

Sunny Asset Management

Analyse Global Macro

23 mai 2023

Le Brésil de Lula : la 3^{ème} fois sera la bonne ?

Lorsque Lula a quitté ses fonctions en 2010, il a laissé derrière lui un pays plein d'espoir : [29 millions de personnes ont réussi à sortir de la pauvreté](#), les revenus ont augmenté et l'économie était en croissance. De plus, le Brésil a été choisi pour accueillir les plus grands événements sportifs du monde, coup sur coup : la Coupe du monde de football (2014) et les Jeux Olympiques (2016).

Le monde a bien changé depuis. La fin brutale du boom des matières premières et la mauvaise planification de la succession de Lula ont plongé le pays dans une période d'instabilité économique, augmentant la violence et les scandales de corruption qui ont plongé le pays dans la misère.

Le 3^{ème} mandat de Lula mettra-t-il l'économie brésilienne sur le bon chemin ou est-ce le coup de grâce ? Faut-il envisager d'investir au Brésil malgré les récentes insurrections politiques ?

Un peu de contexte...

2001

La Chine devient membre de l'OMC. Sa croissance rapide et son insertion dans l'économie mondiale ont largement contribué au boom des matières premières des années 2000. Le Brésil profite de la hausse des prix des matières premières agricoles, du minerai de fer et du pétrole brut. Le PIB monte en flèche et Lula veille à ce que chacun reçoive sa part du gâteau.

2011

Les électeurs font confiance à Lula en élisant son successeur désigné : Dilma Rousseff. À cette époque, l'Empire du Milieu est déjà devenu le plus grand partenaire commercial du Brésil.

2014

Un ciel sombre approche de Brasilia alors que l'Opération Car Wash est lancée. La présidente Dilma Rousseff et Lula sont accusés d'être impliqués dans un vaste scandale de corruption.

2015

Un krach financier frappe la Chine. Les exportations du Brésil sont impactées par le choc et les prix mondiaux des matières premières chutent.

2022

Libéré après avoir passé 580 jours en prison, Lula parvient à battre le président sortant Bolsonaro lors d'une élection très serrée (50,90 % contre 49,10 %). Sur le plan économique, la banque centrale du Brésil agit rapidement : alors que la FED, la BCE et la BoE commencent à resserrer leurs politiques monétaires, l'inflation recule déjà au Brésil à la suite des hausses de taux entamées un an plus tôt.

Au-delà des unes des journaux

La question de savoir si la manne des années 2000, époque pendant laquelle le PIB du Brésil a plus que quadruplé en seulement 10 ans, était due à la touche magique de Lula, au seul résultat du boom des matières premières ou à une combinaison des deux, reste un sujet de discussion. Ce qui est indéniable, c'est que lorsque les deux ont disparu, le Brésil est entré dans un cercle vicieux qui a entraîné une récession de deux ans, suivie d'une économie morose. Au lieu de se concentrer sur les gros titres et de débattre des avantages et des inconvénients des politiques passées de Lula, du scandale de corruption qui a fouetté le Parti des travailleurs ou même de la gestion douteuse de la pandémie de COVID-19 par Jair Bolsonaro, prenons plutôt un point de vue différent.

#1 Le boom des matières premières

Que la santé économique du Brésil dépende fortement des prix des matières premières n'est un secret pour personne. Le plus grand pays d'Amérique du Sud est [le plus grand exportateur mondial de soja, de sucre brut et de café, le 2e exportateur de minerai de fer et de biocarburant et le 8e producteur de pétrole](#). La montée du Brésil a coïncidé avec un boom de la demande de matières premières à la suite de l'entrée de la Chine sur la scène du commerce mondial. De même, sa chute a été concomitante à une détérioration des conditions de marché dans la première économie d'Asie.

