

Les Matinales du Club

Brésil : les défis pour consolider la sortie de crise et prendre un nouvel élan

Compte-rendu

PRESIDEE PAR SEBASTIEN JEAN, Directeur du CEPII

Intervenants

Jens Arnold, Chef de bureau Argentine/Brésil, Coordinateur Amérique Latine, OCDE

Sylvain Bellefontaine, Senior Economist, Group Economic Research, BNP Paribas

Overview of the Brazilian economy

Brazil is coming out of recession, growth has returned at the beginning of 2017, after a recession that lasted for eight consecutive quarters.

The government has recently implemented reforms to improve fiscal sustainability and has shown a stronger commitment to fiscal adjustment in order to restore confidence. This is probably one of the drivers behind the recovery, which is still weak. **Our forecast is that growth is going to increase by the end of year 2018, before a further acceleration in 2019.**

Inflation has come down, after a peak at 10% in January 2016; it is now below 3%. The Central Bank has been acting quite independently lately, but the effectiveness of monetary policy in Brazil could be strengthened by formalizing the *de facto* independence of the central bank. For instance, the executive should not be able to replace at any time the leadership of the central bank.

Despite the recovery, Brazil still faces structural challenges. One of these is the need to **improve productivity**.

Concerning indicators of well-being and development other than GDP, Brazil performs well in terms of subjective well-being and social connections, but is below the average with respect to income and wealth, education, environmental quality, health and housing.

Brazil is one of the **most unequal countries in the world**: half the population has access to 10% of total income whereas the other half disposes of 90%.

Without reforms, Brazil will not be able to grow in the future as it did during the last decade.

Its growth performance has been driven by forces that will not be there in the future:

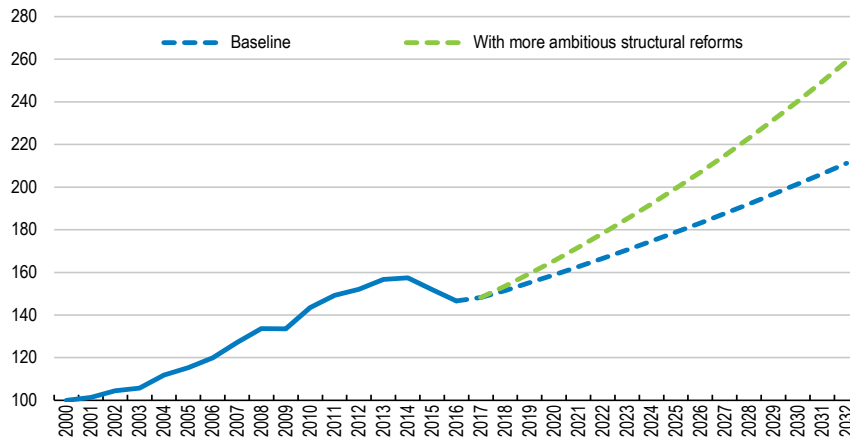
- High commodity prices
- Demographic bonus that allowed an extension of the aggregate wage bill far beyond what productivity alone would have allowed. This process is actually inverting and Brazil will be one of the fastest aging economy in the world.
- The fiscal situation, which is a complex legacy to deal with for future governments
 - ⇒ That is why Brazil needs a new growth strategy, **in which productivity growth will be key**, as it is in most economies. Moreover, the growth will need to be green and inclusive. This needs strong investments and wide-ranging micro and macro-economic reforms

Our estimates suggest that **structural reforms could raise Brazil's GDP** by more than 20% over 15 years. This would mean an additional 1.4 **percentage points of annual growth** (Brazilian GDP growth up from 2 to 3.4%). This would not only impact incomes, but also inequalities and poverty, although this would take time to materialize.

The reforms with the highest returns concerns:

- Improvements of institutions
- Regulation of product markets
- Regulation of financial markets
- Opening up to the world economy

More reforms would boost growth



1) Improving fiscal sustainability

Fiscal results are a big issue in Brazil, and they deteriorated substantially since 2014, when the primary balance - which excludes interest payments - turned negative after more than a decade of primary fiscal surplus.

