

Allianz Research

Elezioni brasiliane: la calma prima della tempesta?

28 Ottobre 2022



EXECUTIVE SUMMARY

Roberta Fortes
Senior Economist for Ibero-Latam
roberta.fortes@allianz-trade.com

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist
pablo.espinosa-uriel@allianz.com

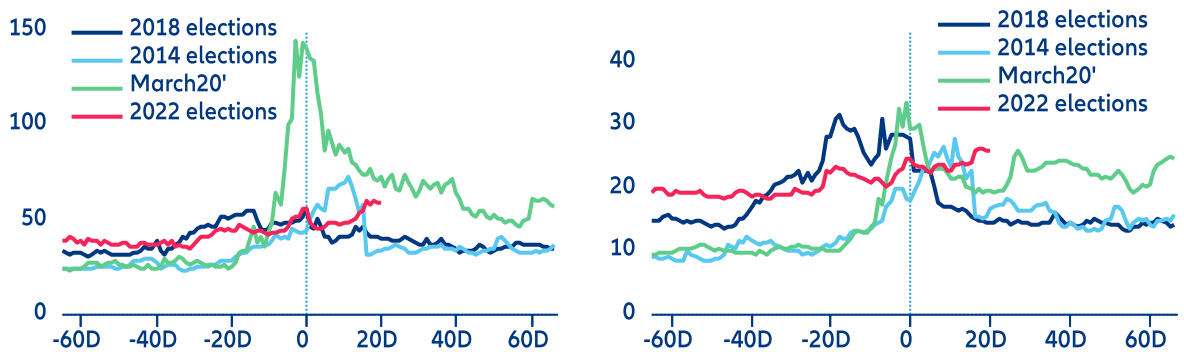
- **A differenza delle precedenti elezioni, ci sono pochi segnali di stress politico sui mercati brasiliani. Tuttavia, i mercati brasiliani sono pronti per un confronto con la realtà nel 2023.** I risultati del primo turno delle elezioni presidenziali hanno ridotto la probabilità di politiche estreme: i mercati conoscono bene entrambi i candidati. Gli investitori hanno anche accolto con favore il boom delle materie prime e la determinazione con cui la Banca centrale del Brasile ha agito (tassi di interesse reali positivi, afflussi di portafoglio reali e netti resilienti). Nel 2023, una volta che le principali banche centrali inizieranno a invertire la rotta e i mercati riadegueranno le loro aspettative di rendimento, le obbligazioni sovrane brasiliane dovrebbero produrre rendimenti positivi. Nel contesto di valuta forte, ciò deriverà dalla riduzione del tasso privo di rischio piuttosto che dagli spread, dove ci aspettiamo un leggero ampliamento (oltre 300 punti base nel 2023) con l'ulteriore aggiustamento dei prezzi del petrolio e l'aumento delle preoccupazioni sulla politica fiscale. I primi tagli dei tassi e il controllo dell'inflazione dovrebbero ridurre leggermente i rendimenti delle obbligazioni denominate in BRL, ma non prevediamo che scendano molto al di sotto dell'11% nel 2023 per l'obbligazione a 5 anni. Il credito dovrebbe beneficiare dell'allentamento della politica monetaria, ma i fondamentali manterranno gli spread più ampi del necessario (~400 punti base). Per quanto riguarda le azioni, lo slancio ciclico a breve termine alimenterà il 2023 (~0-5% rendimento annuo), ma inizierà a perdere slancio entro la fine dell'anno a causa della minore crescita economica strutturale oltre il 2023.
- **Il debito pubblico è il vero vincitore di queste elezioni. Gli investitori vigileranno sulla solidità fiscale.** Al di là di ciò che verrà dalla Federal Reserve e dai prezzi del petrolio, la politica fiscale interna svolgerà un ruolo cruciale. Analizziamo i programmi di entrambi i candidati Lula e Bolsonaro e scopriamo che le misure espansionistiche (trasferimenti sociali, tagli fiscali, ennesima revisione del tetto di spesa) porterebbero a un deterioramento del deficit fiscale primario a -1,9% del PIL nel 2023, il peggiore degli ultimi 20 anni (esclusa la pandemia). Ciò significa anche che il Brasile raggiungerà un rapporto debito/PIL del 100% entro il 2026. Inoltre, alcune misure fiscali potrebbero causare maggiore inflazione: prevediamo un'inflazione complessiva al 5,1% nel 2023, rispetto all'obiettivo della banca centrale del 3,25%, mentre la crescita del PIL reale si indebolirà a +0,8% nel 2023 e tornerà vicina al suo potenziale nel 2024 con l'1,9%. Prevediamo che la BCB manterrà il tasso Selic al 13,75% nel 2022 e inizierà ad abbassarlo nel secondo semestre 2023, portando i tassi di interesse al 12% entro la fine dell'anno.

Cosa ci dicono i mercati sull'esito delle elezioni brasiliane?

Sebbene la volatilità del mercato sia stata strutturalmente più elevata a causa del difficile contesto macroeconomico, le elezioni brasiliane divisive del 2022 non hanno creato ulteriori stress significativi. La situazione attuale non è paragonabile ad altri momenti di tensione nella recente storia finanziaria del Brasile, come marzo 2020, o al crollo del prezzo del petrolio del 2015-16 (livelli inferiori rispetto al Covid-19, ma più duraturi nel tempo). Nel 2014, le turbolenze sono arrivate dopo i risultati del primo turno e nel 2018 prima del primo; entrambi i momenti si sono già verificati in questo ciclo elettorale e i mercati non hanno risposto violentemente.