On aurait pu s'attendre à voir les matières premières baisser fortement et le Brésil entrer en récession à la suite des mesures de confinement strictes imposées par Xi. Loin de là, les prix ont grimpé en flèche en 2022 à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, entraînant un choc



Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié, destiné à un usage professionnel uniquement. Sa diffusion est interdite à toute autre personne ou entité qui ne devrait pas se fier aux informations qu'il contient, ainsi que sa reproduction totale ou partielle. Ce document a été établi par SUNNY AM, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), numéro d'agrément GP08000045. Ce document n'a pas de caractère contractuel et ne peut être considéré comme une offre ou une sollicitation de souscription, d'achat, de vente ou de location d'OPCVM, de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers ou de souscription à des services de gestion ou de conseil. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.



énergétique et des pénuries alimentaires, en plus des perturbations existantes des chaînes d'approvisionnement. Malgré une politique ferme de zéro covid qui a fermé des villes entières et mis leurs économies en pause, les exportations du Brésil vers le géant asiatique ont en fait augmenté : [63,5 milliards de dollars d'exportations en 2019, 67,9 milliards de dollars en 2020, 87 milliards de dollars en 2021 et 89,7 milliards de dollars en 2022.](#)

Bien que les matières premières agricoles puissent subir une correction des prix au cours des prochains mois, la demande toujours croissante de ces produits devrait plus que compenser la perte causée par la baisse du prix. La consommation de soja, par exemple, [a plus que doublé au cours des deux dernières décennies](#), tirée par l'augmentation de l'alimentation animale. Ainsi, les effets d'une éventuelle baisse des prix, voire d'une récession mondiale, seraient donc atténués par la résilience des exportations brésiliennes.

Si la situation en Iran se détériorait davantage et que l'OPEP continuait à restreindre sa production, nous serions confrontés à une flambée des prix du pétrole, qui se propagerait rapidement au reste des matières premières, faisant grimper leurs prix respectifs, remplissant les coffres de Brasilia.

Parler d'une récession mondiale peut vous venir à l'esprit comme une bonne raison pour ne pas investir dans un pays en développement dont la force économique dépend si fortement des prix des matières premières. Que la croissance passe par un *soft landing* ou un *hard landing* demeure un sujet de discussion. Outre une source de revenus diversifiée, où [le pétrole et les métaux représentent 31,8 % des exportations totales en 2020 contre 38,9 % pour les matières premières agricoles et d'élevage](#), ce qui est remarquable, c'est la décorrélation du Brésil des économies occidentales. Preuve en est la crise des subprimes : en 2009, [son PIB ne s'est contracté que de -0,1 % \(contre -2,6 % aux États-Unis\)](#), et son principal indice boursier, Bovespa, n'a [reculé en janvier 2010 que de -6 % par rapport à son sommet, en mai 2008](#) (contre -20 % pour le S&P 500). Un autre exemple est la performance boursière de l'année écoulée : malgré un choc profond sur les économies occidentales, [avec le S&P500 en baisse de près de 20 %, le Dow -8,8 % et le NASDAQ -33,1 %, Bovespa affiche une performance positive de +4,7 %.](#)

Les 10 dernières années ont été ardues. Cependant, les exportations du Brésil se sont avérées résistantes aux récentes perturbations commerciales causées par la politique chinoise zéro-covid, et sa relative résistance aux krachs boursiers dans l'UE et aux États-Unis s'est confirmée. Mais... qu'en est-il de l'inflation ?

#2 Le combat contre l'inflation

["La réouverture rapide de l'économie a entraîné une forte hausse de l'inflation. Mais cette inquiétude est tempérée par un certain nombre de facteurs qui suggèrent que ces lectures élevées sont susceptibles de s'avérer temporaires." - Août 2021.](#) C'est la position de la FED vis-à-vis de l'inflation. Il a fallu attendre mars 2022 pour voir la première hausse des taux aux États-Unis. Contrairement à la FED, à la BCE ou encore à la BoE, la banque centrale du Brésil a anticipé les risques d'une inflation collante dès le mois de mars 2021 et a augmenté ses taux à un rythme soutenu (tous les 1 à 2 mois) à 12 reprises consécutives, initiant ainsi sa politique restrictive politique monétaire un an avant les États-Unis.

