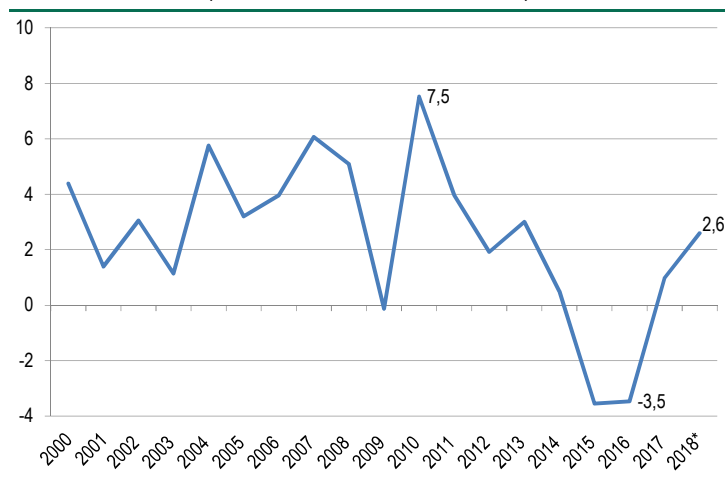


Brasile: la crescita economica

(tasso di variazione a/a del Pil)



Fonte: Banco Central do Brasil; 2018 stima

Nella **graduatoria riferita al Pil 2017** espresso in dollari una delle novità è il “sorpasso” dell’Italia da parte del Brasile, ora all’ottavo posto. Nondimeno, tra i paesi BRIC, il Brasile è l’unico ad aver perso terreno: tra il 2003 e il 2017 la sua partecipazione al Pil globale è diminuita e il coinvolgimento nel circuito delle esportazioni mondiali è cresciuto in maniera solo marginale.

Nel 2017 il **Brasile è tornato a registrare una limitata crescita** con la prospettiva di un risultato più positivo (2,5-3%) per l’anno in corso e per il 2019. Il rientro dell’inflazione sta consentendo un allentamento della politica monetaria.

Il paese sudamericano risente di una **ridotta attività d’investimento**, malgrado un significativo afflusso di finanziamenti dall’estero.

Nell’ambito delle esportazioni è fortemente aumentata la quota dei prodotti primari (ora quasi la metà del totale) mentre sotto il profilo dei mercati di sbocco, cresce il rilievo della Cina con il parallelo ridimensionamento del mercato statunitense ed europeo.

n. 25

28 giugno 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Brasile: una promessa non ancora mantenuta

S. Carletti  silvano.carletti@bnlmail.com

Nella graduatoria riferita al Pil 2017 espresso in dollari recentemente pubblicata dal Fondo monetario internazionale una delle novità è il “sorpasso” dell’Italia da parte del Brasile, ora all’ottavo posto, subito dopo la Francia. Nondimeno, tra i paesi BRIC, il Brasile è l’unico ad aver perso terreno: tra il 2003 e il 2017 la sua partecipazione al Pil globale è diminuita (-0,2 pp) e il coinvolgimento nel circuito delle esportazioni mondiali è cresciuto in maniera solo marginale (+0,2 pp).

Dopo la sostanziale stagnazione del 2014 (+0,5%) e la forte contrazione nei due anni successivi (complessivamente -7 punti percentuali di Pil e quasi 4 mln di posti di lavoro in meno), il Paese è tornato a registrare una limitata crescita (+1%) con la prospettiva di un risultato più positivo (2,5-3%) per l’anno in corso e per il 2019. Il rientro dell’inflazione consente un allentamento della politica monetaria, un processo di normalizzazione che potrebbe essere messo in discussione dal recente indebolimento del real.

La mancata realizzazione delle favorevoli prospettive attribuite al Brasile ha ovviamente molte cause. Tra esse un posto di rilievo può essere attribuito alla ridotta capacità d’investimento. A fronte di un significativo afflusso di finanziamenti dall’estero, scarso appare l’investimento pubblico, circostanza evidenziata anche dalla modesta dotazione di infrastrutture del Paese. Insufficiente anche il flusso di investimenti privati, in questa fase penalizzati dall’elevato livello dei tassi d’interessi bancari.