The current primary deficit of 1.6% of GDP is far away from the estimated 2.0% surplus that we think Brazil would need to ensure a medium term stabilization of its public debt relative to GDP.

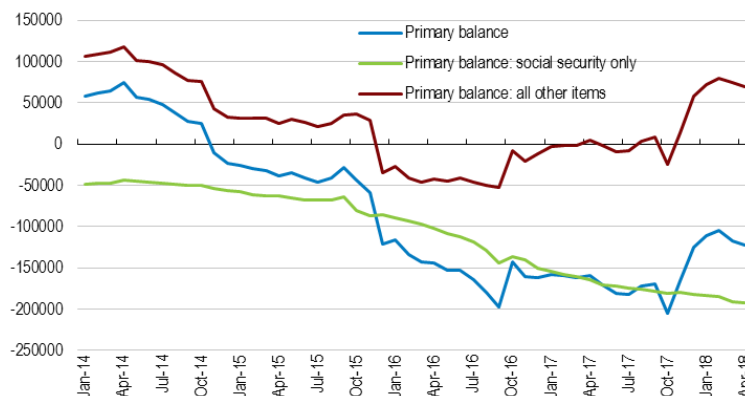
Public debt in Brazil has risen by 20% of GDP in the past three years and is **currently at 76%** of GDP. This is below the OECD average but it is very high for an emerging market economy.

Interest expenditures are more than 6% of GDP, among the highest in the world, and are more than what Brazil spends on education (5.4%).

Our debt sustainability simulations suggest that public debt will continue to rise until 2024, reaching 90% of GDP and then gradually decline. These simulations assume that Brazil will reform its mandatory expenditures in order to comply with the recently enacted expenditure ceiling. Doing so would require deep reforms, including a pension reform. However, if more ambitious reforms were carried out – the reforms that would give Brazil an extra 1.4% annual growth – then the public debt will decline even more rapidly and go back to its current level in 2027.

Pension reform is probably the main point that has been driving the deterioration of fiscal accounts in Brazil.

Pension expenditures have contributed strongly to the deterioration of fiscal accounts



Brazilians retire very early, the current retirement age being 56 for men and 53 for women, compared with an average of 66 in OECD countries. It is therefore necessary to define a minimum binding age for retirement.

The pension system costs 12% of GDP, which is very high, especially when you take into account how young the Brazilian population is. When you take into account how fast it will age in the years to come, this is one of the most urgent elements of the fiscal adjustment. The reform would also be an occasion to make the system more progressive and inclusive, as **the current implicit subsidies are highly regressive, with 82% of the money spent on the 60% richest people**.

At the same time, many social transfers do not really reach the poor. Brazil spends a large and increasing share of its social benefits on middle class families with limited effect to inequality and no effects at all on poverty.

56% of the Brazilians have an income that is below the minimum wage and at the same time, the floor for all pension benefits is the minimum wage. This stands out in international comparison. **Because of the indexation and of the strong growth of minimum wage, the minimum pension benefit has increased substantially.**

At the same time, if this indexation persists, we expect minimum pensions to continue growing at a fast pace.

However, Brazil has instruments to reach the poor. For instance, there is a conditional cash transfer program, which is very effective, but Brazil just spends 0.5% GDP on it, compared to 12% on pensions. Increasing these 0.5% of GDP could have an effective impact on poverty alleviation and inequalities reduction.

Another reason why Brazil should change its social benefits policy is that poverty and unemployment are highly concentrated among the youth.

Here are areas in which Brazil could make a better use of the money that it is already spending:

- Health: the efficiency of the Brazilian Health system is low
- Education: with a budget of 4.5% GDP, Brazil is in fact slightly above the OECD average, but it seems to get a poor return on this level of spending (according to PISA studies)
- Public wages: 13.1% of GDP. Savings can easily be made, as 40% of the current civil servants will retire over the next 10 years. One reason why the public sector is so large is that Brazil has very inefficient and complex systems of finding political consensus (for instance in Congress).
- Programs to foster industrial performance: 4.5% GDP. Most of this money is spent under the form of subsidized credits, tax exemptions. In some cases, alleged corruption may have undermined the efficiency of these programs.
 - ⇒ We estimate the around 8% of GDP could be saved without prejudice to the quality of public services.