Mieux vaut prévenir que guérir. La position du Brésil contre l'inflation semble porter ses fruits : [depuis son pic à 12,33 % en avril 2022, son inflation en glissement annuel n'a cessé de diminuer chaque mois depuis \(à l'exception de juin\) et s'est établit à 4,65 % en mars 2023.](#) Avec une inflation sur une trajectoire baissière, O Banco Central a cessé d'augmenter ses taux depuis août 2022 pour éviter de comprimer son économie, mais s'est également abstenu de les réduire trop rapidement pour éviter un retour de l'inflation. Le stade avancé de sa lutte contre l'inflation est un indicateur avancé des opportunités d'investissement du Brésil.

Un gouvernement de gauche au pouvoir pourrait déclencher une alerte pour les investisseurs, las d'une inflation élevée. Avoir Lula comme président soulève des inquiétudes quant à une augmentation spectaculaire des dépenses qui alimenterait davantage l'inflation. Pourtant Lula n'est pas Liz (Truss). En effet, il a déjà l'expérience de la lutte contre l'inflation puisqu'elle atteignait 14% lorsqu'il a pris ses fonctions en janvier 2003. Si nous regardons de plus près ses 8 dernières années de mandat, malgré l'augmentation du salaire minimum et l'acheminement de milliards de reals dans son des programmes sociaux, [il a réussi à refroidir l'inflation, la laissant à 5 % en 2010 tout en réduisant la dette publique de 60 % à 40 % environ.](#)

Et cette fois, il ne pourra pas imposer sa volonté aussi facilement...

#3 Même président, réalité différente

Bien que Lula ait réussi à battre Bolsonaro et soit devenu président pour la troisième fois, ce n'était pas une victoire écrasante. Les troubles politiques, l'instabilité et la dégradation du niveau de vie ont profondément divisé le pays. L'écart se creuse de minute en minute : les bolsonaristes voient le retour au pouvoir de Lula comme une menace communiste qui pèse sur le Brésil, et les partisans de Lula voient dans le règne de Bolsonaro une menace pour les fondements de la démocratie dans

leur pays. Le résultat de cette animosité a été un résultat électoral très étroit où le Partido dos Trabalhadores (Parti des travailleurs) n'a obtenu que 12 % des sièges au Congrès, ce qui obligera Lula à chercher des alliés au-delà de son royaume. En effet, s'il veut remplir son agenda et réaliser des progrès, il devra collaborer avec les partis de centre-droit, qui seront moins enclins à être d'accord avec les mesures les plus radicales de Lula.

Il ne fait aucun doute qu'en tête de liste des priorités de Lula se trouve l'aide aux plus démunis, avec des programmes de protection sociale tels que sa célèbre Bolsa Familia. Cependant, les règles ont changé depuis son dernier départ de Brasilia. Une mauvaise gestion, la corruption et une pandémie mondiale ont fait grimper la dette publique depuis le départ de Lula (bien qu'elle ait clôturé [en 2022 à moins de 73 % de son PIB](#), son plus bas depuis 2018). Le budget du pays est désormais limité par un plafond de dépenses qui limite les augmentations budgétaires au taux d'inflation.

Afin de remplir sa promesse de campagne d'aider les Brésiliens les moins favorisés, Lula a récemment demandé l'approbation du Congrès pour adopter un amendement constitutionnel afin d'augmenter le plafond des dépenses. [Mais les représentants du Brésil ont contesté la proposition de Lula et ont réduit la durée du projet de loi à un an seulement, la moitié de ce que visait le Parti des travailleurs, dans ce qui pourrait être une préface au troisième mandat de Lula...](#)

[La nomination de Geraldo Alckmin, un centriste pro-business bien connu, au poste de vice-président et la nomination d'un pool diversifié d'économistes sont des signes de la volonté de Lula de diriger un gouvernement consensuel.](#)

Les investisseurs craignant une vague de nationalisation des entreprises privées, en plus de dépenses incontrôlées entre autres peuvent être rassurés par les résultats des élections. Lula mettra très probablement en œuvre ses programmes de protection sociale mais il sera incapable de placer l'État comme principale source de croissance économique comme il le souhaite.

