



Résumé :

- Le Congrès approuve l'amendement constitutionnel visant à renforcer le respect des règles budgétaires et permettant le renouvellement de l'aide d'urgence.
- La croissance de la production industrielle est toujours plus faible et dispersée.
- L'OCDE révisé à la hausse ses prévisions de croissance mondiales et brésiliennes.
- L'augmentation de l'inflation sur 12 mois et les prévisions d'inflation du marché pourraient inciter la BCB à augmenter son taux d'intérêt directeur dès sa prochaine réunion.
- Depuis le 22 février, les événements politiques au Brésil ont contribué à une dépréciation du réal de 5,3%.
- Graphiques de la semaine : évolution du taux de changes des principales devises émergentes par rapport au dollar en 2020 et au début de 2021.
- Evolution des marchés du 5 au 11 mars 2021.

Le Congrès approuve l'amendement constitutionnel visant à renforcer le respect des règles budgétaires et permettant le renouvellement de l'aide d'urgence.

Après un vote favorable du Sénat la semaine dernière, la Chambre des députés a approuvé ce jeudi un amendement au projet de réforme constitutionnel dit *PEC emergencial 186/2019*. Sous l'influence du gouverneur de la Banque Centrale du Brésil R. Campos Neto¹, les députés ont néanmoins rejeté un amendement

du texte de la PEC d'urgence, souhaité par le Ministre de l'Économie P. Guedes et approuvé initialement par le Sénat. Cet amendement consistait à retirer l'adossé des recettes par rapport à certaines dépenses des États, visant à assouplir leurs décisions budgétaires. Plus précisément, les États ne seraient plus forcés d'allouer une proportion donnée de leurs dépenses à certains postes clés de leurs attributions, notamment l'éducation et la santé.² En contrepartie, le projet du Sénat établissait d'autres adossés. Avec le rejet de la Chambre des députés, le système constitutionnel d'adossé des recettes aux

¹ R. Campos Neto a prévenu que des amendements au texte initial voté par le Sénat seraient mal perçus par le marché car ils pourraient être interprétés comme un manque de volonté politique à engager des réformes économiques.

² Actuellement, les États sont tenus d'allouer 12% de leurs ressources à la santé et 25% à l'éducation, alors que dans le budget fédéral ces proportions baissent à 15% et 18% respectivement.

dépenses restera en *statu quo* et l'un des piliers de la réforme voulue par Guedes ne sera pas passé. Ce projet reste encore à être approuvé par le Président.

Le **PEC emergencial** prévoit une série d'amendements à la Constitution visant à rendre plus faisable le respect du plafond des dépenses et de la « règle d'or »³ avec : 1/ la mise en place de « déclencheurs automatiques » imposant aux entités publiques de procéder à des ajustements budgétaires afin de réduire leur dette⁴ ; 2/ l'interdiction de l'extension des avantages fiscaux à partir de 2026 s'ils dépassent 2% du PIB ; 3/ une série de mesures limitant l'augmentation des dépenses de personnel (en interdisant notamment le paiement rétroactif des dépenses de personnel).

La proposition crée également une clause échappatoire à la Constitution (« clause de calamité publique nationale ») permettant à l'Union de verser l'aide d'urgence (*auxilio emergencial*) sans que cette mesure ne soit comptabilisée pour être en conformité avec le plafond constitutionnel des dépenses⁵. Le texte ne prévoit pas de contrepartie directe à l'aide d'urgence, ce qui en fait une dépense « hors budget », qui ne sera d'ailleurs pas prise en compte pour déterminer la cible budgétaire annuelle et devra être couverte par un crédit extraordinaire (dont l'approbation nécessite une majorité qualifiée au Congrès pour ne pas enfreindre la « règle d'or »). En outre, le montant et la durée de l'aide d'urgence ainsi que les sources de financement du crédit extraordinaire seraient définis par un projet de loi ou par une mesure provisoire. **La PEC permettrait ainsi de renouveler l'aide d'urgence pour un montant total de 44 Mds BRL**⁶. Selon l'équipe économique l'aide serait distribuée de mars à juin et serait *a priori* différente pour trois catégories de bénéficiaires : 150 BRL pour une personne vivant seule, 250 BRL pour une famille et 375 BRL pour les mères célibataires.