Entrambi i candidati, Luiz Inacio Lula da Silva (o più comunemente noto come Lula) e il presidente in carica Jair Bolsonaro, sono ben noti e, sebbene vi siano preoccupazioni da entrambe le parti, i mercati si aspettano che nessuno dei due candidati modificherà radicalmente il contesto attuale. Inoltre, i risultati del Partito Liberale (PL) al Congresso assicurano una maggioranza di destra che diminuirebbe il potere esecutivo di Lula se – come suggeriscono i sondaggi – diventasse il prossimo presidente del Brasile. A giudicare dalla reazione degli asset brasiliani, i mercati hanno accolto con favore l'esito del primo round.

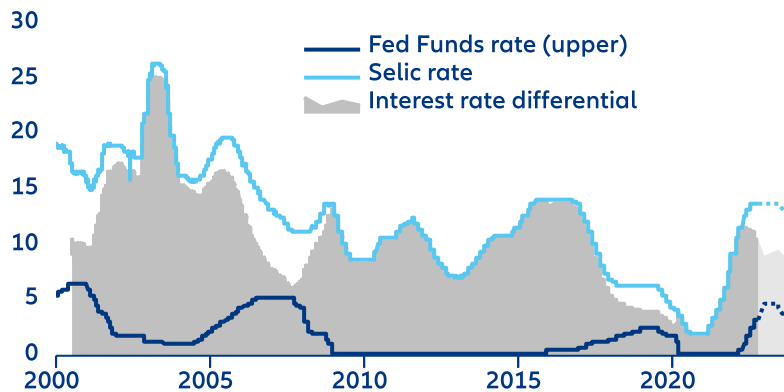
Figura 1: Volatilità pre-elettorale rispetto agli eventi precedenti (LHS: volatilità azionaria, RHS: volatilità implicita BRLUSD 1M).



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. La data 0 corrisponde al primo turno delle elezioni; I ballottaggi sono stati necessari dopo le tre elezioni rappresentate e si svolgono in genere da tre a quattro settimane dopo.

Il Brasile è stato uno dei primi paesi a combattere l'inflazione post-Covid ed è stato addirittura tra i più feroci, anche se la sua situazione relativa dopo la guerra in Ucraina è migliorata rispetto al resto del mondo. Di conseguenza, ora ha tassi di interesse reali positivi, non ha ceduto alla forza del dollaro USA e ha finora attirato quest'anno afflussi netti di portafoglio. Solo una manciata di paesi ci sono riusciti, compresi gli esportatori di materie prime che altrimenti avrebbero dovuto beneficiare dell'impennata dei prezzi.

Figura 2: Tassi reali brasiliani. BCB reazione rapida

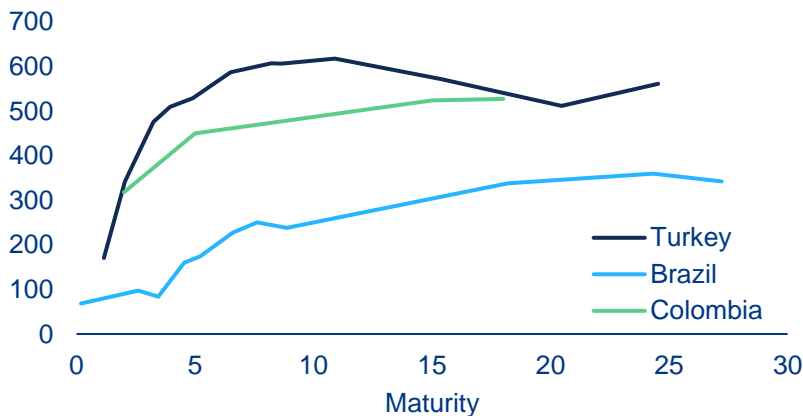


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Le linee tratteggiate e l'area in ombra corrispondono alle previsioni di Allianz Research.

Prevedibilità, stabilità e ortodossia contano.

Come si confronta il Brasile con gli altri mercati emergenti? Nel marzo 2021, quando il Brasile ha attuato il suo primo rialzo dei tassi, il presidente Erdogan ha sostituito il capo della Banca centrale della Turchia. Da allora, gli spread sovrani del Brasile si sono ampliati di 7 punti base, mentre la Turchia ha subito turbolenze che hanno portato gli spread sopra gli 800 punti base. Allo stesso modo, il real brasiliano si è apprezzato del 6% rispetto all'USD, mentre la lira turca ha perso oltre il 50% del suo valore..

Figura 3: Confronto degli spread lungo la curva dei titoli sovrani denominati in USD



Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

Nello stesso periodo, il vicino nord-occidentale del Brasile, la Colombia – geograficamente, culturalmente ed economicamente più vicino al Brasile che alla Turchia – ha visto un pacchetto fiscale volto a ridurre il deficit fiscale ritirato tra le rivolte di piazza, una revisione del rating al non-investment grade da parte di S & P e un presidente di sinistra che prende il potere. Anche se il petrolio rappresenta la quota maggiore delle esportazioni del paese, la sua valuta ha perso oltre il 10% rispetto all'USD in quest'anno. Anche il rischio sovrano della Colombia ha subito un significativo repricing (Figura 4): dal 2021, gli spread dell'USD con la valuta colombiana si sono notevolmente ampliati rispetto a quelli brasiliani.

