

Brèves économiques et financières

Semaines du 11 au 17 septembre 2020

Résumé :

- L'OCDE révisé à la hausse ses prévisions économiques mondiales et n'anticipe plus qu'une chute de -6,5% du PIB brésilien en 2020 (vs. -7,6% en juin).
- Faute de marges de manœuvre budgétaires, le gouvernement renonce au *Renda Brasil*, ce qui efface certaines craintes concernant le projet de budget 2021 mais plonge les plus vulnérables dans l'incertitude.
- La Banque Centrale maintient son taux d'intérêt directeur à 2%.
- Le graphique de la semaine : la crise de la Covid-19 ayant interrompu le redressement des finances publiques, le retour aux surplús primaires se fera seulement en 2026-27
- Evolution des marchés du 11 au 17 septembre 2020.

L'OCDE révisé à la hausse ses prévisions économiques et anticipe une chute de -6,5% du PIB brésilien en 2020

Dans son [rapport intermédiaire](#) de septembre, l'OCDE révisé à la hausse ses prévisions économiques mondiales pour 2020 et 2021. Cette amélioration des prévisions par rapport au précédent rapport¹ s'explique par les signes de rebond de l'activité visibles presque partout dans le monde, consécutifs à l'assouplissement des mesures de distanciation sociale et de réouverture des entreprises.

L'OCDE prévoit² que la croissance économique mondiale devrait baisser de -4,5% en 2020 (contre -6% prévu dans le scénario à une vague de juin) puis rebondir de +5% en 2021 (contre +5,2% prévu en juin). Selon ses prévisions, l'Asie (portée par la performance chinoise) et les Etats-Unis seraient moins impactés par la crise économique que la zone euro et l'Amérique latine³. En particulier, la croissance brésilienne chuterait de -6,5% en 2020 (contre -7,6% prévu en juin) puis rebondirait de +3,6% en 2021 (contre +4,2% prévu en juin).

Avec cette révision, les prévisions de l'OCDE convergent vers celles du marché (selon le Focus de la BCB, -5,1% en 2020 et +3,5% en 2021) et du Ministère de l'Economie brésilien (-4,7% en 2020 et +3,2% en 2021). L'optimisme des prévisionnistes continue d'ailleurs d'être alimenté par la publication d'indicateurs conjoncturels du Brésil. L'indice IBC-Br (cvs) de la Banque Centrale du Brésil (BCB), principal indicateur avancé du PIB, a augmenté de +2,2% m.m. en juillet (-0,5% g.a.), ce qui suggère une poursuite de la reprise de l'activité initiée en mai⁴. L'évolution du PIB en juillet devrait être influencée positivement par les services (+2,6% m.m.), l'industrie (+8% m.m.) et le commerce de détail (+5,2% m.m.). Néanmoins, le rythme de récupération demeure hétérogène : les services restent pénalisés par les mesures de distanciation sociale (le résultat de juillet reste -12,5% inférieur à son niveau de février) alors que le commerce de détail a déjà effacé les pertes enregistrées en mars-avril (le résultat de juillet est 5,3% supérieur à celui de février).

Faute de marges de manœuvre budgétaires, le gouvernement renonce au *Renda Brasil*, ce qui efface certaines craintes concernant le projet de budget 2021 mais plonge les plus vulnérables dans l'incertitude

Le gouvernement brésilien fait face à un arbitrage difficile entre deux des plus grandes priorités économiques du pays : soutenir le revenu des plus vulnérables et assurer l'équilibre des finances publiques dès 2021. En

¹ Voir les Brèves économiques et financières du 4 au 10 juin 2020.

² Contrairement au précédent rapport, l'institution ne prévoit plus deux scénarios liés à l'évolution de la crise sanitaire (une vague ou deux) mais elle continue de mentionner l'importante incertitude qui plane sur les prévisions économiques (développement d'un vaccin, forte hétérogénéité parmi les grandes régions mondiales, effet de long terme de la crise, maintien de la confiance à des niveaux faibles).

³ Prévisions pour 2020 : **Europe** - zone euro (-7,9%) - Allemagne (-5,4%), France (-9,5%), Italie (-10,5%), Royaume-Uni (-10,1%) ; **Asie** - Japon (-5,8%), **Chine** (+1,8%), Inde (-10,2%), Corée (-1%), Indonésie (-3,3%) ; **Etats-Unis** (-3,8%) ; **Amérique latine** - Argentine (-11,2%), Brésil (-6,5%).

