

LE THÈME DU MOIS

Les marchés financiers se détendent et envisagent le retour de Lula



Patryk DOZDZIK,
Macrostratège Senior, Marchés émergents, Amundi Institute



Patrice LEMONNIER
Responsable Actions, Marchés émergents



Sergei STRIGO
Responsable adjoint Gestion Obligataire Pays Emergents

Lula a remporté le premier tour mais Bolsonaro a obtenu de meilleurs résultats qu'attendu

Le premier tour des élections a été remporté par l'ancien président Luiz Inacio Lula da Silva. Cependant, le président sortant Jair Bolsonaro a obtenu de meilleurs résultats que prévu. Leurs programmes économiques diffèrent sur un certain nombre de points, tandis que les risques sont asymétriques pour chaque candidat. Les deux pourraient bénéficier d'un scénario macroéconomique favorable.

Le premier tour de l'élection présidentielle a eu lieu le 2 octobre. Comme le prévoyaient la grande majorité des sondages, le candidat du Parti des travailleurs et ancien président Luiz Inacio Lula da Silva a remporté le premier tour et est passé tout près d'une élection immédiate. En revanche, les sondages traditionnels se sont trompés sur le résultat du président sortant Jair Bolsonaro, qui a fait mieux qu'attendu et a réduit l'écart avec Lula à seulement 5 points de pourcentage (pp) (48 % vs 43 %), alors qu'en moyenne l'écart prévu était presque le double. Les candidats de troisième voie, Ciro Gomes en

particulier, ont déçu. Le taux de participation est resté dans la ligne de l'élection de 2018, l'abstention étant de 21 %.

Les élections législatives se sont déroulées le même jour. Tous les sièges de la chambre basse, un tiers des sièges du Sénat et les mandats de 27 gouverneurs et législateurs d'État étaient à renouveler. Les législatives ont été favorables aux forces politiques de droite et au parti libéral du président sortant (PL). Le *bolsonarisme* a ainsi fait mieux encore que le président lui-même.

1/ Résultats électoraux

Résultats du 1er tour	Votes (en millions)	Pourcent	Autres
Lula (L)	57,3	48,4 %	L-B = 6,2 mn ou 5,2 %
Bolsonaro (B)	51,1	43,2 %	
Tebet (T)	4,9	4,2 %	T+G = 8,5 m
Gomes (G)	3,6	3,0 %	
Votes blancs (BI)	2,0	1,6 %	BI+Nu = 5,5
Votes nuls (Nu)	3,5	2,8 %	
Abstention	32,8	21 %	
Total des bulletins = 123,7 m	Bulletins valides = 118,3 m	50 % des bulletins valide = 59,2 m	L a besoin de 1,9 m de voix et B 8,1 m

Source : Amundi Institute, au 4 octobre 2022.

Au vu de l'histoire récente du Brésil, Lula aborde le second tour avec un avantage suite à sa victoire au premier. En effet, lors des six dernières élections présidentielles, les vainqueurs du premier tour ont également remporté le second. L'ancien président est confortablement en tête des sondages (même si ceux-ci doivent, cette fois-ci, être pris avec des pincettes) et est bien plus proche que Bolsonaro de la ligne d'arrivée hypothétique de 59,2 millions de voix (voir tableau).

Nous sommes constructifs quant aux résultats du premier tour, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le mandat de Lula pour mener une politique de gauche est devenu moins clair du fait des résultats plus serrés que prévu

du premier tour, et son discours devra encore se modérer s'il veut séduire les électeurs centristes. Deuxièmement, le Congrès dominé par le centre/centre droit (un arbitre important dans le système politique brésilien actuel) sera une contrainte supplémentaire face aux idées plus populistes de Lula. Enfin, malgré un retard à combler, Bolsonaro bénéficie d'une dynamique positive en plus d'une position avantageuse dans les trois plus grands États, maintenant une pression favorable au maintien d'un message centriste de la part de Lula. D'un autre côté, plus la course est serrée, plus la transition pourrait s'avérer difficile. Le deuxième tour aura lieu le 30 octobre.