2) Raising investment

In order to make productivity a key engine of growth, Brazil will need to raise its investment.

Right now, it is very low and compares poorly with other OECD countries. This is especially true when it comes to **infrastructure quality**. This is not only due to a lack of funding, but also to administrative challenges regarding the implementation of these infrastructures, particularly at the sub-national level, where capacities are lacking.

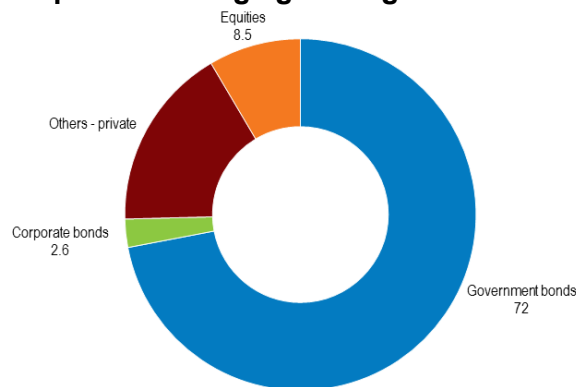
If Brazil does not invest more to improve its productivity, the absence of the demographic bonus in the coming years will lower growth substantially.

Three items are key in this respect:

- Finance: Investment is correlated with ex ante interest rates. FDI can complement domestic saving but not fully replace it as domestic saving is clearly correlated with investment. Domestic saving has fallen, mainly due to the fall in public sector savings.
- Business climate and costs of operating in the local economy
- Incentives and competition

Finance: Brazil has a very special way to organize its financial markets. **Most private savings go to government bonds and at the same time most of the private investment is financed through public bonds.** There is a clear oddity here with respect to the role that private actors can have in this system.

Most private savings go into government bonds



BNDES is the national development bank that has a *de facto* monopoly on lending foreign investment purposes. It is the only bank that finances projects of longer maturities, as private actors are usually limited to very short maturities. **This is a very peculiar system that has implied high subsidies.** Now, however, these subsidies are declining with a reform that is progressively aligning public interest rates with private interest rates (they will be equal in 2 years). This is a big step forward.

Brazil also performs badly in terms of tax efficiency. **It has a very fragmented indirect tax system where each state has its own tax code defining its own tax base and rates.** As a Brazilian producer, it is then necessary to comply with 27 different tax systems. Moreover, the court system is very slow on solving disputes, which has a negative impact on lending.

Some recommendations from the OECD:

- Reduce barriers to entry due to administrative procedures.
- Consolidate consumption taxes into one value added tax with a broad base, full refunds for input VAT paid and zero-rating for exports.
- Focus BNDES lending activities on niche areas where the private sector finds it difficult to operate. Use BNDES to arrange syndicated loans for infrastructure and lead the creation of structured financial instruments.
- Provide more training to officials involved in infrastructure structuring.
- Make wider use of BNDES' technical capacity to assist public entities in project structuring, especially local governments.