⁴ Pour une analyse plus détaillée du résultat du PIB au T2 2020, voir les Brèves économiques et financière du 28 août au 3 septembre 2020.

effet, la crise sanitaire ayant imposé des mesures de distanciation sociale et la fermeture des activités, de nombreux brésiliens se sont retrouvés sans salaire et, pour ceux travaillant dans le secteur informel, sans filet de sécurité. Le gouvernement a donc soutenu leur revenu, en proposant notamment aux travailleurs informels une aide d'urgence (« *auxilio emergencial* ») de 600 BRL par personne et mois pendant 5 mois depuis mars, puis 300 BRL pendant 4 mois à partir de septembre. Il prévoyait également un nouveau programme social, *Renda Brasil*, dont l'objectif était de prendre le relai après la fin de l'aide d'urgence (en décembre 2020) et de remplacer l'actuelle *Bolsa Familia*. En parallèle, le soutien budgétaire nécessaire pour pallier les conséquences de la crise s'est révélé très coûteux pour les finances publiques⁵ et les autorités se sont ainsi engagées à respecter le plafond des dépenses dès 2021 - engagement d'autant plus important qu'il est primordial aux yeux des organisations internationales⁶ et des investisseurs internationaux et que la crédibilité budgétaire du Brésil a été fragilisée par la crise de 2015/2016⁷.

Le problème dans ces deux priorités économiques et sociales est que le projet de budget pour 2021 ne laisse que très peu de place pour de nouvelles dépenses publiques comme celles nécessaires au financement du *Renda Brasil* étant donné 1/ les contraintes constitutionnelles au dépassement du plafond des dépenses⁸, 2/ le poids des dépenses obligatoires (93,7% du total) qui laisse peu de place à la compression des autres dépenses et 3/ la pression fiscale relativement élevée (32% du PIB) qui rend difficile le financement de ces dépenses par une hausse de l'imposition.

Le gouvernement a donc renoncé au *Renda Brasil*, ce qui devrait a priori plonger les ménages vulnérables dans l'incertitude et priver le Brésil d'un relai de croissance. En effet, il a été annoncé que l'aide d'urgence prendrait fin en décembre 2020 mais rien ne garantit encore qu'à partir de cette date, la situation sanitaire permettra à nouveau aux brésiliens les plus vulnérables de retrouver une activité professionnelle et donc de s'assurer un revenu. Le niveau élevé du taux de chômage couplé à cette perte de revenus devrait donc pénaliser la confiance des ménages, leur consommation et *in fine* la croissance économique [étant donné le poids de la consommation privée dans le PIB (65%)]. **A l'inverse, abandonner ce programme social devrait rassurer les observateurs et les investisseurs internationaux**, car cela épargne au gouvernement un obstacle supplémentaire au respect du plafond budgétaire (principal ancrage budgétaire aux yeux des investisseurs étrangers et des agences de notation). La confiance des investisseurs pourrait également être confortée par les différentes réformes en cours de discussion, notamment la réforme administrative et la réforme fiscale, qui devraient quant à elles soutenir les recettes publiques et la productivité.

La Banque Centrale maintient son taux d'intérêt directeur à 2%

Lors de sa réunion des 16 et 17 septembre, le comité de politique monétaire (Copom) de la Banque Centrale du Brésil (BCB) a décidé de maintenir son taux d'intérêt directeur à 2%, un niveau historique bas. Dans son communiqué, la BCB rappelle l'incertitude persistante concernant la conjoncture domestique et internationale et le fait que l'inflation est sujette à des risques à la fois haussiers et baissiers à long terme.

La BCB estime que l'environnement international est plus favorable aux économies émergentes comme le Brésil étant donné la reprise d'activité visible dans de nombreuses économies dans le monde - bien que cette reprise soit très hétérogène parmi les secteurs. En revanche, elle souligne l'incertitude concernant les mesures gouvernementales prises pendant la crise car leur arrêt pourrait influencer négativement les perspectives de croissance dans le monde. **Cette analyse est également valable pour l'économie domestique** : les signaux de reprise sont perceptibles depuis mai, mais ils concernent moins les secteurs encore affectés par les mesures de distanciation sociale (les services notamment). En outre, le rythme de la croissance économique brésilienne en 2021 est d'autant plus incertain qu'elle ne sera plus « artificiellement » soutenue par les mesures d'aide financière aux ménages

⁵ L'impact des mesures du gouvernement pour faire face à la crise est estimé à 8,5% du PIB et le gouvernement prévoit que la dette publique brute du gouvernement central atteindra 94,7% du PIB fin 2020.

⁶ Le FMI, l'OCDE et la Banque Mondiale ont salué les mesures gouvernementales prises dans de nombreuses économies pour palier les conséquences de la crise sanitaire, mais ont également défendu la nécessité de rééquilibrer les finances publiques dès la fin de la crise afin d'éviter que la crise économique actuelle ne se mue en crise souveraine. Ces recommandations valent pour tous les Etats mais sont encore plus importantes pour ceux ne bénéficiant pas la confiance des investisseurs (*investment grade*), comme le Brésil.

