

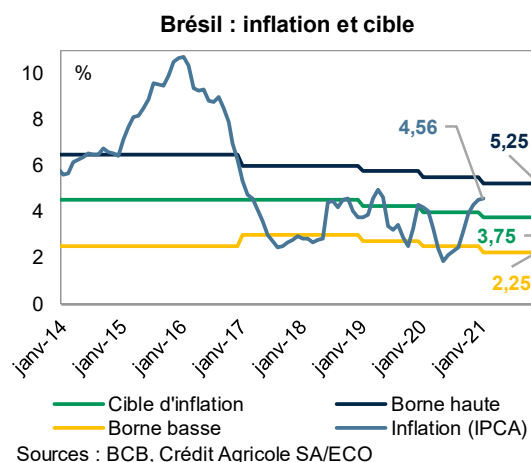
# Perspectives

N°21/050 – 18 février 2021

## BRÉSIL – La quadrature du cercle

L'inflation (IPCA) a augmenté de 0,25% au cours du mois de janvier, conduisant à un glissement annuel de 4,56% (4,52% en décembre). La hausse est essentiellement imputable aux prix alimentaires (en décélération sur le mois à 1%, mais en hausse sur un an de 14,8%) qui expliquent environ 90% de l'inflation enregistrée en janvier. À près de 4,6%, l'inflation se redresse significativement ; elle est supérieure à la cible centrale de la Banque centrale (BCB ; 3,75%), mais encore contenue à l'intérieur de la bande. Les anticipations d'inflation pour 2021 se sont légèrement redressées pour atteindre 3,6% (hausse des prix des matières premières, taux de change toujours très déprécié).

La deuxième vague de Covid-19 s'intensifie, le déploiement des vaccins est lent et la popularité du gouvernement en baisse. Alors que l'inflation, encouragée par la hausse du prix des matières premières, risque d'osciller autour de son niveau actuel, la dégradation inviterait au maintien de soutiens budgétaires propres à soutenir la croissance (prévue à 3,8% par la BCB qui estime la contraction du PIB en 2020 à 4,4%). Or, la majorité des mesures destinées à contrer les retombées de la pandémie (524 milliards de reais en 2020, soit 7% du PIB dont près de 56% au titre de l'aide d'urgence) a expiré fin décembre 2020. Alors que le principal taux d'intervention (Selic) a été réduit de 225 points de base depuis février 2020 (à 2% depuis août), le risque d'un resserrement monétaire précoce, au regard des risques qui planent sur la reprise, ne peut être exclu<sup>1</sup>. Le dilemme est cruel : ne pas baisser la garde et lutter contre une inflation loin d'être générée par un excès de croissance, tout en accompagnant la reprise au moment où les marges budgétaires sont plus qu'étroites.



La situation fiscale s'est évidemment sensiblement dégradée en 2020. Selon la BCB, le déficit primaire consolidé a atteint 9,5% du PIB en 2020, contre 0,8% du PIB en 2019 (en termes réels, hausse des dépenses et baisse des recettes de, respectivement, 31,1% et 13,5%). Le solde public total s'est établi à 13,7% du PIB (5,8% en 2019). Grâce à la baisse des taux d'intérêt, la charge de la dette (89,3% du PIB dont 37,9% à moins d'un an, après 74,3% du PIB fin 2019) se replie (de 5% du PIB à 4,2% du PIB). Par ailleurs, la croissance des dépenses est limitée par un plafond en termes réels (elle ne peut excéder le taux d'inflation de l'année précédente), une règle considérée comme le point d'ancrage budgétaire le plus efficace pour maintenir la dette fédérale sur une trajectoire « tenable ». Tout assouplissement du cadre fiscal est difficilement envisageable et devrait être habilement « packagé » pour ne pas déplaire aux

<sup>1</sup> Le coût du crédit reste très élevé. La BCB dans son rapport de décembre note néanmoins que le cycle d'assouplissement monétaire a contribué à la réduction du coût moyen des prêts en cours à des creux historiques (17,3% en octobre). Si l'on considère les seuls crédits « non affectés » (*non-earmarked credits*), la baisse entre juillet et octobre était de 1,4 point de pourcentage à 24,4% (35,2% pour les ménages et 13,1% pour entreprises), un minimum historique.

marchés financiers<sup>2</sup>. Sauf à procéder à des réductions d'autres dépenses, le respect de cette contrainte laisse a priori peu (voire pas) de place pour un plan de relance dont, notamment, la prorogation de l'aide d'urgence.