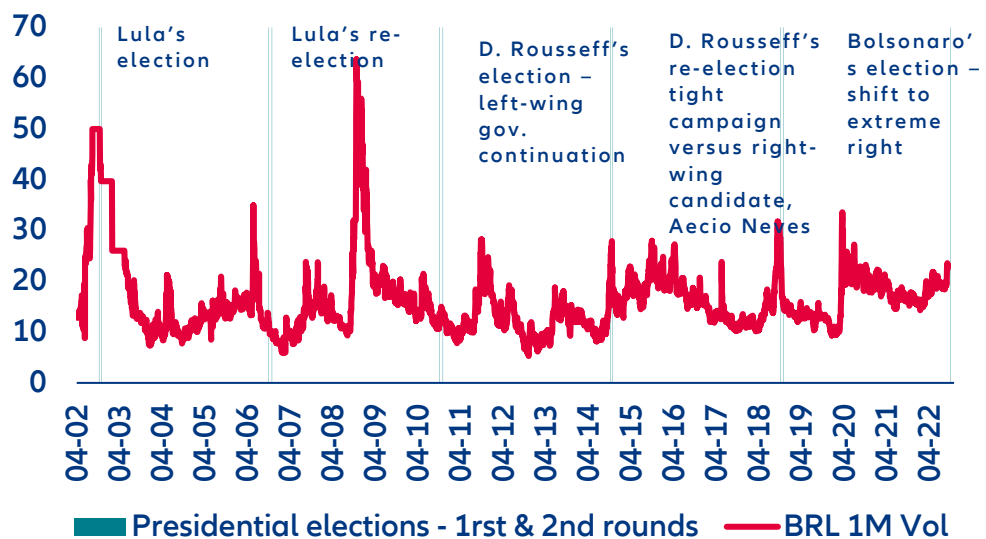
È qui che i fattori idiosincratici giocano un ruolo chiave. Come il Brasile, anche la Colombia ha avuto elezioni presidenziali nel 2022. Le elezioni si sono svolte a giugno e hanno segnato la vittoria del candidato di sinistra, Gustavo Petro, un'inversione di tendenza nella scena politica colombiana fino ad allora dominata dalla destra. Le incertezze sulla politica economica da adottare nel paese hanno pesato pesantemente sulla valuta. L'attuale quadro politico brasiliano, mostrando due ex presidenti come candidati per il prossimo governo, offre meno sorprese ai mercati. In effetti, dalla figura 5, vediamo che il real brasiliano (BRL) è stato molto meno volatile durante le elezioni attuali rispetto alle elezioni precedenti, quando i cambiamenti nella direzione del governo da sinistra a destra, o viceversa, sono stati associati a una maggiore volatilità del tasso di cambio..

Figura 4: Differenziale tra OAS sovrano colombiano e USD brasiliano (una differenza positiva indica che gli spread colombiani sono più alti e viceversa).



Fonti: BofA, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Spread dai livelli dell'indice.

Figura 5: Volatilità implicita a un mese del real brasiliano (BRL) rispetto alle elezioni presidenziali

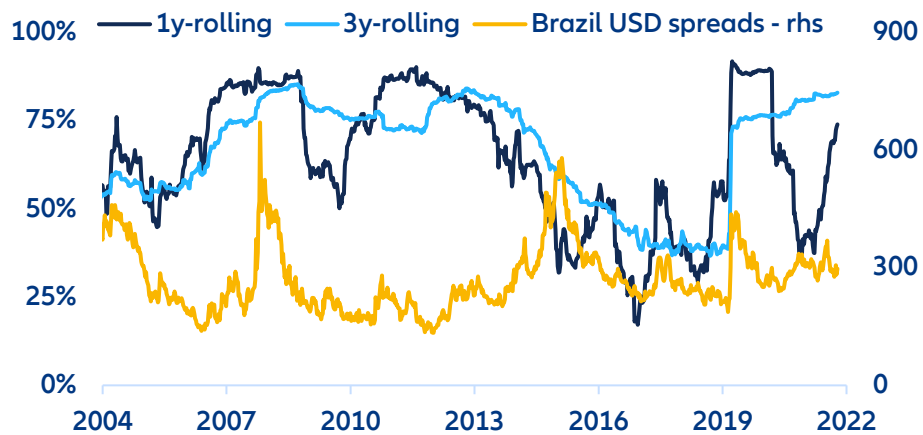


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Gli investitori hanno accolto con favore il boom delle materie prime, ma non vedono rischi al ribasso di dissolutezza fiscale

Le maggiori preoccupazioni per il Brasile sono l'ulteriore inasprimento delle condizioni finanziarie statunitensi, i prezzi del petrolio (insieme alla domanda cinese) e l'inflazione locale che va fuori controllo. Finché non ci sarà un'inversione a U nell'approccio del Brasile verso lo stato di diritto, le principali minacce alle sue prestazioni sono esterne. Come vediamo nella Figura 6, l'importanza dei fattori globali nello spiegare i movimenti degli spread sovrani brasiliani sta aumentando rapidamente mentre la stretta della Fed scuote i mercati obbligazionari di tutto il mondo. Continuiamo ad aspettarci un tasso sui Fed Fund del 4,75% entro la fine dell'anno e del 3,75% entro la fine del 2023, il che non farà che peggiorare le cose. Prevediamo che la BCB manterrà il tasso Selic al 13,75% nel 2022 e inizierà ad abbassarlo nel secondo semestre 2023, portando i tassi di interesse al 12% entro la fine del 2023.