La croissance de la production industrielle est toujours plus faible et dispersée.

Selon l'IBGE, l'indice de production industrielle a eu une progression mensuelle corrigée des variations saisonnières (m.m. cvs) de +0,4%. Après neuf mois consécutifs de croissance, la production industrielle continue de ralentir par rapport aux mois précédents (+0,9% en décembre, +1,1% en novembre). Par rapport à janvier 2020, l'indice a progressé de +2% en glissement annuel (g.a).

Contrairement aux mois précédents, les dynamiques divergent par secteur. Les biens de consommation et biens semi et non-durables sont en hausse (respectivement +1,0% et +2,0% m.m.). Idem pour les biens de capital (+4,5% m.m.), dont la dynamique robuste renforce d'ailleurs le scénario haussier de l'investissement au T1 2020. A l'inverse, les biens intermédiaires et durables reculent (respectivement -1,3% et -0,7%). On constate également une divergence entre la croissance de l'industrie extractive (+1,5%), tirée par la hausse des prix et de la demande des commodités, et le recul de l'industrie manufacturière (-0,1%). Celle-ci reflète l'aggravation de la situation sanitaire, qui a provoqué la fermeture de plusieurs entreprises (notamment dans la zone franche de Manaus).

Après neuf mois consécutifs de croissance, les signes de ralentissement se font de plus en plus forts, et les indicateurs avancés de février ne sont pas positifs. Selon l'Association nationale des constructeurs automobiles (Anfavea), la production de voitures a baissé de -1,3% m.m. et -3,5% g.a. en février. La Fondation Getulio Vargas reporte également que la confiance du secteur industriel et son niveau d'utilisation des capacités installées sont en baisse.

L'OCDE révisé à la hausse ses prévisions de croissance mondiales et brésiliennes.

³ La « règle d'or » stipule que les dépenses courantes (cas du prolongement de l'aide d'urgence) ne peuvent pas être financées par de la dette, sauf dans certains cas exceptionnels dans lesquels le Congrès peut approuver à une majorité qualifiée l'allocation de crédits extraordinaires.

⁴ Pour l'Union, les « déclencheurs » de plafond de dépense seraient mis en place si les opérations de crédit dépassent les dépenses d'investissement. Pour les Etats et municipalités, le déclencheur serait

l'augmentation des dépenses courantes au-delà de la limite des 95% des recettes courantes.

⁵ La règle constitutionnelle du plafond établit que le montant nominal des dépenses primaires soumises au plafond dans l'année N ne peut pas dépasser celui budgétisé dans l'année N-1 corrigé par l'inflation en N-1.

⁶ A titre de comparaison, l'aide d'urgence a coûté en 2020 près de 322 Mds BRL (cinq versements mensuels de 600 BRL puis quatre versements mensuels de 300 BRL).

Dans son [rapport intermédiaire](#) de mars, l'OCDE révisé à la hausse ses prévisions économiques mondiales pour 2021 et 2022. Cette amélioration des perspectives par rapport au précédent rapport⁷ s'explique par des signes de raffermissement de l'activité visibles presque partout dans le monde, le déploiement progressif des vaccins et l'annonce de relances budgétaires supplémentaires dans certains pays⁸.

Selon l'OCDE, l'activité économique mondiale a continué d'augmenter au T4 2020, si bien que la production mondiale était 1% inférieure à son niveau pré-crise en fin d'année. Elle souligne néanmoins des divergences de plus en plus marquées entre les économies selon qu'elles aient subi une seconde vague épidémique plus ou moins forte en fin d'année (et donc adopté de nouvelles mesures d'endiguement), selon leur spécialisation sectorielle et selon l'ampleur des mesures de relance budgétaires qu'elles ont adoptées. Fin 2020, la Chine, l'Inde et la Turquie voyaient déjà leur activité dépasser son niveau d'avant-crise, l'Asie-Pacifique enregistrait quant à elle des déficits de production assez modérés tandis que la reprise était plus lente dans les grandes économies européennes.