Le pragmatisme bien connu de Lula ne jouera pas seulement un rôle important à la maison. Dans un monde déchiré entre le camp occidental et l'alliance sino-russe, la capacité de Lula à se lier d'amitié avec ses ennemis respectifs fait du Brésil un pays intéressant pour les IDE. Il a clairement indiqué sa proximité avec les États-Unis lors de son voyage à Washington un mois seulement après son entrée en fonction, sans adopter une attitude belliciste envers la Chine. Loin de là, la visite de [Lula à Pékin en avril 2023 vise à rétablir les relations entre les deux pays](#). En signant des dizaines d'accords lors de sa visite, Lula cherche à relancer et à stimuler les investissements chinois dans son pays, de l'aérospatiale et des infrastructures à l'énergie et au développement durable.

Comment intégrer ce sujet dans nos décisions d'investissement ?

Après une décennie de turbulences en tous genres, l'économie brésilienne semble enfin sur la bonne voie. Lula a une occasion en or de se racheter et de restaurer la confiance dans son parti.

Alors que la croissance du pays a été brisée par l'arrêt brutal du boom des matières premières des années 2000, la résistance relative du Brésil aux chocs de Wall Street semble prévaloir, tout en affichant une résilience surprenante face à la santé économique de son principal partenaire commercial. Cette décorrélation est une caractéristique prisée dans un contexte de marché volatile comme celui que nous vivons.

En outre, le stade avancé de la lutte contre l'inflation au Brésil, comparé à la politique *hawkish* des banquiers centraux occidentaux, ouvre la voie à une opportunité d'investissement idéale. Le résultat des élections de 2022 obligera Lula à négocier avec les partis de centre-droit pour adopter une législation, se distanciant d'un style de gouvernement de gauche dure qui aurait effrayé les investisseurs. Diriger le pays avec un congrès aussi fracturé ne sera pas une tâche facile, mais son expérience bien connue et son pragmatisme politique sont des ingrédients clés pour réussir et attirer les capitaux étrangers. Le pragmatisme de Lula pourrait s'avérer être une source clé de diversification par rapport à la guerre froide qui vient d'émerger. Enfin, la diversité des exportations du Brésil combinée à l'immensité de ses ressources en matières premières permettront au pays d'être au centre de la transition énergétique, et d'être l'un des principaux bénéficiaires de la réouverture complète de la Chine, tout en bénéficiant d'une forte résilience aux chocs exogènes.

L'équipe de gestion identifie les tendances et se positionne pour les saisir, sur la base d'une compréhension approfondie de l'environnement macroéconomique.

Les développements récents au Brésil sont des indicateurs solides que le pays a peut-être atteint un tournant qui pourrait conduire à des opportunités d'investissement dans son marché boursier et sa courbe de rendement. Tout en étant vigilant sur l'évolution des événements géopolitiques à venir, le troisième mandat de Lula s'inscrit dans notre thématique « Absence de synchronisation / Resynchronisation des banques centrales ».

Leon Campillo, CFA

lcampillo@sunny-am.com



Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié, destiné à un usage professionnel uniquement. Sa diffusion est interdite à toute autre personne ou entité qui ne devrait pas se fier aux informations qu'il contient, ainsi que sa reproduction totale ou partielle. Ce document a été établi par SUNNY AM, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), numéro d'agrément GP08000045. Ce document n'a pas de caractère contractuel et ne peut être considéré comme une offre ou une sollicitation de souscription, d'achat, de vente ou de location d'OPCVM, de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers ou de souscription à des services de gestion ou de conseil. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.



Etienne de Marsac – Responsable de la gestion *Absolute Return*



edemarsac@sunny-am.com

Sources:

[The Observatory of Economic Complexity \(https://oec.world/\):](https://oec.world/)

-<https://oec.world/en/profile/country/bra>

[The Economist \(https://www.economist.com/\):](https://www.economist.com/)

-<https://www.economist.com/the-americas/2022/09/19/how-left-wing-on-economics-is-luiz-inacio-lula-da-silva>

[Our World in Data \(https://ourworldindata.org/\)](https://ourworldindata.org/)

-<https://ourworldindata.org/soy>

[The World Bank \(https://data.worldbank.org/\)](https://data.worldbank.org/)

-<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=BR>

[World Data \(https://www.worlddata.info/\)](https://www.worlddata.info/)

-[https://www.worlddata.info/america/brazil/inflation-](https://www.worlddata.info/america/brazil/inflation-rates.php#:~:text=The%20inflation%20rate%20for%20consumer,increase%20was%2057.245%20trillion%20percent.)

[rates.php#:~:text=The%20inflation%20rate%20for%20consumer,increase%20was%2057.245%20trillion%20percent.](https://www.worlddata.info/america/brazil/inflation-rates.php#:~:text=The%20inflation%20rate%20for%20consumer,increase%20was%2057.245%20trillion%20percent.)

[Investing.com \(https://fr.investing.com/\)](https://fr.investing.com/)

-<https://fr.investing.com/indices/bovespa>

[Bloomberg \(https://www.bloomberg.com/\)](https://www.bloomberg.com/)

-<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-30/brazil-takes-top-stock-crown-in-dire-year-for-equity-markets#xj4y7vzkg>

[Reuters \(https://www.reuters.com/\)](https://www.reuters.com/)

-<https://www.reuters.com/business/why-fed-chair-powell-still-thinks-high-inflation-is-temporary-2021-08-27/>

[Trading Economics \(https://tradingeconomics.com/\)](https://tradingeconomics.com/)

-[https://tradingeconomics.com/brazil/inflation-](https://tradingeconomics.com/brazil/inflation-cpi#:~:text=Annual%20inflation%20rate%20in%20Brazil%20fell%20to%204.65%25%20in%20March,1.75%2D4.75%25%20target%20range.)

[cpi#:~:text=Annual%20inflation%20rate%20in%20Brazil%20fell%20to%204.65%25%20in%20March,1.75%2D4.75%25%20target%20range.](https://tradingeconomics.com/brazil/inflation-cpi#:~:text=Annual%20inflation%20rate%20in%20Brazil%20fell%20to%204.65%25%20in%20March,1.75%2D4.75%25%20target%20range.)

-<https://tradingeconomics.com/brazil/government-debt-to-gdp>

[The Economist Group \(https://economistgroup.com\)](https://economistgroup.com/)

-<http://country.eiu.com/article.aspx?articleid=422353225&Country=Brazil&topic=Politics&subtopic=Forecast&subsubtopic=Election+watch>

[CBS News \(https://www.cbsnews.com/\)](https://www.cbsnews.com/)

-<https://www.cbsnews.com/news/lulas-legacy-a-transformed-brazil/>

<https://www.ft.com/content/10ce1041-a9bd-4f03-b98c-4fa19227198b>

[Financial Times \(https://www.ft.com/\)](https://www.ft.com/)

-<https://www.ft.com/content/10ce1041-a9bd-4f03-b98c-4fa19227198b>

[CNN \(https://edition.cnn.com/\)](https://edition.cnn.com/)

-<https://edition.cnn.com/2023/04/11/americas/lula-brazil-china-visit-intl-latam/index.html>



Ce document promotionnel est un outil de présentation simplifié, destiné à un usage professionnel uniquement. Sa diffusion est interdite à toute autre personne ou entité qui ne devrait pas se fier aux informations qu'il contient, ainsi que sa reproduction totale ou partielle. Ce document a été établi par SUNNY AM, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), numéro d'agrément GP08000045. Ce document n'a pas de caractère contractuel et ne peut être considéré comme une offre ou une sollicitation de souscription, d'achat, de vente ou de location d'OPCVM, de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers ou de souscription à des services de gestion ou de conseil. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