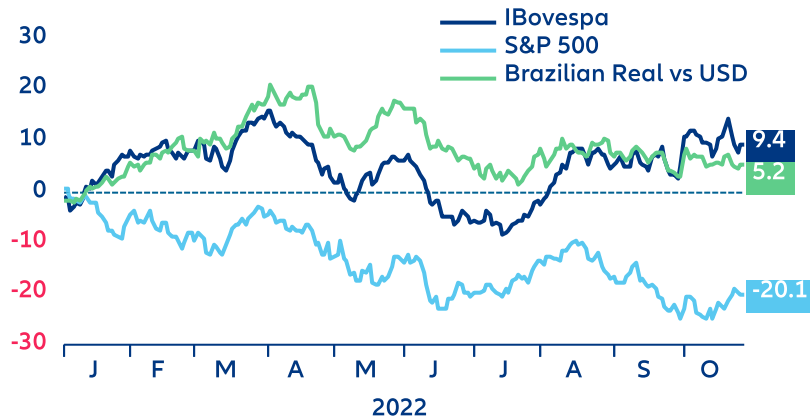
Figura 6: Quota dei movimenti degli spread dell'USD brasiliano spiegata da fattori comuni



Fonti: BofA, Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Gli asset rischiosi brasiliani hanno mostrato una notevole resilienza nel 2022 rispetto ad altri importanti mercati emergenti. L'indice Bovespa sta attualmente registrando un rendimento del ~9% da inizio anno, mentre l'S&P 500 e altri indici azionari dei mercati sviluppati stanno mostrando una correzione del ~20% da inizio anno. Ciò comporta un'ulteriore sovraperformance del 5% da inizio anno del real brasiliano rispetto all'USD. Nonostante ciò, è importante contestualizzare il punto di partenza degli asset brasiliani: il 2020 e il 2021 sono stati estremamente negativi per il Brasile mentre il paese lottava con la pandemia. Durante questi due anni, Bovespa ha registrato un rendimento aggregato del -10%, mentre l'S&P 500 è aumentato di ben il 47,5%. Allo stesso tempo, il real brasiliano ha perso il 38,5% rispetto all'USD. La divergenza di performance 2020-2021 rivela che gli asset brasiliani e statunitensi seguono ritmi diversi: mentre gli asset brasiliani si stanno riprendendo da un profondo minimo economico e di mercato, gli asset statunitensi stanno correggendo da un picco storico, rendendo le condizioni economiche e di mercato iniziali del 2022 strutturalmente diverse (Figura 7).

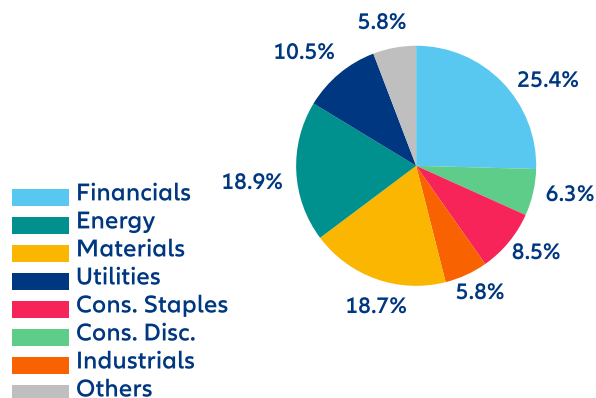
Figura 7: Mercati azionari e valutari del Brasile rispetto agli Stati Uniti (da inizio anno %)



Fonti: BofA, Refinitiv Datastream, Allianz Research.

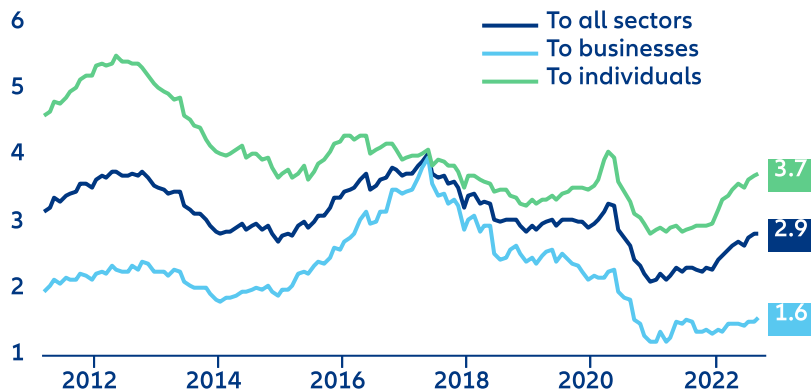
Ma le diverse condizioni iniziali del mercato non spiegano l'intera storia. Il ritmo divergente nei percorsi di politica monetaria tra il Brasile e i grandi mercati sviluppati ha avuto e sta avendo un impatto diretto sulla performance e sulle valutazioni degli asset rischiosi. Guardando indietro al 2021, quando il Brasile ha iniziato il suo percorso di rialzo delle politiche e quindi si è discostato dai mercati sviluppati, l'avversione al rischio ha guadagnato molto terreno, portando a una forte correzione del mercato brasiliano e a un deprezzamento della valuta. Alla fine del 2021 e soprattutto nel 2022, tuttavia, il brusco ciclo di rialzi insieme al superciclo attenuante delle materie prime ha favorito la performance degli asset rischiosi, avviando sia l'indice che la valuta verso una ripresa forte e costante. Nel caso dei mercati azionari, la concentrazione relativamente elevata dei titoli finanziari (che beneficiano di tassi di interesse più elevati e di tassi di default relativamente bassi, anche se in aumento per gli individui, figura 8) e dei settori trainati dalle materie prime (che beneficiano del super ciclo) ha portato a un'estrema resilienza e sovraperformance. Tuttavia, ciò solleva preoccupazioni circa la sostenibilità del rally del mercato e il modo in cui le politiche fiscali e monetarie potrebbero influire sul percorso di ripresa in futuro (Figura 9).

