

Brèves économiques et financières du Brésil

Semaine du 9 au 15 octobre 2020

Résumé :

- Les indicateurs avancés d'activité continuent de progresser au T3, bien qu'à un rythme plus lent depuis juillet.
- L'inflation mensuelle (IPCA) est la plus forte pour un mois de septembre depuis 2003, sous la pression des prix des produits alimentaires.
- Focus : la valeur du real est-elle sous-évaluée par le marché ou le risque de dérapage budgétaire est-il sous-estimé par les modèles de prévision du taux change ?
- Graphique de la semaine : taux de change et risque souverain au Brésil.
- Evolution des marchés du 9 au 15 octobre 2020.

Les indicateurs avancés d'activité continuent de progresser au T3, bien qu'à un rythme plus lent depuis juillet

La publication de plusieurs indicateurs avancés d'activité suggère que la reprise initiée en mai se poursuit en août, bien qu'à un rythme plus lent. **L'indice IBC-Br de la Banque Centrale du Brésil (BCB)**, principal indicateur avancé du PIB, **a augmenté de +1,06% m.m.** corrigé des variations saisonnières (c.v.s) **en août, en dessous des attentes** (qui tablaient sur +1,7%, selon le sondage de Valor Data). La révision de la série c.v.s par la BCB montre **que, après les fortes chutes en mars et avril (-15% cumulé), le pic de la reprise a eu lieu en juin (+5,3%)** pour décélérer en juillet (+3,7%) puis en août. En dépit de la récupération, l'indice IBC-Br est 3,7% plus faible qu'en début d'année.

Le volume des services a également progressé en août (+2,9% m.m. c.v.s). Il s'accroît pour le troisième mois consécutif (+5,3% en juin, + 2,6% en juillet, après une baisse cumulée de 20% les quatre mois précédents), mais il reste encore inférieur de 9% au volume de début 2020. La reprise du secteur, qui a un certain retard en comparaison à l'industrie et aux ventes de détail, est encore résiliente et **témoigne de la levée progressive des mesures de confinement et de restriction à la mobilité.** Le mois d'août a ainsi été marqué par la forte hausse des services à domicile (+33%) et les transports (+4%), tandis que les services d'information et communication reculent (-1,4%).

L'inflation mensuelle (IPCA) est la plus forte pour un mois de septembre depuis 2003, sous la pression des prix des produits alimentaires

D'après les chiffres publiés par l'IBGE,¹ **la croissance de l'indice de prix à la consommation large (IPCA, qui est le principal indice de référence d'inflation « apparente ») a été de +0,64% m.m en septembre** (contre +0,24% m.m. en août). L'IPCA réalisé dépasse ainsi les anticipations du marché pour le mois (+0,54%). Il s'agit de l'inflation mensuelle la plus élevée pour un mois de septembre depuis 2003.

En variation mensuelle, par segment, les aliments et les boissons enregistrent l'accélération la plus marquée (+2,28% m.m, pour un 12^{ème} mois consécutif de hausse) et également la plus forte

¹ En raison de la pandémie de Covid-19, la méthodologie de collecte des prix pour le calcul de l'IPCA a changé : l'IBGE a remplacé depuis le 18 mars son enquête présentielle habituelle par une collecte des prix à distance (via téléphone, mail ou internet).

contribution à l'IPCA global (+0,46 p.p). Les groupes d'aliments dont les prix ont le plus progressé dans le mois sont ceux consommés à domicile : notamment les huiles et le soja (+27,5%), le riz (+18%) ou les viandes (+4,5%). Plusieurs facteurs gouvernent cette dynamique haussière de l'inflation des produits alimentaires : la **hausse de revenu des ménages induite par les programmes de soutien du gouvernement, la reprise de la demande externe** (notamment en provenance de Chine), et des épisodes de pénurie d'offre ponctuels dus à des problèmes d'approvisionnement. Dans d'autres groupes ayant montré des hausses mensuelles significatives, comme les articles pour la maison (+1%, dont les appareils électroniques et les meubles), les transports (+7%) et les vêtements (+0,37%), les facteurs à l'œuvre ont trait au **renchérissement des intrants importés, dû à la dépréciation du real** ou à la hausse des prix des carburants (+1,94%).

