB péruvien a retrouvé son niveau d'avant crise, grâce au fort sursaut d'activité enregistré en 2021. Mais les capacités de rebond sont limitées et les perspectives de croissance à court et moyen terme sont modérées. D'une part, les pressions inflationnistes pèsent sur la consommation et la désorganisation des chaînes de valeur entrave le secteur exportateur. D'autre part, la longue crise politique freine les perspectives d'investissement. Par ailleurs, les finances publiques se sont dégradées au cours des deux dernières années. Plus que le niveau de la dette, encore modéré, c'est la composition qui inquiète car elle rend le pays plus vulnérable au changement de sentiment des investisseurs.

## NET RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

Après un rebond de plus de 13% en 2021, un des taux de croissance les plus élevés de la région, l'activité économique devrait très nettement ralentir en 2022 et 2023, autour de 3% en moyenne. Le retrait progressif des mesures de soutien liées à la pandémie (monétaires et fiscales), les pressions inflationnistes et les mouvements sociaux pèseront sur la demande interne. Dans le même temps, le ralentissement de la demande mondiale, la dégradation des termes de l'échange (principalement à cause des chocs géopolitiques), les ruptures d'approvisionnement et les dérèglements des chaînes de valeur freinent les exportations.

Parallèlement, les pressions inflationnistes se sont intensifiées depuis la mi-2021 et ont nettement accéléré depuis le début de l'année 2022 (à 8,8% en g.a. en mai). Bien que les liens commerciaux avec l'Ukraine et la Russie soient très limités, les conséquences de la guerre sur les prix des matières premières sont significatives sur l'augmentation des prix au Pérou. La banque centrale a réagi rapidement. Elle a augmenté son taux directeur de 525 points de base depuis le mois de juillet 2021 (à 5,5% en fin juin 2022). Les pressions inflationnistes devraient perdurer au cours des prochains mois : la désorganisation des chaînes de valeur continuera, au moins à court terme, à exercer des pressions sur les prix, et surtout, les prix des matières premières devraient rester durablement élevés. En moyenne, l'inflation devrait atteindre 7% en 2022 et nous anticipons de nouvelles hausses de taux à court terme.

## FAIBLESSES STRUCTURELLES

L'activité a retrouvé son niveau de décembre 2019 (soit avant le début de l'épidémie de Covid-19) mais peine à le dépasser (graphique 1).

La capacité de rebond est effectivement limitée. Les faiblesses structurelles du pays en termes de gouvernance se sont progressivement accentuées au cours du précédent mandat (2016-2021), comme l'ont illustré la défiance du Parlement vis-à-vis du gouvernement et la multiplication du nombre de scandales de corruption. Au cours de ce mandat, quatre présidents (trois en novembre 2020), deux parlements et un grand nombre de gouvernements se sont succédés. Le nombre de réformes économiques et sociales mises en place par le gouvernement a nettement diminué (en comparaison à la décennie précédente). Par ailleurs, la croissance du PIB (à peine 3% par an en moyenne entre 2015 et 2019 contre 5% entre 2011 et 2015) et de l'investissement (dont la part dans le PIB s'est réduite 21% du PIB en 2016-2019 contre 24,3% du PIB en 2011-2015) ont nettement ralenti.

En outre, le soutien massif des autorités, dès le début de la pandémie, n'a pas suffi à empêcher la dégradation de plusieurs indicateurs sociaux (le taux de pauvreté par exemple) et ceux du marché de l'emploi. D'après le FMI, les confinements très stricts imposés par les autorités

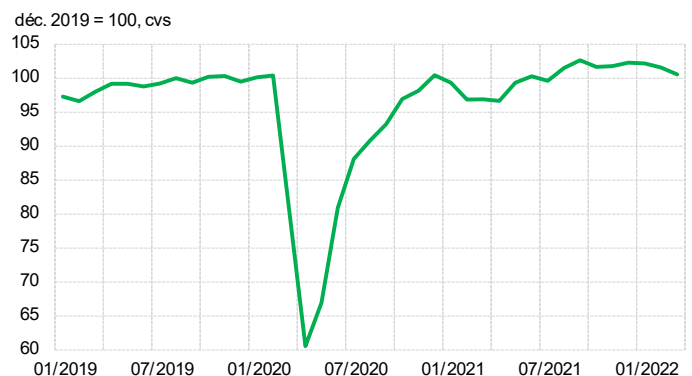
	PRÉVISIONS				
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	2,2	-12,0	13,3	3,2	2,9
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	2,1	1,8	4,0	7,0	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-8,3	-2,8	-2,6	-2,6
Dette publique, % du PIB	26,8	35,4	36,1	35,8	35,4
Balance courante, % du PIB	-1,5	0,7	-2,8	-1,3	-1,3
Dette externe, % du PIB	34,7	44,7	41,2	42,4	41,7
Réserves de change, mds USD	68,4	71,5	76,6	81,8	82,9
Réserves de change, en mois d'imports	19,4	25,1	16,2	15,6	15,8

E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

## PÉROU : INDICE MENSUEL D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE CENTRALE, BNP PARIBAS

(et les fermetures prolongées des écoles) auront des effets négatifs sur l'accumulation du capital humain, et donc sur la croissance potentielle. Le FMI estime à présent que la croissance potentielle péruvienne se situe autour de 3%, alors qu'elle était légèrement supérieure à 3,5% avant la crise.