Contexte économique solide

Quel qu'il soit, le candidat vainqueur fin octobre entamera son mandat dans un contexte économique marqué par des perspectives

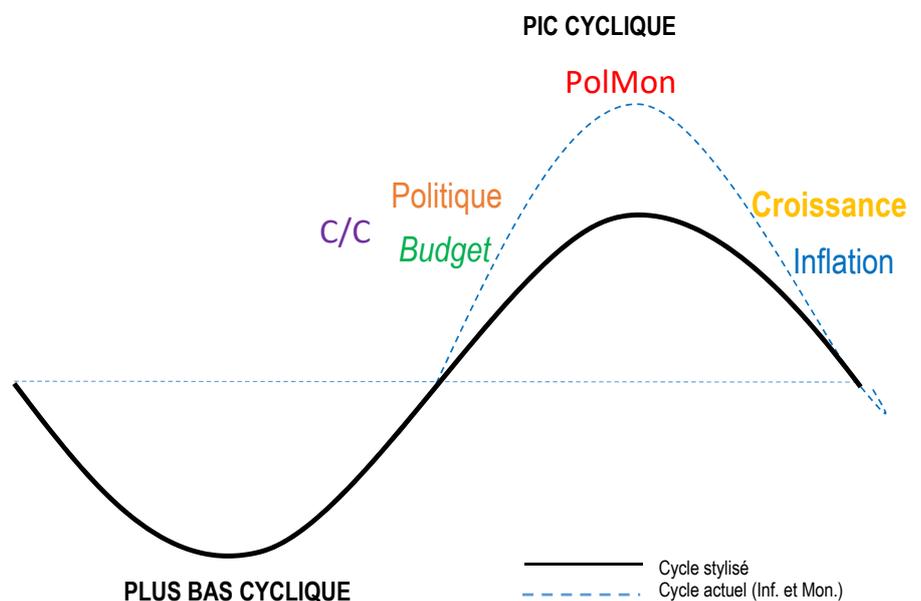
favorables du point de vue cyclique, mais plus faibles du point de vue structurel. La croissance brésilienne semble atteindre un pic après une

LE THÈME DU MOIS

bonne performance depuis le début de l'année, grâce à la réouverture du secteur des services, à l'amélioration des termes de l'échange, à la vigueur des cycles du crédit et de l'emploi, et à d'importantes mesures de relance budgétaire (représentant environ 1,5 % du PIB). L'activité économique ne devrait pas faiblir, même si elle était pénalisée par la rigueur de la politique monétaire et le ralentissement du crédit, les ménages brésiliens étant fortement endettés. Nous tablons sur un atterrissage en douceur grâce à la vigueur de la production du secteur

agricole, à la modération de l'inflation et à une dynamique encore vigoureuse du marché du travail qui a bénéficié de la réforme de 2017. La rigueur budgétaire ne devrait pas être au rendez-vous, quel que soit le gouvernement. Nous anticipons une progression annuelle du PIB réel d'environ 3 % cette année et de plus de 1 % en 2023, en grande partie grâce à l'acquis de croissance. La croissance de 2023 dépendra en grande partie de l'état de l'économie mondiale et de l'action du prochain gouvernement.

2/ Les cycles macroéconomiques brésiliens sont pour la plupart dans une phase favorable



Source : Amundi Institute, au 4 octobre 2022.

En ce qui concerne l'inflation, le Brésil est en tête du cycle inflationniste mondial. L'augmentation de l'indice général des prix a culminé en avril à 12,1 % sur douze mois et sera réduite de moitié d'ici la fin de l'année grâce aux réductions d'impôts au niveau des États et au niveau fédéral ainsi qu'à la baisse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente a également passé son pic, grâce à la désinflation des biens essentiels, tandis que l'inflation des services

n'a pas encore commencé à baisser. Alors qu'il est relativement facile de se rapprocher de la borne haute de la fourchette de la cible d'inflation (grâce notamment aux effets de base favorables), atteindre le milieu de cette fourchette (3,25 %) demandera plus de temps, d'efforts et même de chance. Nous nous attendons à ce que l'inflation n'atteigne ces niveaux qu'en 2024.