Sur les douze derniers mois, la progression de l'IPCA en septembre atteint +3,14% (contre +2,44% en août), ce qui représente une **accélération par rapport à septembre 2019** (+2,89%). Cette progression de l'inflation « apparente » a également trait à la hausse cumulée des prix alimentaires sur 2020, notamment les huiles et le soja (+51,3%) et le riz (+40,7%). **L'inflation « sous-jacente »** (qui, à la différence de l'inflation « apparente » exclut du panier de consommation les produits dont les prix sont plus volatiles, comme l'énergie et les aliments) **reste quant à elle modérée à 2,15%**.

Avec le retrait progressif des programmes de soutien à la demande et le taux d'utilisation de la capacité installée revenu au niveau pre-pandémie mais toujours assez faible (75%), les opérateurs de marché s'attendent à ce que l'accélération de prix s'essouffle au T4. Le taux d'inflation anticipé par le marché pour 2020 (+2,47%), bien qu'en hausse depuis quelques semaines, est toujours à un niveau inférieur à la cible centrale de politique monétaire pour 2020 (4% +-1,5 p.p). **Les anticipations de croissance de l'IPCA restent bien ancrées** et pointent vers 3% pour 2021. Le marché ne perçoit de risque haussier significatif qu'en cas de trajectoire non maîtrisée des finances publiques, entraînant la poursuite de la dépréciation du real et l'accélération de l'inflation importée.

Focus : la valeur du real est-elle sous-évaluée par le marché, ou le risque de dérapage budgétaire est-il sous-estimé par les modèles de prévision du taux change?

Le real s'est déprécié depuis le début de l'année de 40% par rapport au dollar et de 46% par rapport à l'euro. Le taux de change est respectivement passé de 4 BRL/USD et 4,5 BRL/EUR à la fin 2019 à presque 5,6 BRL/USD et 6,6 BRL/EUR mi-octobre. Si cette évolution s'inscrit dans la dynamique des autres grands pays de la région (Mexique, Argentine, Colombie), le real a perdu plus de valeur que la plupart des autres devises émergentes en 2020. **La forte dépréciation réalisée ainsi que le taux de change anticipé par rapport aux devises de référence ont des implications particulièrement importantes** non seulement pour la fixation des prix des opérations des importateurs et des exportateurs au Brésil, mais aussi pour les entités du gouvernement, les intermédiaires financiers et les entreprises non financières dont les bilans présentent des gaps en devises entre l'actif et le passif, voire pour les consommateurs qui doivent faire face à l'inflation importée.

Or, les taux de change flottants, même ceux dont le cours est éventuellement lissé par les interventions de la Banque centrale, comme c'est le cas au Brésil, sont déterminés par un grand nombre de variables, aussi bien observées qu'anticipées. La diversité des facteurs qui gouvernent le cours du real et sa volatilité rend difficile d'en établir le poids des différents déterminants, et encore plus de le prédire à court terme.

La dépréciation du réal observée en 2020 apparaît excessive d'après certains modèles de prévision de court terme basés sur les fondamentaux économiques du Brésil.

Sur le plan global, depuis le début de la pandémie Covid-19 en mars, le Brésil subit la **hausse de l'aversion au risque des investisseurs internationaux**, qui ont réalloué des fonds vers les valeurs « refuge » (actifs en dollars ou en euros, or, etc.). Outre ce facteur systématique, les **principaux fondamentaux économiques du real** combinent des facteurs externes et domestiques au Brésil :