Les vacances parlementaires ont pris fin, les discussions budgétaires vont reprendre et devront statuer sur l'aide fiscale à déployer. Le budget devrait être approuvé début mars. En dépit des contraintes, le Congrès examine une prolongation de l'aide d'urgence (600 reals comme en 2020 jusqu'en juin, puis 300 reals jusqu'en décembre). Le gouvernement « planche » sur une aide moins généreuse (en montant et en conditions d'éligibilité, son coût approcherait 0,25% du PIB). Une fois le budget approuvé, le Congrès devrait reprendre la discussion du programme de réformes. Les priorités des nouveaux présidents des deux Chambres se caleraient sur celles du gouvernement : loi d'urgence budgétaire (contrôle des dépenses, respect du plafond), réforme administrative (flexibiliser la structure des dépenses), réforme fiscale (augmentation des impôts et simplification du système fiscal). Le calendrier sera serré : la fenêtre propice à l'approbation de réformes potentiellement impopulaires au cours de l'année qui précède l'élection présidentielle est étroite.

*Article publié le 12 février 2021 dans notre hebdomadaire Monde – L'actualité de la semaine*

### Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

| Date       | Titre                                                                                                       | Thème                |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 17/02/2020 | <u>Moyen-Orient &amp; Afrique du Nord – Chute de l'épargne dans les pays les plus fragiles</u>              | Emergents            |
| 16/02/2021 | <u>Pays émergents – Inflation : un pilotage très délicat</u>                                                | Emergents            |
| 15/02/2021 | <u>Royaume-Uni – Flash PIB : une croissance plus forte que prévu au T4 en partie grâce au Brexit</u>        | Royaume-Uni          |
| 15/02/2021 | <u>Zone euro – "Whatever it takes", "quoi qu'il en coûte", ou l'action collective sur les anticipations</u> | UE                   |
| 12/02/2021 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>                                                                    | Monde                |
| 11/02/2021 | <u>ECO Tour 2021</u>                                                                                        | Industrie & services |
| 10/02/2021 | <u>Barre au centre : le laboratoire italien, avant-poste du recul de l'antisystème en Europe ?</u>          | UE                   |
| 10/02/2021 | <u>Hongrie – La stratégie d'un pays qui souhaite devenir incontournable</u>                                 | PECO                 |

### Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication** : Isabelle Job-Bazille

**Rédacteur en chef** : Armelle Sarda

**Documentation** : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier

**Secrétariat de rédaction** : Fabienne Pesty

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

**Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :**

**Internet** : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

**iPad** : application **Études ECO** disponible sur App store

**Android** : application **Études ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*

<sup>2</sup> Une modification du plafond de dépenses exigerait une majorité qualifiée (60% des votes à la Chambre basse et au Sénat), loin d'être acquise, et serait très (vraiment très) mal accueillie par les marchés financiers. Le gouvernement pourrait recourir à un décret permettant au Congrès d'accepter des dépenses extraordinaires (cela prendrait la forme d'un « crédit extraordinaire », exclu du calcul du plafond de dépenses) : une solution plus simple, mais qui devrait être habillée pour ne pas être assimilée à un tour de passe-passe par les marchés. Enfin, dernière solution : l'extension de l'état d'urgence (qui permet de suspendre les règles budgétaires) en attendant que la pandémie se stabilise et que la vaccination soit déployée.