La BCB est la première banque centrale des pays émergents à avoir terminé avec son cycle haussier

Perspectives de politique monétaire et budgétaire

Sur le front de la politique monétaire, la Banque centrale du Brésil (BCB) est la première banque centrale des pays émergents à avoir terminé son cycle haussier. Pendant que la Réserve fédérale américaine (Fed) accélère ses hausses pour calmer la surchauffe de l'économie et du marché du travail, la BCB semble arrivée au terme de son cycle haussier mené tambour battant pendant un an et demi, durant lequel elle a relevé son taux directeur de près de 12 points de pourcentage (à 13,75 %). Ce cycle haussier a pris fin en septembre

après la première décision non unanime (7-2) depuis 2016, qui s'est accompagnée d'une déclaration restrictive. Concrètement, la BCB a donné l'impression qu'il s'agissait plutôt d'une pause en déclarant qu'elle « n'hésiterait pas à reprendre le cycle de resserrement » si nécessaire et qu'elle resterait attentiste « aussi longtemps qu'il faudra ». Aussi, vu le tassement des perspectives de croissance, la modération de l'inflation et le resserrement passif de la politique monétaire réelle (via le ralentissement de l'inflation), nous pensons que

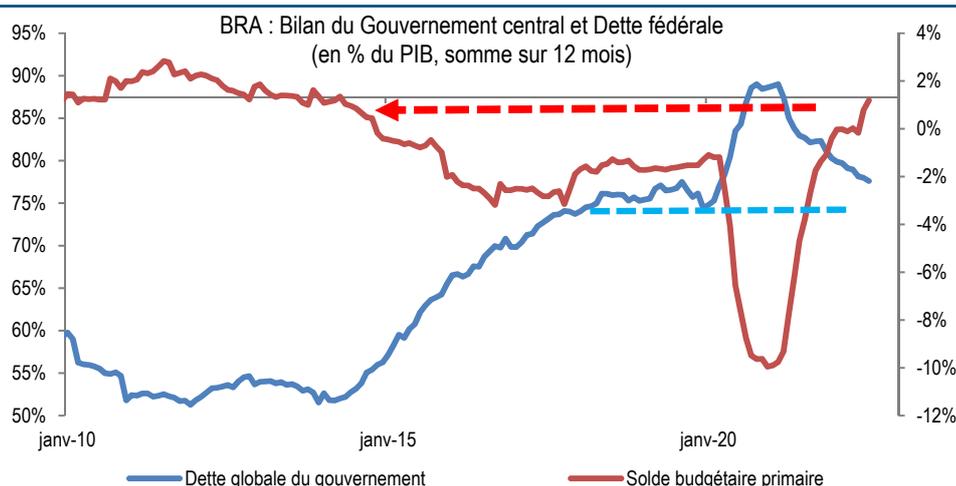
la BCB donnera le coup d'envoi de son cycle d'assouplissement dès le premier trimestre 2023, avec des taux réels ex ante d'environ 8 à 9 %, alors que la Fed sera probablement encore en train de relever ses taux.

Légère hausse des déficits jumeaux. Le budget primaire du Brésil est excédentaire pour la première fois depuis plusieurs années, malgré les importantes mesures de relance budgétaire et les réductions d'impôts pré-électorales, grâce à une solide croissance du PIB, à des termes de l'échange favorables et à une inflation élevée (le déficit primaire structurel est proche de zéro). En parallèle, le déficit de la balance courante est plus que totalement couvert par les flux d'IDE. Le ratio dette publique/PIB s'est également beaucoup amélioré depuis le pic d'environ 90 % atteint lors de la crise du Covid-19, pour retomber aux alentours des niveaux d'avant-pandémie (77 %). Bref, le point de départ budgétaire semble relativement favorable pour le prochain gouvernement.