- **Sur la sphère réelle, les termes de l'échange du Brésil (rapport des prix des exports aux prix des imports) ont eu tendance à s'améliorer**, avec la hausse soutenue depuis avril des prix des commodités (tirée en partie par la reprise de la demande chinoise). Dans le sillage de la hausse des exportations en valeur et du choc négatif de la demande interne sur les imports, l'excédent commercial brésilien de janvier à août 2020 a été 12% plus élevé que le solde sur la même période de 2019. L'offre de devises que cela représente sur le marché brésilien contribue à pallier la dépréciation du real.
- **Sur la sphère financière, le différentiel historiquement bas entre le taux d'intérêt de court terme des actifs en reais et celui des actifs en dollars ou en euros** réduit l'intérêt des investisseurs étrangers pour le Brésil, tandis qu'il incite les entreprises brésiliennes à se désendetter en devises et tirer leurs ressources sur le marché de capitaux domestique (devenu relativement moins cher). Ceci s'est notamment reflété dans une entrée brute de flux de capitaux de court terme très négative sur 12 mois au Brésil (4,6% du PIB). La vente d'actifs en reais/demande de devises de ces agents, exerce une forte pression à la dépréciation sur la monnaie brésilienne. Si la pression à la dépréciation a été moins forte par rapport au dollar qu'à l'euro au S2 2020 (cf. graphique infra) c'est dû à l'affaiblissement de la devise américaine à partir de mai, dans le sillage des politiques exceptionnelles d'assouplissement monétaire et de soutien budgétaire mises en place aux Etats-Unis.
- **Lié à la trajectoire budgétaire, le risque souverain, qui était en recul depuis l'approbation de la réforme des retraites au T3 2019, est monté en flèche en mars 2020 et redescendu depuis. Or il reste élevé**, en lien non seulement avec l'aversion au risque globale mais aussi avec les craintes sur la soutenabilité des finances publiques au Brésil (après le soutien budgétaire exceptionnel en 2020, le gouvernement prévoit un retour aux surplus primaires seulement en 2026). L'indice de risque souverain EMBI+, dont la progression est traditionnellement corrélée à la dépréciation du cours BRL/USD (cf. graphique infra), est actuellement environ 100 p.b supérieur à celui de janvier.²

Certains modèles de prévision du taux de change à court terme à partir de la contribution passée des facteurs cités estiment que la valeur du real par rapport au dollar devrait être supérieure à celle observée aujourd'hui, étant donné les fondamentaux du Brésil.³ Ainsi, soit le marché est en train de sous-évaluer le real, soit les modèles de prévision sous-estiment l'importance accordée par le marché au risque de dérapage des finances publiques. Dans le dernier cas, **une hypothèse peut expliquer la valeur observée du real plus faible que celle prédite par les modèles : parmi les fondamentaux déterminant le taux de change du real, la trajectoire budgétaire et le risque souverain auraient bien plus de poids que les termes de l'échange et le solde commercial du Brésil.**

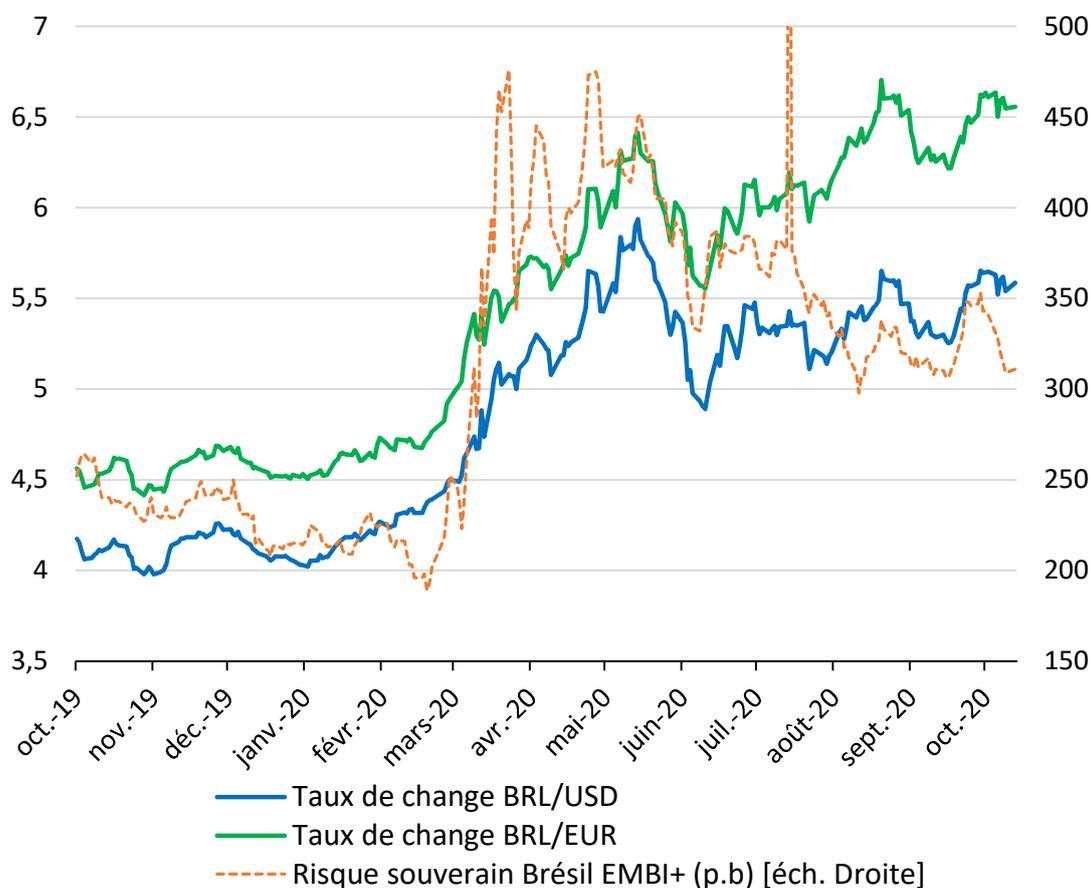
Dans le futur proche, le cours du real peut sur-réagir à des événements politiques, mais les autorités monétaires sont bien parées pour contrer les pressions à la dépréciation d'ici la fin de l'année. Le contexte d'incertitude politique au Brésil et aux Etats-Unis tend à rendre le cours BRL/USD plus volatil. Cependant la Banque centrale du Brésil (BCB) apparaît bien armée pour lisser les fluctuations excessives. Si elle a vendu presque 15% des réserves internationales depuis juillet 2019, le niveau de celles-ci (environ 350 Mds USD et 21% du PIB) couvre 56% de la dette externe et est jugé suffisant pour contrer les pressions à la dépréciation à court terme. Qui, plus est, la BCB continue de prendre sur le marché de swaps des positions à terme longues en BRL et courtes en USD (habituelles depuis 2012) pour signaler aux participants son pari sur l'appréciation du real et soutenir le cours de la devise. **Les opérateurs de marché anticipent ainsi une certaine appréciation du real vis-à-vis le dollar, de 5,6 BRL/USD actuellement à 5,3 BRL/USD d'ici fin 2020 puis à 5,1 BRL/USD d'ici fin 2021.**⁴