3) Fostering Brazil's integration into the world economy

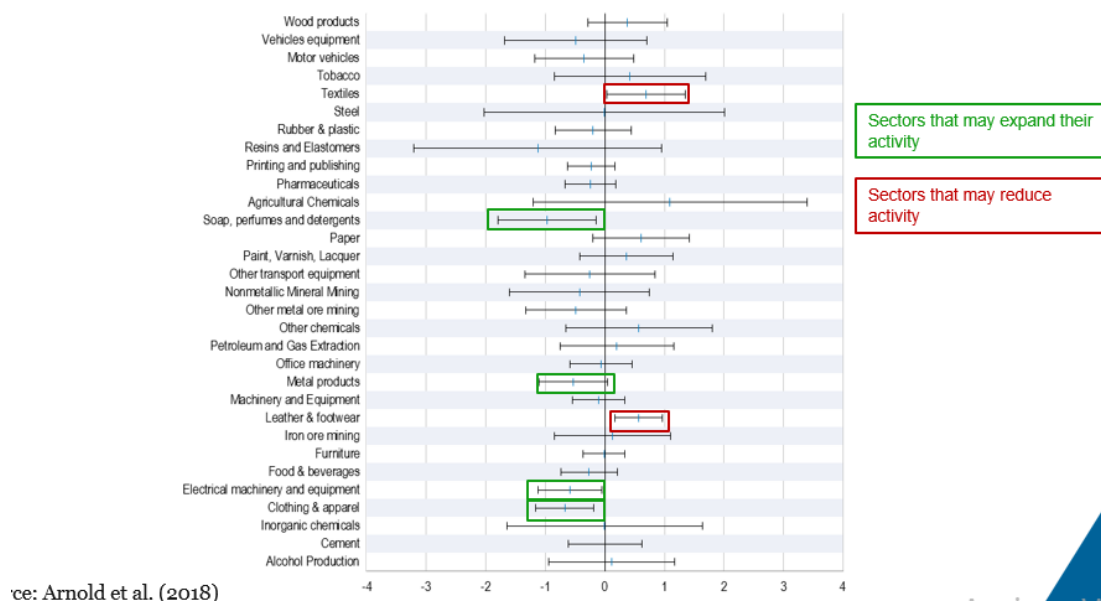
Brazil is one of the closest economies in the world and could clearly benefit from a better integration in the world economy. Imports and exports amount to only 25% of GDP and Brazil is not integrated in global value chains.

High trade barriers translate into relatively high prices in Brazil. The high tariff barriers apply to final goods but also to capital goods. Brazil has a sizable capital goods industry and parts of it are probably not internationally competitive right now, which leads to higher prices.

Difficulties in accessing imported inputs undermine the competitiveness of producers in Brazil, which has caused a decline in export performance over time.

If Brazil opened up to international trade, the benefits in terms of lower consumer prices would particularly affect the lowest decile of the income distribution, which means more redistribution. Concerning the supply side, simulations suggest that two sectors would suffer from the opening, but more sectors would benefit from it.

Estimated responses of value added to changes in trade protection



The recommendations for opening up the Brazilian economy are:

- Lower tariffs and scale back local content requirements.
- Bolster training and assistance programs of job search for affected workers.

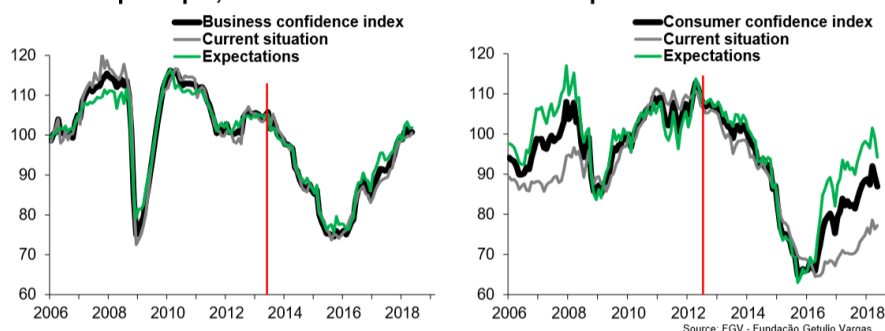
Sylvain Bellefontaine

1) Aux origines de la crise morale et soci(ét)ale

Il s'agit certes d'une crise économique, avec 2 années de récession marquées. Il s'agit également d'une crise budgétaire, sans défaut souverain jusqu'à maintenant notamment grâce à la structure de la dette, relativement bonne. Mais, il n'y a pas eu de crise de balance des paiements ni de crise bancaire.

Il s'agit selon moi essentiellement d'une crise politique, d'une crise de confiance, sociétale et morale. Cette crise remonte à 2012-2013, avec les premiers évènements sociaux suite à la hausse des prix des transports malgré la gabegie due à l'organisation de la coupe du monde. Cette crise a ensuite été décuplée par le scandale Petrobras.