Toutefois, la surperformance cyclique ne durera pas éternellement et une dégradation structurelle finira par prendre le dessus (même si elle restera modérée) quelle que soit la personnalité au pouvoir le 1er. En effet, les deux candidats à la présidence préconisent de modifier la règle budgétaire ultime du pays,

à savoir le plafond qui limite les dépenses publiques en termes réels, les faisant baisser en pourcentage du PIB. Lula voudrait l'éliminer complètement, tandis que Bolsonaro le fixerait en fonction de la croissance du PIB nominal. Ceci permettrait aux deux candidats de maintenir les allocations sociales d'Auxilio Brasil à leur niveau provisoirement majoré de 600 BRL par mois, ce qui représente plus de 50 milliards de BRL, soit 0,5 % du PIB en dépenses supplémentaires. Cette question sera probablement traitée en priorité et fera l'objet d'une dérogation. Lula entend également consacrer davantage de fonds aux investissements publics et augmenter le salaire minimum ainsi que le salaire des fonctionnaires. Des sommes importantes devraient également servir à rembourser les « *precatórios* » et les États pour les réductions d'impôts mises en place récemment. Au total, la part des dépenses dans le PIB devrait dépasser 19,0 % du PIB en 2023, contre 17,6 % prévus au budget. En parallèle, l'excédent primaire, qui était prévu à 0,6 % du PIB, devrait devenir un déficit. Une telle trajectoire de dépenses, si elle n'est pas compensée par une augmentation équivalente des recettes, se traduirait par une dégradation du ratio dette/PIB qui pourrait remonter autour de 85 % dans les années à venir, surtout en cas de victoire de Lula.

3/ Point de départ budgétaire solide : excédent primaire et dette proche de son niveau d'avant Covid-19



Source : Amundi Institute, CEIC. Données au 4 octobre 2022.

Élection et marchés financiers

Le résultat des élections et leur impact sur les comptes publics inquiètent peu les marchés financiers. Toutefois, Lula pourrait vouloir mettre en œuvre des idées moins orthodoxes, en phase avec sa conception interventionniste de l'État. Il pourrait notamment chercher à revenir sur la réforme du marché du travail de 2017, qui a introduit de nouvelles règles

en matière d'externalisation et un régime d'embauche plus souple pour les travailleurs temporaires, même si Lula s'est abstenu d'évoquer le sujet récemment. Il pourrait également envisager une augmentation de l'activité de la Banque brésilienne de développement (BNDES), dont les capitaux ont été mal alloués et qui dans le passé

Les programmes de Bolsonaro et de Lula ne diffèrent pas beaucoup, mais en cas de présidence Lula, les risques budgétaires pourraient être plus importants

LE THÈME DU MOIS

a affaibli la politique monétaire par des prêts à des taux subventionnés. Cela dit, le recours à des recapitalisations de la BNDES serait sans doute beaucoup plus faible aujourd'hui, l'usage de garanties publiques étant plus répandu. L'attitude générale de Lula à l'égard des entreprises d'État pourrait également fragiliser leur gouvernance et son manque d'appétit pour les privatisations est évident. Du côté des dépenses, on retrouve l'élimination du plafond budgétaire, déjà mentionnée plus haut, qui permettrait d'augmenter les financements en faveur de divers programmes, ainsi que le rejet de la politique actuelle de tarification des carburants de Petrobras.

De son côté, Bolsonaro devrait également revoir à la hausse le plafond des dépenses, mais il est peu probable que son gouvernement revienne sur ses initiatives déjà adoptées. Il devrait au contraire poursuivre son effort de réforme, de

privatisation et de concession d'activités du secteur public. Lula et Bolsonaro tenteront tous deux de faire passer des réformes fiscales et administratives qui devraient être bien vues des marchés. La réforme fiscale de Lula viserait probablement des taux plus progressifs, tout en mettant l'accent sur la suppression des niches et la réduction des subventions. Tous deux chercheront également à harmoniser la TVA entre les États et le gouvernement fédéral. Concernant la réforme administrative, les coûts salariaux globaux pourraient être réduits en modifiant les règles d'embauche des nouveaux arrivants. Dans l'ensemble, les programmes et les objectifs de Bolsonaro et de Lula ne diffèrent pas beaucoup, mais en cas de présidence Lula, les risques budgétaires pourraient être plus importants, notamment si toutes ses idées devaient se concrétiser et s'additionner et les propositions compensatoires être minimisées.