L'OCDE prévoit que la croissance économique mondiale devrait rebondir de +5,6% en 2021 (contre +4,2% prévu en décembre) puis ralentir à +4,0% en 2022 (contre +3,7% prévu en décembre). Le Brésil devrait quant à lui voir son activité croître de +3,7% en 2021 puis de +2,7% en 2021 (contre des prévisions en décembre de +2,6% et +2,2% respectivement). En parallèle, le marché prévoit une croissance brésilienne de +3,3% en 2021 puis +2,5% en 2022.

Néanmoins de nombreux risques persistent, pouvant affecter les perspectives à la hausse (baisse de l'épargne accumulée plus rapide que prévu) comme à la baisse (réduction des soutiens budgétaires plus importantes que celles prévues par le scénario de base, lenteur prolongée des campagnes de vaccination, apparition de nouveaux variants insensibles aux vaccins). Ces risques baissiers incitent ainsi l'OCDE à rappeler l'importance pour les pouvoirs publics de prioriser le déploiement des vaccins, de maintenir leurs soutiens monétaires et budgétaires

(tant que les conditions de marché demeurent favorables) et d'adopter des réformes structurelles.

L'augmentation de l'inflation sur 12 mois et les prévisions d'inflation du marché pourraient inciter la BCB à augmenter son taux d'intérêt directeur dès sa prochaine réunion.

L'IBGE vient de publier les statistiques de février concernant l'indice des prix à la consommation large corrigée des variations saisonnières (IPCA, principal indice de référence d'inflation « apparente »). La croissance de l'IPCA a été de 0,88% mensuelle (m.m.) en février, contre 0,18% en janvier.

En variation mensuelle, par segment, le groupe des transports enregistre une hausse mensuelle de +2,28% m.m. Cette hausse est tirée par l'augmentation des prix des carburants (+7,09% sur le mois). L'éducation enregistre également une forte hausse mensuelle (+2,48% m.m.), ce qui reflète en réalité les ajustements opérés en début d'année mais répartis sur l'ensemble de l'année dans la correction des variations saisonnières. Ces deux groupes expliquent ainsi presque 70% de l'inflation mensuelle (contributions de 0,45 p.p. pour les transports, 0,15 p.p. pour l'éducation). Enfin, l'inflation des aliments et boissons continue de décélérer de 0,68% m.m. en janvier à 0,40% en février (contribution mensuelle de 0,08 p.p.).

Sur les douze derniers mois, la progression de l'IPCA en février atteint 5,20% g.a. (contre 4,56% g.a. en janvier), ce qui place l'inflation au-dessus de la fourchette supérieure de la cible centrale de la politique monétaire (3,75% + 1,25 p.p.). Les prévisions d'inflation du marché augmentent également : selon le rapport Focus de la Banque Centrale du Brésil (BCB), les opérateurs de marché prévoient une inflation en 2021 de 3,98%, contre 3,6% il y a un mois. Cette tendance pourrait inciter la BCB à rehausser son taux d'intérêt directeur dès sa réunion de politique monétaire des 16 et 17 mars.

⁷ Voir les brèves économiques et financières du 4 au 10 décembre 2020.

⁸ Les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne, le Canada et l'Inde ont annoncé des plans de soutien budgétaires supplémentaires. Ces plans de relance pourraient avoir des effets de ruissellement jusqu'aux partenaires commerciaux. Par exemple la relance budgétaire américaine devrait

atteindre jusqu'à 1900 Mds USD (soit 8,5% du PIB). Elle devrait augmenter la production américaine de 3 à 4% en moyenne sur un an par rapport au scénario de référence, et affecter également d'autres économies comme le Brésil (un peu plus de 0,5%) et la Chine (un peu moins de 0,5%).

Depuis le 22 février, les événements politiques au Brésil ont contribué à une dépréciation du réal de 5,3%.

Le réal avait déjà connu une année 2020 très mouvementée, enregistrant l'une des plus fortes dépréciations sur l'année par rapport au dollar au sein de la sphère émergente (de l'ordre de 29%). **Depuis le 22 février, les turbulences ont repris et amené le réal à se déprécier de 5,3% contre le dollar.**

Un premier élément expliquant les mouvements de dépréciation de la devise brésilienne par rapport au dollar depuis début 2020 est la parité des taux d'intérêt⁹. Selon ce fondement économique, la baisse du différentiel entre le taux d'intérêt brésilien (qui est passé de 4,5% à 2% en 2020) et le taux d'intérêt directeur américain (qui est passé de 1,5% à 0% en 2020) a provoqué une baisse du rendement relatif des actifs financiers brésiliens et des sorties de capitaux du Brésil. Le réal s'est donc déprécié par rapport au dollar, de manière à compenser cette baisse de rendement (à une prime de risque de change près).