L’offerta commerciale del Brasile ha subito importanti modifiche in questi anni. La quota dei prodotti primari, che all’inizio di questo secolo era pari al 26%, nel periodo più recente risulta quasi raddoppiata (al 48%); parallelamente, i prodotti manufatti, rimasti sostanzialmente stabili in valore, hanno visto fortemente ridursi il loro contributo alla formazione dell’export totale, da oltre la metà al 36% nell’anno in corso.

Molto cambiata anche la mappa dei principali partner commerciali. Gli Stati Uniti che all’inizio degli anni duemila assorbivano il 23% delle esportazioni e alimentavano una quota appena inferiore di importazioni, hanno visto sensibilmente ridursi il loro ruolo (al 12% e al 16%, rispettivamente). Nello stesso periodo le esportazioni brasiliane destinate alla Cina sono passate dal 4% ad oltre il 22% (probabilmente oltre il 25% alla fine del 2018).

All’inizio degli anni duemila gli esperti di economia internazionale richiamarono l’attenzione sul crescente contributo dei paesi emergenti alla dinamica economica mondiale. Nel 2001 venne coniato l’acronimo BRIC per attirare l’attenzione su quattro di questi Paesi ritenuti più di altri in grado di condizionare il ciclo economico mondiale in virtù sia della rilevante dimensione demografica ed economica sia del profilo di sviluppo fino ad allora messo in luce.

A oltre 15 anni di distanza quella intuizione economica può ritenersi verificata, seppure non in misura completa. Secondo le elaborazioni del Fondo monetario internazionale tra il 2003 e il 2017 il contributo dei quattro paesi BRIC al circuito economico mondiale risulta complessivamente cresciuto di 7,7 punti percentuali (da 23,7 a 31,4 pp) nel caso del Pil (espresso in PPA) e di 7,4 pp (da 8,4 a 15,8 pp) se invece si guarda alle esportazioni di merci e servizi. A livello di singoli paesi, la previsione si è dimostrata corretta nel caso della Cina (le sue quote sono aumentate di 5,6 e 5,7 pp,

rispettivamente) e in scala più ridotta nel caso dell'India (+ 1,7 pp e +1,3 pp). Più contenuta la progressione della Russia (+0,6 pp e +0,2 pp).

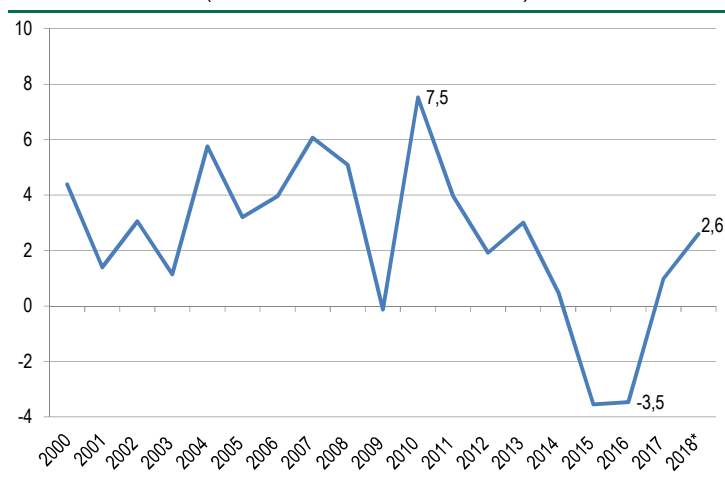
Per il Brasile, invece, le evidenze sono complessivamente negative: tra il 2003 e il 2017 la partecipazione al Pil mondiale è diminuita (-0,2 pp) e il coinvolgimento nel circuito delle esportazioni mondiali è cresciuto in maniera solo marginale (+0,2 pp). Se da un lato l'arco di tempo considerato è di ampiezza tale da far escludere che possa trattarsi di difficoltà congiunturali, dall'altro lato resta forte la percezione di un significativo potenziale di crescita.