Figura 8: FTSE Brasile – Scomposizione settoriale (%)



Fonti: FTSE, Refinitiv Datastream, Allianz Research.

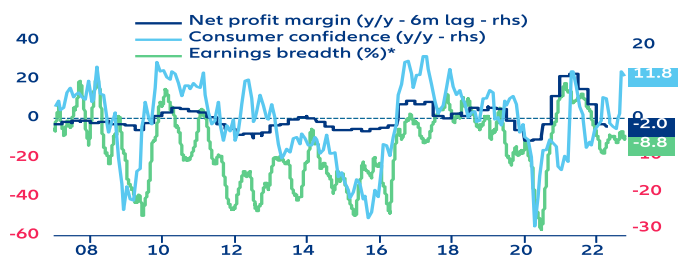
Figura 9: Brasile – Percentuale di crediti deteriorati (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

In futuro, il mercato si concentrerà sull'ortodossia fiscale, sull'imminente ciclo di allentamento monetario e sull'impatto del rallentamento economico globale. Nel 2023, le prospettive dovrebbero rimanere legate all'inizio del ciclo di allentamento. Dopo il secondo turno, e indipendentemente dal vincitore delle elezioni, il grado di ortodossia fiscale e la trasmissione fiscale saranno fondamentali per il sentimento del mercato. Tuttavia, se la situazione fiscale non si deteriora più del previsto, la stabilità del mercato dovrebbe prevalere nel 2023, con la maggior parte delle spinte fiscali condotte attraverso entità parafiscali. Allo stesso tempo, e con una politica monetaria più accomodante, i settori sensibili alle politiche dovrebbero fornire un certo grado di ammortizzazione rispetto al rallentamento economico generale e al previsto calo dei prezzi delle materie prime. Il tasso Selic più basso dovrebbe portare i mercati a scambiare lateralmente, ma con una leggera inclinazione positiva per la maggior parte dell'anno (~0-5% di rendimento totale per il 2023). Oltre il 2023, le prospettive per gli asset rischiosi dovrebbero diventare più pessimistiche, a prescindere da chi vincerà le elezioni presidenziali, poiché le debolezze strutturali dell'economia brasiliana dovrebbero riemergere, portando a una scarsa crescita degli utili a lungo termine e a un aumento degli squilibri fiscali. Queste prospettive non positive per gli asset rischiosi nel medio termine diventeranno ancora più pronunciate se il rallentamento e il deterioramento strutturale dell'economia inizieranno, ancora una volta, a frenare il sentimento dei consumatori, poiché ciò porterebbe a un'ulteriore erosione dei bilanci delle aziende, che si aggiungerebbe a quella già importata dal rallentamento dell'economia globale (Figura 10).

Figura 10: Brasile – Margini di profitto netti rispetto alla fiducia economica e ampiezza degli utili* (%)

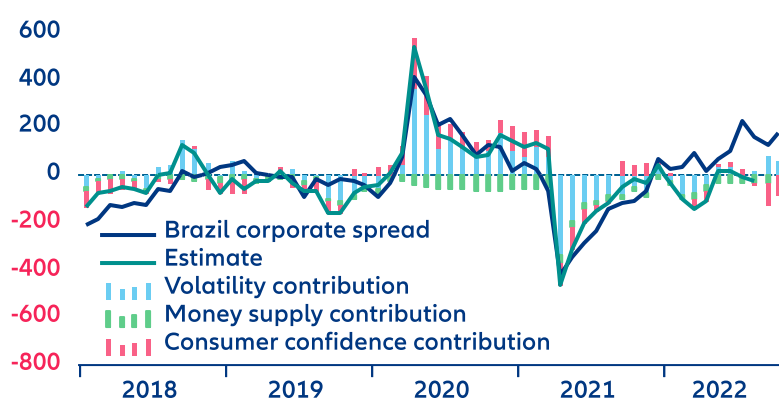


Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Nota: * # delle revisioni al rialzo dell'EPS - # delle revisioni al ribasso dell'utile per azione in % del totale # delle stime

Per quanto riguarda il credito, ci si dovrebbe aspettare una prospettiva a medio termine simile a quella delle azioni, ma nel breve periodo l'allentamento dei tassi ufficiali allevierà le difficoltà. Il ciclo di rialzo iniziale del BCB ha messo a rischio le società brasiliane, poiché la prospettiva di maggiori costi di finanziamento e un contesto macroeconomico incerto hanno portato a un ampliamento strutturale degli spread societari fino al 2022. Tuttavia, nel 2023 e insieme alle azioni, la prospettiva di una politica monetaria più permissiva abbinata a un anno ancora stabile dovrebbe fornire un certo cuscinetto per il calo del rischio di credito e quindi per la compressione degli spread societari verso i 400 punti base rispetto ai 425 pb attuali. Oltre il 2023, gli spread creditizi rimarranno sotto pressione poiché i bilanci e le capacità di rimborso delle società saranno messi alla prova, portando a spread strutturalmente più ampi e a un numero crescente di *fallen angels* (Figura 11).