❏ **Confiance: érosion dès 2012-2013, effondrement avec le scandale Petrobras, la crise politique, la baisse du cours des matières premières et la récession**



L'année 2014 a fait basculer le pays dans une crise politique, avec la baisse du prix des matières premières, amenant à la récession de 2015.

2) Quels ont été les fondements économiques de cette crise ?

- Contraintes structurelles :
 - o Manque d'investissement
 - o Manque d'infrastructures
 - o Indexation des salaires sur les prix. De plus le manque de main d'œuvre qualifiée a fait exploser les salaires
 - o Cadre réglementaire trop restrictif
- Erreurs de politique économique, avec un enfermement de Dilma Rousseff dans un dogmatisme keynésien :
 - o Lula avait mis en place une politique budgétaire contra-cyclique suite à la crise de 2008, mais Dilma Rousseff n'a pas su arrêter cette politique à temps. D'importants problèmes de distorsion entre l'offre et la demande ont suivi, générant des tensions inflationnistes et un creusement des *twin deficits* (déficit extérieur et déficit public).

L'environnement des affaires est difficile :

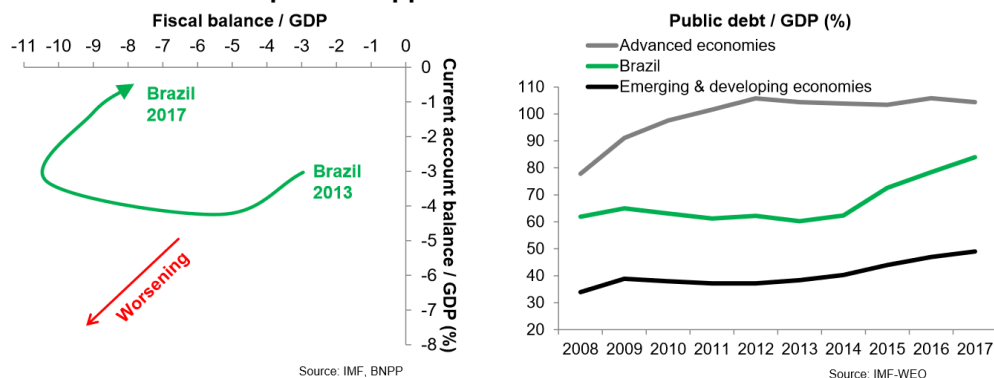
- La pression fiscale s'élève à 36% du PIB, ce qui est trop important pour un pays émergent. Il n'est en conséquence pas possible d'augmenter substantiellement les impôts au Brésil.
- Le code du travail contient certaines rigidités, même s'il a été récemment assoupli
- A propos de la corruption : la justice fait son travail, à tel point que certains ont parlé de « gouvernement des juges ».
- L'inadéquation des infrastructures ne s'améliorera pas à court terme, du fait de coupes dans le budget d'investissement depuis la crise (ces dépenses ont été divisées par deux depuis le programme lancé par Lula en 2007).
- L'accès au financement : les banques sont très solides mais sont un frein à la croissance car elles ne prêtent pas suffisamment aux petites et moyennes entreprises.

La forte croissance des années 2011-2012, alimentée notamment par un boom de l'investissement étranger au Brésil, n'était pas tenable. Elle a provoqué un choc de confiance excessif qui s'est soldé par un ajustement ultérieur massif.

3) Les séquelles de la crise

Les séquelles de la crise sont importantes, et durables, notamment sur le budget.

█ **Déficit budgétaire abyssal malgré les mesures d'austérité, fardeau de la dette, et réformes en suspens à l'approche des élections**



On voit sur le graphique ci-dessus que l'ajustement macroéconomique s'est d'abord traduit par un creusement du déficit courant dû à la détérioration du change et la baisse du prix des matières premières, puis ce déficit a diminué du fait de la récession et de la baisse des importations. Les exportations ont ensuite repris de la vigueur via un effet compétitivité, alors que la demande mondiale accélérât et le prix des matières premières repartait à la hausse.

Le budget a quant à lui été la variable d'ajustement. En 2017, **le déficit budgétaire est élevé, à 8%** du PIB, et une grande partie des dépenses budgétaires sont très rigides, le gouvernement n'ayant de latitude que sur 10% des dépenses budgétaires. **Cette situation s'est traduite par une explosion de la dette publique au cours des 4 dernières années, dans un contexte où le coût de la dette est très élevé** (il est même supérieur aux coûts de la dette grecque, japonaise ou italienne). Cependant la **structure de la dette n'est pas inquiétante à court terme car les marchés domestiques sont relativement profonds, la dette en devise est très faible, les maturités relativement longues.**

Les séquelles de la crise sont également importantes sur le plan social, avec une paupérisation, un déclassement social et une hausse de l'informalité. Le PIB/tête a baissé de 6% en deux ans, autour de 15 000\$ en parité de pouvoir d'achat.

Environ 2,4 millions de personnes sont sorties de la classe moyenne (revenu compris entre 10 et 100\$ / jour) durant la crise pour rejoindre les déciles inférieurs de la distribution des revenus. La classe moyenne est ainsi passé de 67% à 65% de la population.

Les séquelles politiques tiennent d'abord à une absence totale de légitimité pour le gouvernement Temer, avec **un taux de soutien de la population de seulement 6%**. La population est éprouvée par la crise, elle rejette les élites et n'accepte pas les réformes. A la veille des élections, les réformes sont en suspens. Le gouvernement Temer a notamment reporté la réforme du système de retraites qui devait avoir lieu en fin d'année 2017.

4) Effets positifs de l'ajustement macroéconomique

- Regain de compétitivité dû à l'ajustement de salaires, avec une forte diminution des CSU (Coûts salariaux unitaires), aujourd'hui bien inférieurs à leur niveau de la période 2011-2014.
- Réduction du déséquilibre offre-demande qui avait été induit par la poursuite par Dilma Rousseff de la politique de relance de Lula.
- Amélioration de la position extérieure, dont l'indicateur le plus probant est selon moi la résistance des IDE. Ils étaient à un niveau très élevé jusqu'en 2015 (près de 90 milliards \$) : ils ont baissé, certes, mais restent très conséquents, rendant le pays moins tributaire des flux de portefeuilles que de nombreux pays émergents. L'amélioration de la balance commerciale est cependant freinée par l'accélération des importations. Le déficit courant devrait se détériorer dans les prochains mois, les importations accélérant plus vite que les

exportations.

- Crédibilisation de la politique monétaire : le taux de change s'est ajusté durant la crise. Il est resté assez stable depuis 2016 et jusqu'à il y a quelques mois. La désinflation a permis à la banque centrale de baisser les taux d'intérêt à un niveau historiquement bas. Début 2016, beaucoup d'observateurs craignaient une *fiscal dominance* (indexation de la politique monétaire sur la politique budgétaire) car l'explosion du coût de la dette - malgré la dépréciation du change et l'inflation élevée - aurait pu faire perdre à la banque centrale son indépendance d'action, l'empêchant d'augmenter ses taux.
- Deleveraging du secteur privé : le crédit bancaire au secteur privé a chuté après 2013, passant de 15% en 2013 à -4% en 2017, pour revenir en territoire négatif depuis début 2018. Depuis 2017, les ménages ont de nouveau accès au crédit, mais ce n'est pas encore le cas des entreprises, qui devraient cependant voir leur accès au crédit s'améliorer cette année. Le taux d'endettement des entreprises, à 35% du PIB, est relativement faible, surtout par rapport à la moyenne des pays émergents (50%).

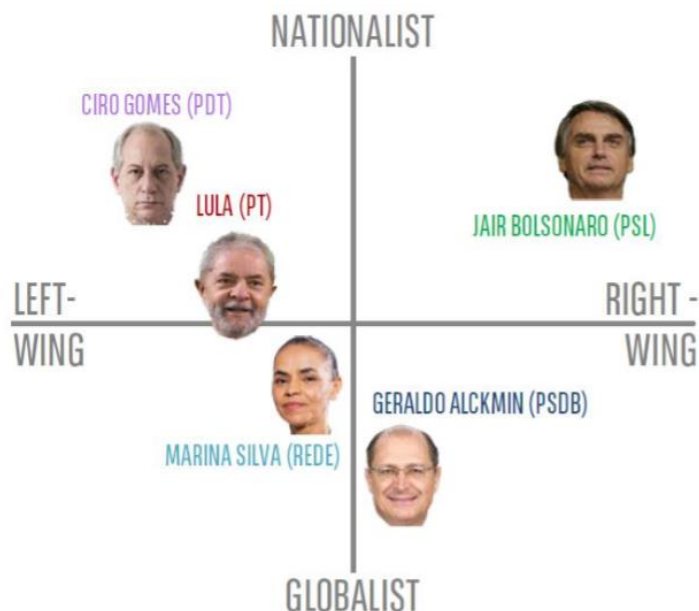
5) Exposition aux marchés internationaux

Ces dernières semaines ont vu la hausse du dollar et des taux d'intérêt américains dans la perspective de la normalisation de la politique monétaire américaine.

On observe aussi une hausse du prix du baril, ce qui est plutôt favorable au Brésil.

Le Brésil a vu une dépréciation d'environ 12% du real au cours des 2 derniers mois contre une dépréciation de 5% pour le panier des pays émergents. Les flux de portefeuilles sont quant à eux très volatils. Cette situation s'est traduite par un écartement des spreads souverains de 60 points de base (pb) entre fin mars et début juin 2018, à 300 pb contre 190 pb pour la moyenne des pays *investment grade*. **Le taux à 10 ans est passé de 10 à 12% en 2 semaines.**

6) Elections à venir (1^{er} tour en octobre 2018)




Les partis populistes sont aujourd'hui éreintés et il existe un risque de vote radical et de dérive populiste. Le leader actuel selon les sondages n'est autre que le Lula (30% des intentions de vote), mais il est en prison et ne devrait pas pouvoir se présenter aux élections. Le deuxième candidat selon les sondages est **Jair Bolsonaro, qui a une orientation de droite assez radicale, nationaliste et évangéliste**. Le candidat des marchés est le centriste Geraldo Alckmin, voire Marina Silva.

Les principales thématiques de campagne sont : les conditions sociales, la corruption et loin derrière,

l'économie. Les électeurs brésiliens n'ont donc clairement pas les mêmes préoccupations que les marchés.

7) Atouts et facteurs de risque

 Atouts	Facteurs de risque
<ul style="list-style-type: none">▪ Marché domestique important▪ Potentiel agricole et matières premières▪ Crédibilité de la politique monétaire▪ Solidité de la position extérieure▪ Attractivité pour les investisseurs étrangers▪ Solidité du secteur bancaire▪ <i>Deleveraging</i> du secteur privé▪ Marchés de capitaux locaux plutôt profonds▪ Dette publique en devises très faible▪ Risque systémique modéré	<ul style="list-style-type: none">▪ Risque socio-politique (dérive populiste, armée ?)▪ Risques sur la reprise économique▪ Risque souverain (effet boule de neige)▪ Risques de marché (change, taux, dette)▪ Politique économique hétérodoxe▪ Remise en cause de l'autonomie de la BCB▪ Enterrement des réformes structurelles▪ Mesures protectionnistes▪ Potentiel de croissance faible▪ Infrastructures défailtantes▪ Faiblesse de l'investissement public▪ Education / qualification de la main d'oeuvre▪ Informalité / Paupérisation / Violence

Q&A

Le Brésil pourrait-il être affecté par la présidence Trump ?

Jens Arnold : Certainement. L'économie du Brésil dépend beaucoup de ses exportations de matières premières, dont l'acier.