Il quadro congiunturale

Il Brasile ha chiuso il 2017 con un risultato economico modesto ma comunque incoraggiante. Dopo la sostanziale stagnazione del 2014 (+0,5%) e la forte contrazione nei due anni successivi (complessivamente -7 punti percentuali di Pil e quasi 4 mln di posti di lavoro in meno), il Paese è tornato a registrare una limitata crescita (+1%) con la prospettiva di un risultato più positivo (2,5-3%) quest'anno e nel prossimo. Nell'anno in corso ad una stagnazione del settore agricolo (che risente però del progresso a doppia cifra registrato nel 2017) si è affiancato da un lato l'andamento positivo dell'industria manifatturiera ed estrattiva, dall'altro lato un significativo recupero del settore terziario. Gli investimenti privati mostrano qualche segnale di ripresa, sostenuti da un miglioramento della posizione finanziaria delle imprese. Da parte loro i consumi delle famiglie dovrebbero crescere del 3% a fronte però di una dinamica dei consumi pubblici appena positiva (negativa nel 2017) riflesso della necessità di limitare lo squilibrio di conti pubblici.

Brasile: la crescita economica

(tasso di variazione a/a del Pil)



Fonte: Banco Central do Brasil; 2018 stima

Decisamente importante è la conferma del rientro dell'inflazione risultata nei primi cinque mesi di quest'anno stabilmente inferiore al 3%, un livello inferiore al "pavimento" del corridoio che definisce la tolleranza delle autorità in tema di controllo dei prezzi (4,5% +/- 1,5 pp). Alla luce del trend in atto è stato deciso un riposizionamento verso il basso di questo corridoio (4,25% +/- 1,5 pp nel 2019, 4% +/- 1,5 pp nel 2020). Il raffreddamento della dinamica dei prezzi ha creato le condizioni per una rapida discesa

del tasso di riferimento monetario: ridotto di quasi 6 punti percentuali in poco più di un anno, il tasso *overnight* (Selic) risulta dal marzo scorso fissato al 6,50%.

Questo processo di normalizzazione monetaria potrebbe essere messo in discussione dal recente indebolimento del real, il cui cambio contro dollaro è passato da 3,15-3,20 a fine gennaio all'attuale 3,75-3,80, con punte a 3,90 a inizio giugno. All'origine di questa discesa ci sono probabilmente le incertezze sull'esito della verifica elettorale prevista nel prossimo ottobre (rinnovo della Camera dei Deputati, di un terzo del Senato e, soprattutto, elezione del nuovo presidente della repubblica). Al di là di questo, sul real (così come sulle valute di altri paesi emergenti) pesa il processo di rimodulazione in atto nella politica monetaria e fiscale americana. Se l'indebolimento del real non venisse corretto in tempi contenuti ne potrebbero derivare fenomeni di inflazione importata, con possibili riflessi sul trend di riduzione dei tassi di riferimento monetari interni. Il Brasile, comunque, dispone di una significativa dotazione di riserve valutarie (\$382 mld a metà giugno 2018, oltre 2 volte le importazioni annue dell'ultimo quinquennio).

Una ridotta capacità di investimento

La mancata realizzazione delle prospettive economiche attribuite al Brasile ha ovviamente molte cause. Tra esse un posto di rilievo può essere attribuito alla ridotta capacità d'investimento. Consultando la base dati della World Bank si rileva che il rapporto tra investimenti fissi lordi e Pil nel quinquennio 2012-16 è risultato per il Brasile pari ad appena il 19,2%, oltre la 150° posizione su un totale di circa 200 paesi considerati. La quota indicata è inferiore a quella dei paesi economicamente più avanzati (20,8% per l'insieme dei paesi Ocse) e molto lontana da quella degli altri paesi BRIC (la Cina è a 44,5%, l'India al 30,3%, la Russia al 21,3%).

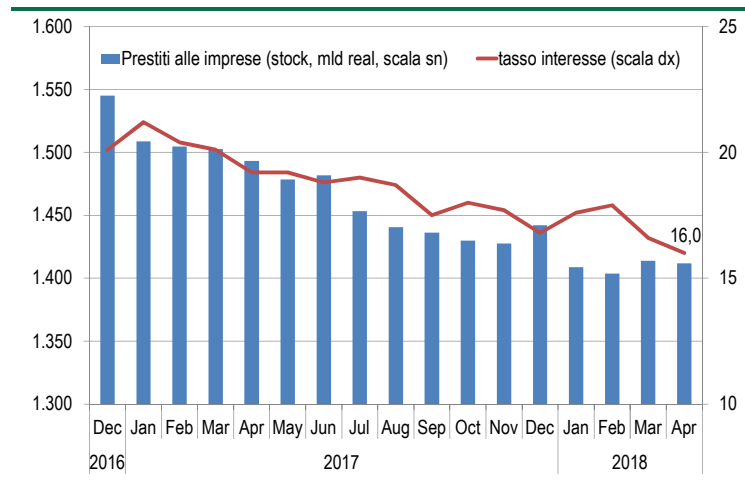
Senza il significativo afflusso di investimenti diretti dall'estero (nell'ultimo quinquennio \$62 mld all'anno, il doppio del dato dell'India e tre volte quello dell'Italia) la carenza sarebbe ancora più acuta. Decisamente scarso appare, in particolare, l'investimento pubblico. La dotazione di infrastrutture del Paese è giudicata da tempo insufficiente e di scarsa qualità.

Il ridisegno della spesa pubblica è in effetti uno dei grandi impegni che da tempo attendono il Brasile. Lo scorso anno il disavanzo pubblico si è attestato al 7,8% del Pil, con una modesta riduzione rispetto al 9-10% registrato nel biennio precedente. Se si fa riferimento al saldo primario il deficit si riduce a meno del 2%. Oltre agli interessi, altra causa di forte squilibrio è l'onere pensionistico: malgrado l'incidenza della popolazione over 65 sia relativamente limitata (orientativamente la metà di quella dell'area Ocse), il Brasile registra una spesa pensionistica ampiamente superiore a quella prevalente in media nei paesi industrializzati (11,6% del Pil rispetto all'8,1%). La complessa fase politica non lascia intravedere nell'immediato le condizioni per riforme in questo campo, interventi che comunque producono effetti diluiti nel tempo. Il debito pubblico accumulato ha già raggiunto l'83% del Pil (dati Bri), un livello alto se confrontato con quello di altri paesi emergenti ma soprattutto in rapida crescita (+21 punti percentuali negli ultimi 5 anni). Il potenziale destabilizzante che deriva da una progressione così intensa è attenuato da alcune caratteristiche di questo debito che risulta quasi interamente denominato in valuta nazionale, con una durata media relativamente lunga, detenuto da investitori esteri solo per una ridotta frazione.

L'insufficiente flusso dell'investimento pubblico si accompagna da qualche tempo ad un altrettanto modesto flusso di investimenti privati. La notazione riguarda soprattutto le imprese che si finanziano presso il circuito bancario nazionale. Ad aprile di quest'anno

l'ammontare dei prestiti alle società non finanziarie risultava in flessione del 5,5% a/a, una contrazione in attenuazione nei mesi più recenti. Alla flessione contribuiscono fortemente ma per cause decisamente diverse da un lato il comparto petrolchimico e in minor misura quello automobilistico (più ampio riferimento ai canali non bancari), dall'altro lato quello delle costruzioni (riduzione assoluta dei finanziamenti).

Brasile: prestiti alle imprese



Fonte: Banco Central do Brasil

Il ricorso al credito bancario è in questa fase particolarmente oneroso: pur diminuito negli ultimi 12 mesi di oltre 3 punti percentuali, il tasso d'interesse richiesto alle imprese era pari al 16% alla fine dello scorso aprile. A posizionare i tassi di interesse su livelli così elevati ha ovviamente contribuito anche il deterioramento del portafoglio prestiti, eredità della profonda recessione del 2015-16. Sul versante delle imprese minori il fenomeno sembra aver raggiunto il suo massimo e dal 2017 ha cominciato ad attenuarsi. Per rendere più distese le condizioni del mercato dei prestiti la banca centrale ha disposto recentemente una riduzione degli obblighi di riserva, un provvedimento che si stima possa accrescere di circa \$8 mld l'offerta potenziale dei finanziamenti.

Interscambio commerciale: cambiano la composizione e i mercati di sbocco

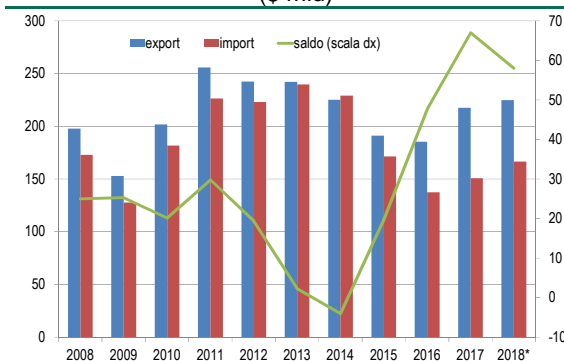
L'insufficiente capacità d'investimento ha condizionato il modello di sviluppo del Brasile a cominciare da uno dei suoi punti forza, l'interscambio con l'estero.

Da molti anni (con la modesta eccezione del biennio 2013-14) l'interscambio commerciale si chiude con avanzi di rilevante importo: \$34 mld in media nel biennio 2015-16, \$67 mld nel 2017. Alla fine dell'anno in corso questo saldo attivo si confermerà cospicuo ma la progressione di crescita evidenziatasi negli ultimi anni risulterà probabilmente interrotta (surplus al di sotto dei \$60 mld) per effetto del maggior dinamismo delle importazioni sollecitato dalla più favorevole congiuntura economica (nei primi 5 mesi dell'anno, +18% a/a a fronte del +6,5% a/a delle esportazioni).

Il consistente avanzo commerciale si combina con un altrettanto importante disavanzo nella bilancia dei servizi (solo negli ultimi due anni la combinazione tra i due saldi ha prodotto una differenza positiva) e con un ingente disavanzo nei trasferimenti. Nell'ultima decade il saldo delle partite correnti è così risultato costantemente negativo.

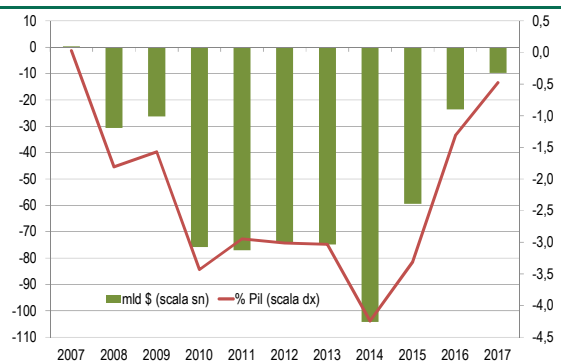
Negli ultimi anni, tuttavia, il disavanzo è stato ricondotto ad una dimensione finanziabile senza difficoltà (nel 2017 \$9,8 mld pari allo 0,5% del Pil a fronte dell'oltre 4% del 2014).

Brasile: interscambio commerciale
(\$ mld)



Fonte: Ministry of Industry, Foreign Trade and Services; 2018 stima Bnl Servizio Studi

Brasile: saldo partite correnti

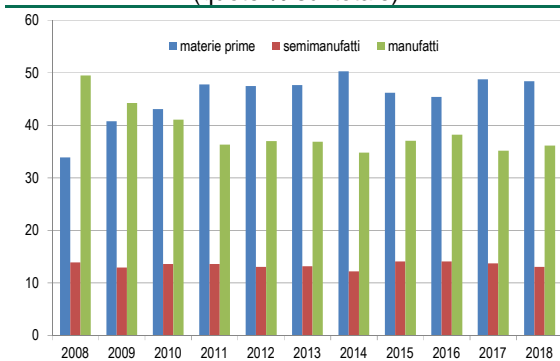


Fonte: Banco Central do Brasil

Dopo aver toccato un massimo nel 2011 (\$256 mld) le esportazioni hanno subito una rilevante contrazione nei cinque anni successivi (\$ 185 nel 2016), con un recupero parziale nel 2017 (a \$218 mld) e possibilmente nell'anno in corso. L'aspetto però più rilevante è che la loro composizione ha subito in questi anni un'evoluzione sfavorevole: la quota dei prodotti primari che nel primo quinquennio di questo secolo era pari al 26%, nel quinquennio più recente risulta quasi raddoppiata (al 48%); i prodotti manufatti, negli ultimi dieci anni rimasti sostanzialmente stabili in valore, hanno subito un'ampia riduzione del loro contributo alla formazione dell'export brasiliano (al 36% nell'anno in corso).

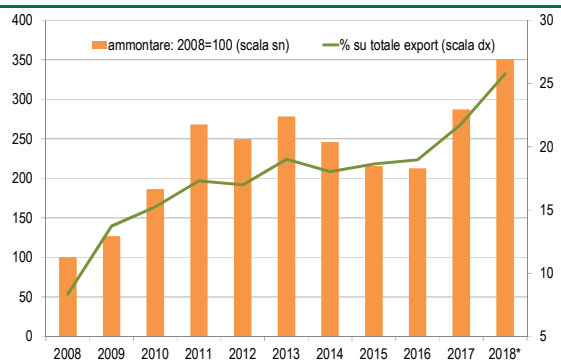
In effetti, il Brasile è il primo o il secondo esportatore mondiale di soia (12% dell'export totale), minerale di ferro, combustibili minerali, carne, zucchero, granturco, caffè, tè. E' un importante produttore petrolifero ma i consumi eccedono la produzione interna in misura non trascurabile (21% nel biennio 2015-16); la consistenza delle riserve appare peraltro contenuta (nel 2016 erano stimate essere pari a 13 volte la produzione annua).

Brasile: composizione delle esportazioni
(quote % sul totale)



Fonte: Ministry of Industry, Foreign Trade and Services.

Brasile: esportazioni verso la Cina



Fonte: Ministry of Industry, Foreign Trade and Services; 2018 stima Bnl Servizio Studi su dati gennaio-maggio.

Ben meno significativo il rilievo del Paese nel mercato dei manufatti. All'ultima verifica possibile (2016), il Brasile non figura tra i primi 15 paesi esportatori di manufatti, il che equivale a dire che a livello mondiale la sua quota di mercato è inferiore al 2%.

L'incidenza sul Pil (a prezzi correnti) del valore aggiunto del settore manifatturiero risulta diminuita tra il 2007 e il 2016. L'aspetto da evidenziare non è la contrazione di questa quota (fenomeno condiviso da un ampio numero di paesi, sviluppati ed emergenti) quanto piuttosto l'intensità del fenomeno (contrazione di oltre un quarto, dal 15,7% all'11,3%). Al netto dell'effetto prezzi e cambi, il Brasile è tra i paesi che nel periodo 2007-16 sperimenta una delle riduzioni più vistose. Si tratta di una trasformazione di rilevante impatto per un Paese la cui popolazione (208 mln circa a fine 2017) è per oltre la metà nella fascia d'età 21-35 anni.

Molto cambiata in questi anni è anche la mappa dei principali partner commerciali. Nel periodo 2000-04 gli Stati Uniti assorbivano il 23% delle esportazioni e alimentavano una quota appena inferiore di importazioni, a fronte di un coinvolgimento della Cina pari, rispettivamente, al 4% e 3%. Nel quinquennio successivo le quote degli Stati Uniti scendono al 15% su entrambi i versanti mentre quelle della Cina sono più che raddoppiate (all'8% e al 10%). Da allora questi trend si sono approfonditi ulteriormente: nel triennio più recente gli Stati Uniti risultano assorbire il 12% circa dell'export brasiliano e fornire circa il 16% delle importazioni; il saldo tra i due flussi prima (2000-08) positivo, diventa poi (2009-16) negativo, per riprendersi nel 2017. Al ridimensionamento statunitense si è accompagnata la crescita del ruolo delle Cina che nel 2017 risulta destinataria di oltre il 22% (probabilmente oltre il 25% alla fine del 2018) delle esportazioni brasiliane e origine del 18% delle importazioni, con un avanzo dal lato del Brasile superiore a \$20 mld (a fronte dei soli \$2 mld nel caso degli Stati Uniti). La crescita della presenza cinese ha avuto riflessi anche sugli scambi con l'Unione europea che ha visto ridimensionate le sue esportazioni verso il Paese sudamericano e quasi azzerato il suo saldo attivo (€1,1 mld nel 2017).

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com