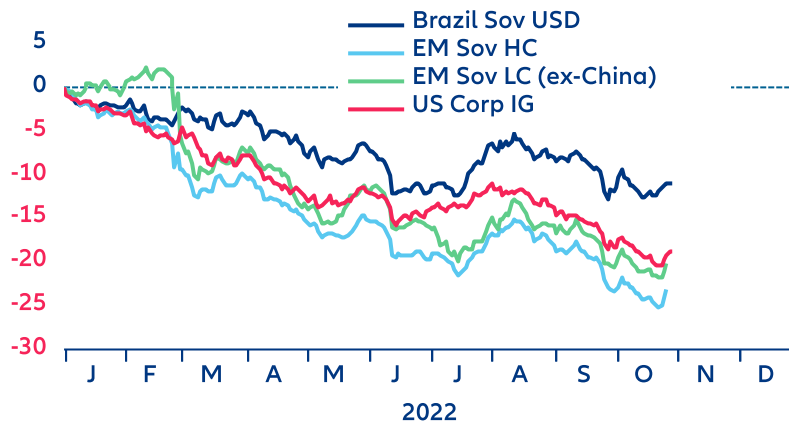
Figura 11: Scomposizione dello spread societario Brasile-USD (variazione a/a)



Fonti: BofA, Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Le obbligazioni brasiliane hanno sovraperformato la maggior parte degli asset a reddito fisso tradizionali. Sebbene il forte aumento dell'inflazione e dei tassi d'interesse di riferimento abbia colto di sorpresa molti investitori e abbia trasformato il 2022 in uno dei peggiori anni per i rendimenti a reddito fisso a livello globale, le obbligazioni brasiliane sono andate meglio (Figura 12). I fattori menzionati per altre *asset class*, come la forza reale attraverso la bilancia dei pagamenti o il punto di partenza relativamente basso, hanno contribuito a questa *sovraperformance* relativa. Poiché i mercati stanno testando il rinnovato *appeal* del reddito fisso, le obbligazioni brasiliane sono destinate a produrre nuovamente rendimenti positivi nella seconda metà del 2023. Ma la domanda da porsi è piuttosto se la sua performance relativa rispetto ad altri asset a reddito fisso (e soprattutto ad altri EM) ne valga la pena. Ci sono molti fattori che il nuovo presidente brasiliano non potrà risolvere (come i tassi della Fed o il prezzo del petrolio), ma la politica fiscale giocherà un ruolo cruciale nei prossimi anni. Riteniamo che in termini relativi, e guardando oltre l'immediata spinta ciclica a breve termine, il Brasile sottoperformerà gli altri mercati emergenti a causa delle pressioni fiscali non ancora eliminate. I tassi d'interesse si stabilizzeranno su livelli elevati, per cui il Brasile continuerà a offrire cedole interessanti, ma con maggiore instabilità e rischio.

Figura 12: Performance di alcuni indici obbligazionari rispetto ai titoli sovrani dell'USD brasiliano (rendimento totale).

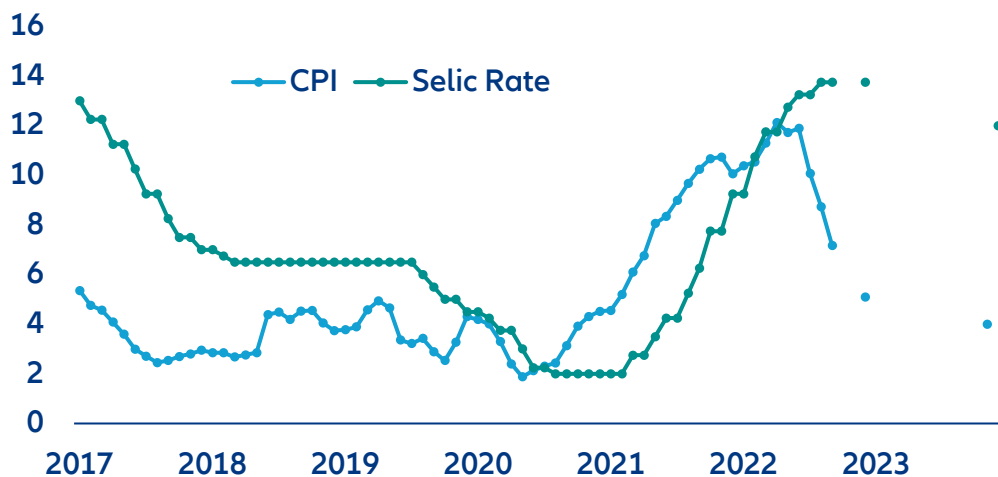


Fonti: BofA, JP Morgan, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Una diversa selezione degli indici EM e Corporate potrebbe portare a risultati diversi. Brasile Sov USD fa parte del EM Sov HC.

“Niente è così permanente come un programma governativo temporaneo”^[1]

La politica fiscale sarà una questione centrale nel prossimo governo, indipendentemente dall'esito delle elezioni presidenziali. Se confrontato con gli altri paesi latinoamericani, ovvero i LatAM-5[2], il rapporto debito pubblico/PIL del Paese è significativamente più alto, con il 93% nel 2021 (la Colombia è al secondo posto con il 64%). L'aumento del programma di trasferimenti di denaro "Auxilio Brasil" di 200 reais fino alla fine dell'anno, in un contesto di bassa crescita economica, ha ulteriormente peggiorato le prospettive fiscali. L'inflazione sembra aver raggiunto il picco, grazie a misure governative come il taglio dei prezzi del carburante da parte di Petrobras, oltre all'esenzione fiscale su carburanti ed elettricità. Anche le aspettative di inflazione sono rallentate a causa del rallentamento della crescita economica e dei tassi di interesse più elevati. Prevediamo ancora un'inflazione complessiva del 5,1% nel 2023 rispetto all'obiettivo della BCB del 3,25%.