Sylvain Bellefontaine : Le Brésil pourrait être affecté par un renforcement du protectionnisme aux EU, mais le choc serait atténué par le caractère diversifié des exportations brésiliennes. Moins d'un cinquième de ses exportations sont à destination des EU. En revanche, en cas de retour global des protectionnismes suite à des mesures de rétorsion contre les EU, le Brésil serait bien entendu directement touché.

Sébastien Jean : Le Brésil n'est pas très exposé, du fait de sa faible ouverture. Il n'est de plus pas exclu que le Brésil bénéficie d'effets de rebonds positifs. En effet, il est en concurrence directe avec les EU sur de nombreux marchés. Ainsi, les mesures de représailles contre les EU, qui cibleraient les produits agricoles américains - le secteur étant politiquement très sensible aux EU -, rendraient un certain nombre de pays de facto dépendants de l'approvisionnement brésilien. Par exemple, la Chine, qui importe pour près de 13 Mds \$ de soja par an, devrait alors se tourner vers le Brésil. On pourrait également évoquer la viande, le sucre et d'autres produits.

Vous paraît-il probable que le prochain président mette en place les réformes impopulaires évoquées (notamment sur le système de retraite) ?

Jens Arnold : Le gouvernement actuel a tout de même réussi à faire passer certaines réformes difficiles. Il faut rester optimiste et ne pas sur interpréter les sondages, surtout à ce stade, car les élections sont encore relativement lointaines (octobre 2018).

Sylvain Bellefontaine : Le calendrier des réformes s'annonce en effet difficile à mettre en œuvre. Cependant il faut garder à l'esprit que les élections donnent lieu au Brésil à des jeux d'alliance complexes et des attelages parfois hétéroclites. Il n'est donc pas exclu qu'à l'issue de ce processus et contre toute attente, un gouvernement centriste (alliance centre droit-centre gauche) soit

constitué.

Parait-il envisageable que la France produise en Guyane une électricité exportée au Nord du Brésil ?

Jens Arnold : Il est difficile de se prononcer sur la faisabilité d'un tel projet. On peut cependant dire que par le passé, les projets d'acheminement d'électricité au Brésil n'ont pas échoué sur une question de financement mais sur des questions de réglementation.

Le Brésil a développé judicieusement la capacité de son parc éolien, ce dont le pays devrait tirer bénéfice dans les années à venir. Là aussi, la réglementation a posé problème, car le Brésil est soumis à de fortes réglementations relatives au contenu local des turbines d'éoliennes.

Quels sont les enjeux des négociations entre l'UE et le Mercosur ?

Jens Arnold : Afin d'augmenter son ouverture, le Brésil peut s'appuyer sur des négociations bilatérales, notamment avec l'UE, qui représente un marché très important, ainsi que sur des actions unilatérales, en réduisant ses barrières tarifaires et non tarifaires indépendamment de toute négociation.

Sylvain Bellefontaine : Un traité entre l'UE et le Mercosur pourrait considérablement profiter au Brésil, mais les négociations échouent sur les questions agricoles (quotas) car les capacités de productions brésilienne et argentine sont craintes par l'UE et notamment par la France.

Ce traité pourrait significativement améliorer l'ouverture de l'économie brésilienne, qui n'a actuellement signé que 9 traités bilatéraux, contrairement au Mexique qui en a signé une quarantaine.

Le glissement du taux de change brésilien au cours des dernières semaines n'est-il qu'un « trou d'air », ou remet-il en question la soutenabilité de la reprise en main macroéconomique ?

Jens Arnold : Si on considère le glissement du taux en Argentine en début mai, ce glissement au Brésil peut sembler inquiétant. Mais les deux pays sont très différents. Le point faible du Brésil est sa fiscalité, mais ce n'est pas une problématique de court terme et elle a vocation à être traitée en 2019 après la constitution d'un nouveau gouvernement. Pour le reste, l'inflation est maîtrisée, la politique monétaire est raisonnable, la structure de la dette est en grande majorité en monnaie locale et le déficit externe est réduit. Les fondamentaux du Brésil sont donc plus sains que ceux de l'Argentine.