Achévé de rédiger le 5 octobre 2022

Conséquences en matière d'investissement

Le résultat du premier tour a été favorable, l'écart entre Lula et Bolsonaro étant bien plus faible que ce qu'anticipaient les marchés. Les alliés de Bolsonaro pour les élections au Sénat et dans les États ont fait beaucoup mieux que prévu et ont augmenté leur nombre de sièges au Congrès.

Si le scénario central reste celui d'une victoire de Lula le 30 octobre, il sera très probablement contraint de se rapprocher du centre et certaines de ses politiques les plus extrêmes pourraient s'avérer plus difficiles à faire passer au Congrès. **Nous sommes donc constructifs vis-à-vis des actifs brésiliens, notamment en ce qui concerne la monnaie et les obligations en devise locale.**

Une fois le risque lié aux élections passé, nous pensons que les **titres obligataires brésiliens** devraient enregistrer de bonnes performances en raison de plusieurs facteurs :

- Portage relativement élevé sur le BRL et les taux
- Taux réels positifs, ce qui n'est pas le cas pour la plupart des autres ME
- Le Brésil est probablement le seul ME où nous assistons à un pic des taux et de l'inflation
- L'inflation devrait être inférieure à 10 % en 2022 et converger vers l'objectif de la BC d'ici 2023-2024
- La BC a mis fin à son cycle de hausses
- La croissance du PIB a été étonnamment robuste sur l'année en cours.

De manière générale, **les perspectives sont meilleures pour le BRL et les taux**, même si le marché table sur une baisse des taux d'environ 300 points de base d'ici fin 2023. Le BRL a été l'une des devises émergentes les plus performantes cette année, mais avec un portage élevé (actuellement à 13,75 %) il constitue toujours un investissement intéressant. Il pourrait poursuivre son appréciation en descendant autour de 5 pour 1 dollar, voire en dessous.

En ce qui concerne les **obligations en devises fortes**, le CDS brésilien, qui se situe autour de 300 pb, est probablement à sa juste valeur. Nous percevons quelques opportunités dans le crédit d'entreprises.

En ce qui concerne les actions, nous nous attendons à ce que **les marchés d'actions brésiliens** augmentent quelle que soit l'issue des élections, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, nous pensons que la situation budgétaire (un élément clé de la stabilité financière du Brésil) ne sera ni bonne ni catastrophique dans les deux cas. Si Lula l'emporte, il n'obtiendra probablement pas assez de soutien au Congrès pour faire passer toutes les dépenses sociales qu'il souhaite. Deuxièmement, la banque centrale du Brésil a commencé son cycle de resserrement un an avant la Fed et devrait être parmi les tout premiers pays du monde à assouplir sa politique monétaire. Ceci devrait permettre à la croissance de repartir. Les valorisations sont également extrêmement bon marché. Le Brésil est à l'abri des turbulences géopolitiques, il est autonome sur le plan énergétique et devrait bénéficier à long terme de son statut de puissance agricole.

Toutefois, les actions brésiliennes devraient augmenter davantage en cas de victoire de Bolsonaro, car les entreprises publiques et les banques s'en sortiraient mieux. En témoigne, par exemple, l'annonce de Lula selon laquelle il souhaite que les carburants produits par Petrobras soient vendus à prix coûtant majoré, plutôt qu'aux prix internationaux. Au niveau sectoriel, nous privilégions la consommation discrétionnaire et les entreprises sensibles à la baisse des taux d'intérêt à long terme, comme les infrastructures et l'immobilier.

Achévé de rédiger le 3 octobre 2022

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 6 octobre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 10 octobre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

DI SILVIO Silvia, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

Contributeurs Plateformes d'investissement

LEMONNIER Patrice, *Responsable Actions, Marchés émergents*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

CARULLA Pol, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

Conception et support

BERGER Pia, *Spécialiste communication*

PONCET Benoit, *Spécialiste communication*

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, *Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

PERRIER Tristan, *Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HERVÉ Karine, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

STRIGO Sergei, *Responsable adjoint Gestion Obligataire Pays Emergents*

FIOROT Laura, *Responsable Investment Insights & Client Division*

DHINGRA Ujjwal, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*