² Le niveau actuel de l'indice EMBI + au Brésil, d'un peu plus de 300 points de base (p.b) signale grosso modo que, si le rendement sur un portefeuille représentatif de titres obligataires du gouvernement des Etats-Unis est par exemple de 0,5% annuel, l'équivalent pour un portefeuille de titres du gouvernement du Brésil de maturité équivalente et libellés en dollars est de 3,5% annuel. La différence est la prime de risque souverain exigée par les investisseurs internationaux.

³ Certains modèles estiment cette sous-évaluation à 28%. Voir Pires, T. et d'Atri, F. « Cenário de dólar fraco deve se materializar de forma heterogênea entre as economias da América Latina », Note Bradesco 9 septembre 2020.

⁴ <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/09102020>

Graphique de la semaine : taux de change et risque souverain au Brésil



Source : BCB et JP Morgan

Evolution des marchés du 9 au 15 octobre 2020

Indicateurs ⁵	Variation Semaine	Variation Cumulée sur l'année	Niveau
Bourse (Ibovespa)	+2,1%	-17,0%	98 468
Risque-pays (EMBI+ Br)	-19pt	+91pt	309
Taux de change R\$/USD	-0,3%	+39,6%	5,61
Taux de change R\$/€	-0,5%	+45,6%	6,57


**MINISTÈRE
 DE L'ÉCONOMIE,
 DES FINANCES
 ET DE LA RELANCE**

*Liberté
 Égalité
 Fraternité*

Auteur : Service Économique Régional de Brasília

Directeur de la publication : Sébastien Andrieux (sebastien.andrieux@dgtrésor.gov.br)

Copyright : Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse du Service Économique de Brasília (adresser les demandes à julio.amos-tallada@dgtrésor.gov.br)

Clause de non-responsabilité : Le Service économique s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, il ne peut en aucun cas être tenu responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication

Abonnement par email : tristan.gantois@dgtrésor.gov.fr

Merci d'indiquer votre nom, prénom, activité/entreprise, fonction, coordonnées téléphoniques et mail.

⁵ Données du jeudi à 12h localement. Sources : Ipeadata, Bloomberg.