Si la baisse du différentiel des taux d'intérêt a contribué à expliquer la dépréciation du réal par rapport au dollar depuis le début de la crise, elle ne semble pour autant pas suffire à expliquer la très forte dépréciation visible depuis deux semaines. En effet, à celle-ci **s'ajoutent deux événements politiques brésiliens qui ont suscité les craintes des opérateurs de marché.** Tout d'abord, **le remplacement du président de Petrobras proposé par le**

Président J. Bolsonaro le 22 février a suscité des craintes d'ingérence dans la politique tarifaire du géant pétrolier. Ces craintes ont donc mécaniquement augmenté la prime de risque des actifs brésiliens (visible à travers la hausse de l'indice *Credit Default Swap* à 5 ans de +14,3% le jour même) et provoqué une dépréciation du réal concomitante (2,6% par rapport au dollar le jour même). **Le second événement est l'annonce faite le 8 mars par le juge de la Cour Suprême E. Fachin d'annuler les condamnations prononcées par les tribunaux de Curitiba à l'encontre de l'ex-Président Lula¹⁰,** ce qui a eu pour conséquence de lui faire récupérer ses droits politiques (lui laissant entrevoir de se présenter aux élections présidentielles de 2022). Les marchés financiers s'inquièteraient¹¹ des risques de dérapages budgétaires qui pourraient en découler, craignant qu'une victoire de Lula aux présidentielles de 2022 provoque une hausse future des dépenses publiques et l'abandon des réformes favorables au marché. Les marchés craindraient par ailleurs que le Président J. Bolsonaro ne soit encouragé à augmenter les dépenses publiques (notamment sociales) pour renforcer sa popularité dans l'éventualité où il se retrouverait face à l'ancien président. Cette double crainte de dérapage budgétaire se serait matérialisée par une hausse des primes de risques sur les actifs brésiliens et aurait contribué à déprécier le réal par rapport au dollar de 3,2% le jour même de l'annonce du juge E. Fachin.

⁹ En appliquant la loi du prix unique aux marchés financiers, deux actifs financiers similaires doivent avoir le même rendement dans différents pays. Si cette loi est généralisable à l'ensemble des actifs, alors elle peut s'appliquer aux taux d'intérêt de marché. Selon la parité des taux d'intérêt, le niveau des taux de change est établi de telle sorte que le rendement des actifs financiers soit le même d'un pays à l'autre, en comptant cela dit une marge de différence (dite « prime de risque ») qui correspond à l'indemnité que les investisseurs exigent en cas de perte éventuelle de pouvoir d'achat dû à l'inflation anticipée, au ralentissement de la croissance et autres risques liés à l'économie dans

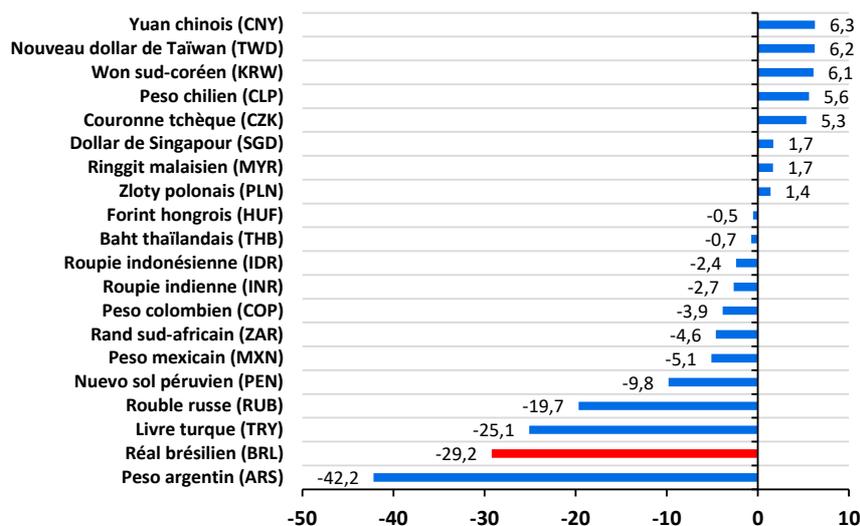
laquelle ils ont investi. Généralement si les risques augmentent dans une économie comme le Brésil, les investisseurs se réfugient alors vers des valeurs refuges comme les monnaies fortes (dollar ou euro) ou les actifs sûrs (bons du Trésor américain, or, etc.).