Figura 13: Inflazione e tassi di interesse in Brasile (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Figura 14: Indicatori macroeconomici chiave per LATAM-5

		Brazil	Colombia	Chile	Mexico	Peru
Fiscal	Fiscal balance/ GDP	-4.42%	-6.84%	-7.49%	-3.80%	-2.55%
Inflationary risk	CPI	9.80%	9.40%	11.50%	7.80%	7.77%
Competitiveness	REER (deviation from the average of past 5 years)	-4.52%	-12.24%	-6.06%	8.88%	1.04%
Growth	GDP (average 2022-2023)	1.80%	4.20%	1.30%	1.40%	2.80%
External Sector Ratios	External Debt/GDP	48.70%	62.00%	69.00%	52.00%	48.00%
	External Debt/ Exports	181.40%	333.20%	218.20%	88.70%	135.30%
	Public Debt/ GDP	93.01%	64.60%	36.29%	57.56%	36.35%
	FX reserves (USD bn)	327.6	56.3	37.8	196.3	74.3
	CA/GDP	-1.90%	-6.10%	-8.50%	-0.80%	-3.60%
	Import Cover	12.2	8.2	6.0	4.0	14.3

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Tra aumenti di spesa e perdite di entrate, il prossimo governo dovrà decidere se continuare gli aiuti sociali / tagli fiscali recentemente implementati e rivedere la regola del tetto di spesa. Sia Lula che Bolsonaro hanno già indicato che il valore di "Auxílio Brasil" sarà mantenuto agli attuali 600 reais. Si noti che il bilancio 2023 inviato al Congresso include già tale estensione. Tuttavia, non include l'importo riadattato (che comporterebbe un costo totale aggiuntivo di 52 miliardi di reais, pari allo 0,5% del PIL) e include anche l'estensione della riduzione delle imposte federali sul carburante. Non c'è spazio fiscale nel tetto di spesa per accogliere tutte queste richieste, il che significa che si dovranno fare degli aggiustamenti. Entrambi i candidati hanno già segnalato l'intenzione di apportare modifiche all'attuale tetto di spesa, un meccanismo creato nel 2016 per limitare la crescita della spesa pubblica all'inflazione registrata nell'anno precedente, al fine di tenere sotto controllo la spesa pubblica, che ha permesso un significativo aggiustamento fiscale negli ultimi anni. Detto questo, da quando è stato istituito, il tetto di spesa ha già subito alcune modifiche e ha fatto sì che la spesa totale crescesse oltre il percorso originariamente fissato nel tetto, minando la sua credibilità. Una delle più recenti è stata la "PEC di emergenza", che ha permesso di pagare gli aiuti di emergenza e le altre spese necessarie per combattere la crisi di Covid-19.

Di seguito riportiamo e quantifichiamo l'impatto fiscale delle proposte di entrambi i candidati, sulla base di interviste e/o discorsi tenuti nelle ultime settimane. Nella serrata corsa alla poltrona presidenziale, notiamo una forte tendenza all'aumento del "pacchetto gentilezza" complessivo. Le proposte principali sono evidenziate nella Figura 15. Si noti che vengono specificate solo le spese che si aggiungono a quelle già presenti nel piano di bilancio 2023.

Figura 15: Proposte che dovrebbero cambiare la politica di bilancio

	Lula R\$ bn / % GDP	Bolsonaro R\$ bn / % GDP
Income Tax adjustment	21.5	32.6
% GDP	0.22%	0.34%
"Auxilio Brasil" - cash transfer program - expected changes		
Increase in value permanently to R\$600	52	52
% GDP	0.54%	0.54%
Extra R\$ 150 to child up to 6 years	18	na
% GDP	0.19%	
Thirteenth payment to women in charge of the family	na	10.2
% GDP		0.11%
Salary readjustment for all public servants	na	10
		0.10%
Total	91.5	104.8
% GDP	0.95%	1.08%

Fonti: *Diversi media brasiliani (certamente non esaustivi, le omissioni rimangono nostre), Inop, Allianz Research.*

La figura 15 sfata il mito di una spesa molto maggiore sotto la presidenza di Lula: entrambi i candidati porterebbero a spese aggiuntive di almeno 100 miliardi di R\$, senza entrate corrispondenti, oltre a un deficit fiscale già previsto a 64 miliardi di R\$.