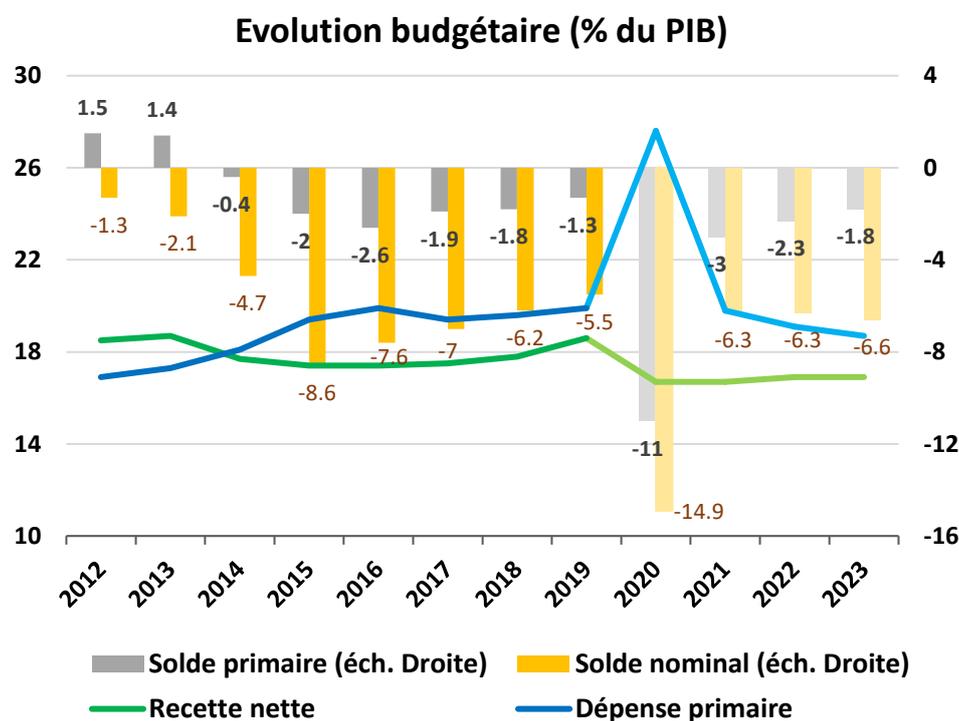
⁷ C'est à l'occasion de cette crise que le Brésil a perdu l'*investment grade* par les trois agences de notations principales (Fitch, S&P et Moody's).

⁸ Trois règles constitutionnelles contrôlent la politique budgétaire du Brésil. La règle du plafond des dépenses (*teto de gasto*) limite la croissance des dépenses primaires de l'année T+1 au taux de croissance de l'inflation en T. La règle d'or interdit le financement des dépenses courantes par l'émission de dette, sauf dérogation exceptionnelle. Enfin, la règle de déficit primaire établit une cible de déficit primaire que les autorités s'engagent à respecter (cible non chiffrée cette année étant donné l'ampleur de l'incertitude).

(notamment l'aide d'urgence qui prendra fin en décembre, cf. supra). **En ce qui concerne l'inflation, la balance des risques demeure équilibrée entre des risques haussiers et baissiers importants⁹** : d'une part, l'inflation devrait continuer à augmenter à court terme sous l'effet de la hausse des prix des denrées alimentaires et de la normalisation partielle des prix de certains services ; d'autre part, les mesures d'inflation sous-jacente devraient dans le même temps rester faibles au regard de la cible de politique monétaire. **Le scénario continue d'être sujet aux risques concernant la prolongation de la crise sanitaire** (et donc de l'environnement d'incertitude) **ainsi qu'à la trajectoire budgétaire de long terme** (influençant les primes de risque et le taux d'intérêt structurel de l'économie).

En définitive, ces éléments incitent les autorités monétaires à poursuivre leur stimulus monétaire extraordinaire et la contraignent à intervenir de manière d'autant plus graduelle que sa marge de manœuvre est devenue faible.

Le graphique de la semaine : la crise de la Covid-19 ayant interrompu le redressement des finances publiques, le retour aux surplus primaires se fera seulement en 2026-27



Source: Ministère de l'Economie

Evolution des marchés du 11 au 17 septembre 2020

Indicateurs ¹⁰	Variation Semaine	Variation Cumulée sur l'année	Niveau
Bourse (Ibovespa)	-1,5%	-16,3%	99 286
Risque-pays (EMBI+ Br)	-10pt	+89pt	307
Taux de change R\$/USD	+0,2%	+31,3%	5,28
Taux de change R\$/€	-0,8%	+38,1%	6,23

Clause de non-responsabilité - Le Service Economique Régional 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. Rédacteurs : Julio RAMOS-TALLADA-Conseiller Financier ; Tristan GANTOIS-adjoint.

⁹ Pour une analyse détaillée de ces risques, voir les Brèves économiques et financières du 4 au 10 septembre 2020.

¹⁰ Données du jeudi à 12h localement. Sources : Ipeadata, Bloomberg.