¹⁰ La décision ne porte pas sur le fond des procès de Lula, mais uniquement sur l'incompétence de la justice du Parana à traiter d'affaires autres que celles impliquant directement Petrobras et d'annuler les sentences prononcées par le juge Moro pour vice d'incompétence.

¹¹ <https://valorinveste.globo.com/mercados/brasil-e-politica/noticia/2021/03/10/lula-x-bolsonaro-como-o-mercado-reage-ao-discurso-do-ex-presidente.ghtml>

Tableau de la semaine : évolution du taux de changes des principales devises émergentes par rapport au dollar en 2020 et au début de 2021.

Variation du taux de change des principales devises émergentes vs. dollar en 2020 (%)

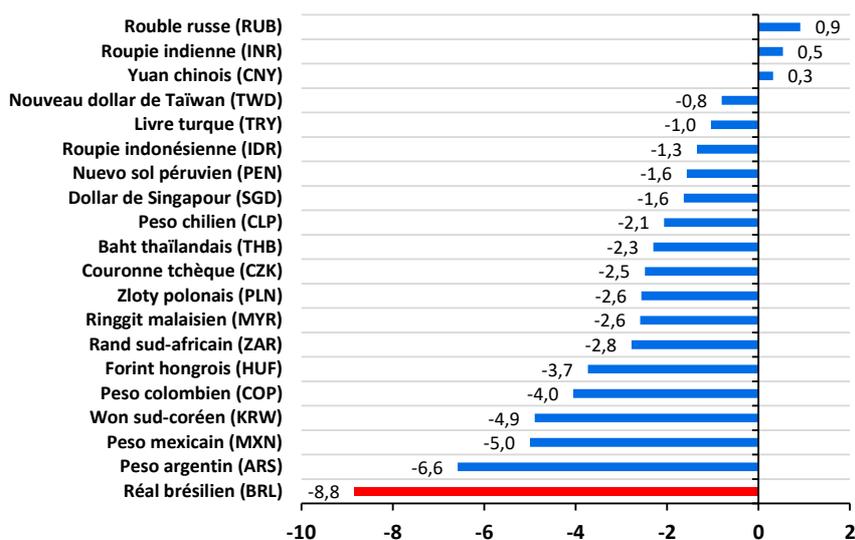


Source : Investing

Remarque : Variation calculée du 1er janvier 2020 au 31 décembre 2020.

Valeur positive : appréciation par rapport au dollar ; valeur négative : dépréciation.

Variation du taux de change des principales devises émergentes vs. dollar en 2021 (%)



Source : Investing

Remarque : Variation calculée du 1er janvier 2021 au 10 mars 2021.

Valeur positive : appréciation par rapport au dollar ; valeur négative : dépréciation.

Evolution des marchés du 5 au 11 mars 2021.

Indicateurs *	Variation sur deux semaines	Variation Cumulée sur l'année	Niveau
Bourse (Ibovespa)	+0,7%	-5,2%	113 855
Risque-pays (EMBI+ Br)	+21pt	+56pt	324
Taux de change R\$/USD	-0,3%	+4,7%	5,59
Taux de change R\$/€	-1,4%	+2,8%	6,68

* Données du jeudi à 12h localement. Sources : Ipeadata, Investing, Valor.

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.
Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations : www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international



Responsable de la publication : Sébastien Andrieux, chef du Service Economique Régional de Brasilia
Rédacteurs : Tristan Gantois, Julio Ramos-Tallada
Pour s'abonner : tristan.gantois@dgtresor.gouv.fr