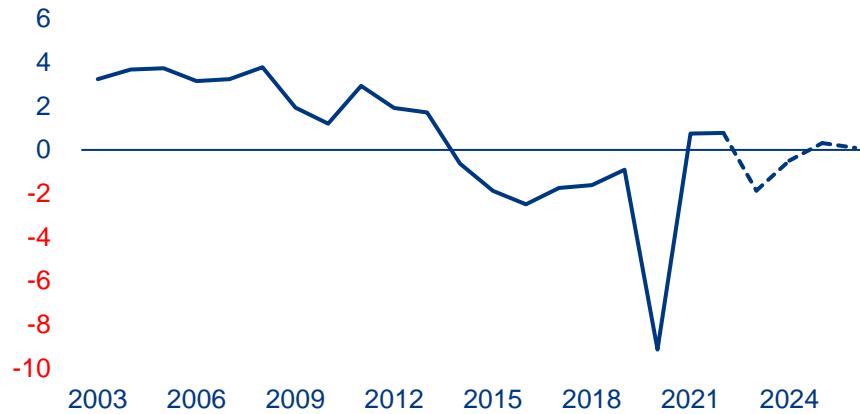
Alcune considerazioni fiscali aggiuntive:

- Il rinnovo del Congresso punta a una maggioranza di centro-destra, con il Partido Liberal (PL) di Bolsonaro che è il più grande partito in entrambe le camere, Camera dei deputati e Senato. Ciò significa che un governo Bolsonaro avrebbe maggiori probabilità di approvare misure al Congresso rispetto a un governo Lula nel 2023. Controintuitivamente, i rischi fiscali sarebbero quindi più alti sotto Bolsonaro che sotto Lula, nonostante la serie di privatizzazioni pianificate da Bolsonaro.
- Entrambi i candidati contemplan anche una riforma fiscale, che comprende, da un lato, la semplificazione del sistema e la riduzione della pressione fiscale, e dall'altro una maggiore tassazione degli utili e dei dividendi attraverso l'imposta sul reddito come un modo per finanziare la spesa extra. Gli utili societari sono già tassati in Brasile, ma la loro distribuzione alle persone fisiche è esente da imposte dal 1996.

Indipendentemente da chi vincerà, il saldo fiscale del Brasile si deteriorerà e il rapporto debito/PIL è destinato ad aumentare a un livello record entro il 2026..

L'aumento della spesa di 100 miliardi di R\$ in media durante il prossimo mandato porterebbe a un deficit primario del -1,9% per il 2023. Ciò significa un ritorno ai livelli osservati nel 2015-2017 e una delle peggiori performance di bilancio degli ultimi 20 anni, escludendo gli effetti eccezionali della pandemia di Covid-19 (cfr. grafico 16).

Grafico 16: Disavanzo di bilancio primario (% del PIL)



Fonti: FMI, Allianz Research.

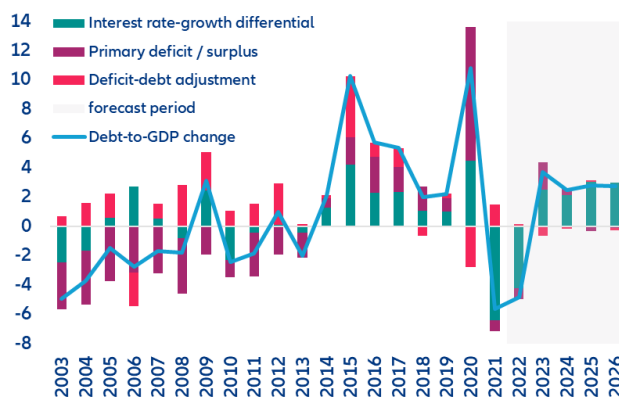
Dal grafico 17 si nota che il disavanzo primario contribuirà quindi positivamente all'aumento del rapporto debito/PIL, soprattutto nel 2023 e nel 2024, e inizierà a contribuire negativamente all'aumento del rapporto debito/PIL dal 2025 in poi. Ciononostante, la traiettoria del debito pubblico continuerà verso l'alto, trainata soprattutto dal notevole divario osservato tra i tassi di interesse e la crescita reale nell'orizzonte di previsione (cfr. figura 18), con un rapporto che raggiungerà il 100% nel 2026..

Figura 17: Previsioni dei conti di bilancio

	Real GDP growth	CPI	Nominal GDP growth	Average interest rate on debt to be refinanced	Total interest expenditures (% of GDP)	Total primary balance (% of GDP)	Total fiscal balance (% of GDP)	Total debt (% of GDP)
2022	2.8%	9.6%	12.6%	12.0%	6.2%	0.8%	-5.8%	88.2%
2023	0.8%	5.1%	5.9%	9.9%	6.8%	-1.9%	-8.6%	91.9%
2024	2.1%	4.0%	6.1%	8.5%	7.3%	-0.5%	-7.7%	94.3%
2025	1.9%	3.3%	5.2%	8.1%	7.8%	0.3%	-7.5%	97.2%
2026	1.7%	3.2%	4.9%	8.0%	7.4%	0.1%	-7.3%	99.9%

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Figura 18: Variazione del rapporto debito/PIL del Brasile e relativi contributi sottostanti



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

In questo contesto, è chiaro che il prossimo governo deve riprendere il programma di riforme per affrontare l'impasse fiscale. La regola della crescita della spesa e la crescita potenziale dell'economia hanno un impatto significativo su queste proiezioni. Il nostro scenario di base prevede una crescita economica vicina al suo potenziale (+1,9%) a partire dal 2024, dopo il +0,8% del 2023. Sicuramente l'adozione di una regola fiscale coerente con l'ottenimento di risultati primari positivi e l'adozione di riforme che consentano la crescita potenziale dell'economia saranno fondamentali per ridurre il debito pubblico. In caso contrario, il premio per il rischio del Brasile aumenterà sicuramente nel medio termine, il che porterà a una minore crescita, a tassi di interesse più elevati e, di conseguenza, a un aumento del debito. Il compito erculeo del prossimo presidente è chiaro e gli investitori lo seguiranno con attenzione.

^[1] *Milton Friedman.*

^[2] *Brasile, Colombia, Perù, Cile e Messico*

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes..