

Le Brésil dégradé en catégorie « Haut Rendement » : quels impacts ?



Actualité : L'économie brésilienne sera en récession en 2015 et 2016, Standard & Poor's (S&P) anticipant une contraction de l'activité de 2,5% puis de 0,5%. L'agence de notation avait déjà tiré le signal d'alarme le 28 juillet en abaissant la perspective accompagnant la notation, de stable à négative, sur fonds de scandales de corruption, de tensions politiques au sein de la coalition et de récession. Moins de deux mois suivant cette décision, ce qui est très rapide, l'agence a dégradé la note souveraine du Brésil en territoire « Non Investissement » (ou « haut rendement »), prenant donc de vitesse les anticipations des analystes qui tablaient sur une dégradation au premier semestre 2016.

A titre d'information, la notation en monnaie locale a elle aussi été dégradée de deux crans à BBB- mais reste « Investment Grade ». Nous nous intéresserons à la notation en devise afin de comprendre les tenants et aboutissant d'une dégradation dans la catégorie « haut rendement ».

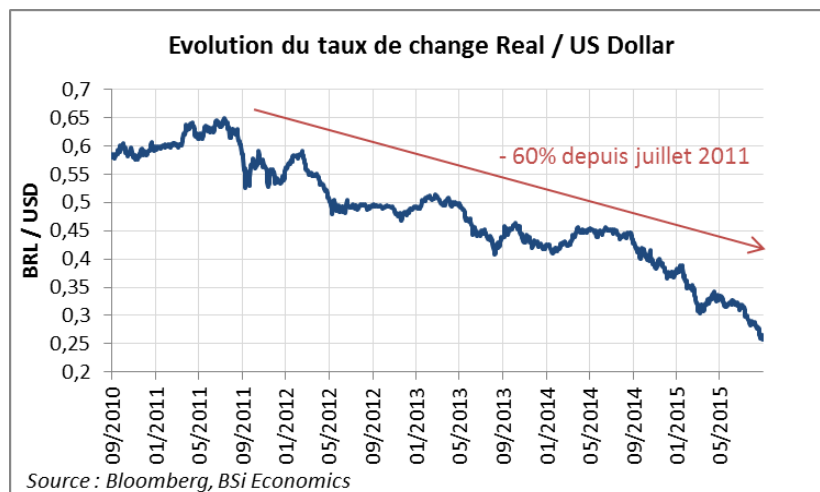
I. Les raisons de cette dégradation de BBB- à BB+

Le Brésil fait face à une crise structurelle et conjoncturelle de grande ampleur : chute du prix des matières premières, ralentissement économique de la Chine qui est le premier partenaire commercial (21% des exportations), baisse de la demande domestique (au T2 2015, la consommation des ménages et l'investissement reculaient respectivement de 2,7% et 11,9% sur un an), investissements privés et publics insuffisants, rigidités structurelles pour adapter l'appareil productif et inflation au plus haut en dix ans (8,9% d'inflation sur un an glissant au T2 2015).

Face à la contraction de l'économie brésilienne, l'exécutif a de nouveau ajuster son cadre budgétaire pour 2015 et 2016 et affiche désormais un déficit primaire (sans prendre en compte les intérêts de la

dette), le premier depuis 1998. En moins de six semaines le gouvernement a revu ses prévisions budgétaires, l'excédent primaire initialement prévu de 0,7% du PIB laissant place à un déficit de 0,3%. Cette décision témoigne de l'incapacité du gouvernement à se mettre d'accord sur les besoins de consolidation budgétaire alors que la côte de popularité de la présidente D. Rousseff est à un plus bas historique. Qui plus est, les différents scandales de corruption touchant les entreprises publiques (en première ligne desquelles Petrobras, le géant pétrolier brésilien) impute la crédibilité de la coalition gouvernementale ainsi que sa cohésion.

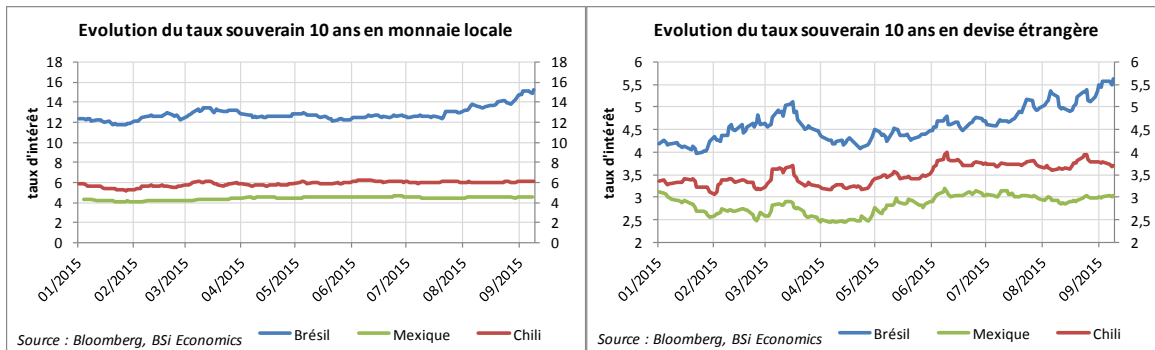
C'est dans ce climat politique incertain que les agents privés domestiques consomment et investissent moins. En effet, depuis le premier trimestre 2015, on assiste à un rééquilibrage des moteurs de croissance dans le pays, la demande domestique, qui avait stimulé la croissance sous l'ère Lula, reculant fortement alors que le commerce extérieur bénéficie de la chute du real par rapport au dollar (-60% depuis le plus haut en juillet 2011 et -32% depuis le début de l'année) et la baisse des importations. L'investissement a atteint son plus bas niveau depuis 2009, à seulement 18% du PIB. Les décisions de consommation des ménages et d'investissement des entreprises restent contraintes par l'incapacité des pouvoirs publics à sortir de cette crise économique et institutionnelle.



Toutefois, malgré la chute de la monnaie, les réserves de changes restent à un niveau suffisant (13,6 mois d'importations contre un niveau minimum théorique de 3 mois) ce qui laisse des marges de manœuvres à la Banque Centrale pour intervenir sur le marché des changes et soutenir ainsi sa monnaie en cas d'effondrement.

Par ailleurs, face à une inflation élevée et un real qui se déprécie, la Banque Centrale ne peut pas baisser les taux et espérer ainsi relancer l'activité. Aussi, la conjonction des politiques monétaire et budgétaire restrictives plombe l'activité et limite la capacité de rebond.

La stabilisation de la dette publique est donc dorénavant impossible et la tendance inquiète : selon S&P la dette devrait passer de 53% du PIB en 2013 à 70% en 2016, soit une hausse de 17 points de pourcentage en trois ans. Le service de la dette (paiement des intérêts) va exploser en 2015 et 2016, pour atteindre 22,4% des recettes budgétaires (contre 15% en 2014), du fait de la hausse substantielle des taux souverains, de la croissance tendancielle de l'endettement, et de la dépréciation du real qui renchérit le coût de la dette émise en devises étrangères.



II. Dégradé dans l'environnement « Non Investissement » : quelles implications ?

Dans une précédente parution de BSI Economics¹, nous expliquons les conséquences possibles d'une dégradation d'un Etat sur les marchés financiers. Dans le cas du Brésil, il s'agit de la dette en devises étrangères qui a été dégradée de la catégorie « Investment Grade » (IG) à « high yield » ou « haut rendement ». Au T2 2015, 10% de la dette publique brésilienne est libellée en devise étrangère. Cette dette, détenue par des étrangers et libellée en grande majorité en dollars présentent plusieurs avantages pour les investisseurs étrangers : i) elle est couverte contre le risque de change et n'est donc pas affectée par la récente dépréciation de la monnaie brésilienne, ii) elle est plus liquide et s'échange plus facilement que la dette en monnaie locale, iii) elle permettrait de diversifier l'allocation d'actifs en vue de rendements plus élevés sur les marchés émergents, et ce dans un contexte de taux historiquement bas dans l'ensemble des pays développés.

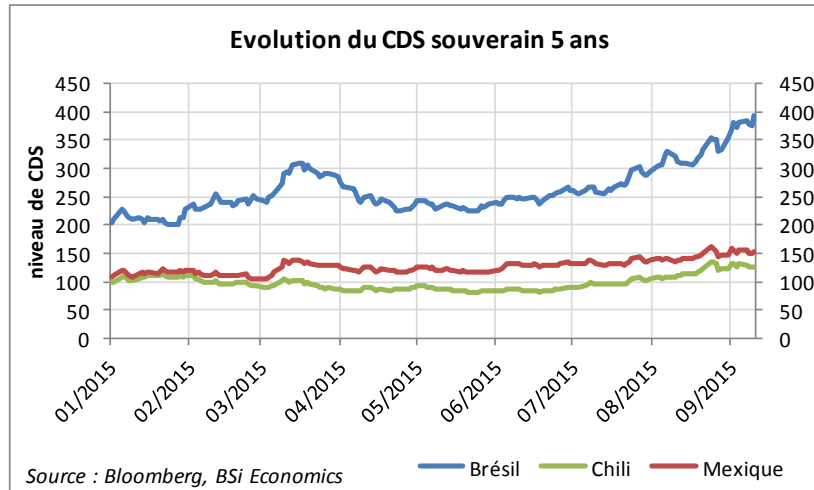
Depuis le début des années 2000, la tendance a été l'amélioration des notations souveraines pour les grands pays émergents, aussi bien en monnaie locale qu'en devises étrangères, débouchant ainsi sur un élargissement important de l'univers d'investissement pour nombre d'investisseurs. En effet, les contraintes réglementaires (Bâle III pour les banques et Solvabilité II pour les assureurs) et internes, exigent aux institutionnels un niveau minimum de notation afin de limiter le risque de perte en capital (si l'émetteur fait défaut).

C'est pourquoi, dans le cas d'une dégradation en territoire « haut rendement », la demande pour les titres obligataires brésiliens devrait structurellement reculer. Les grands investisseurs institutionnels, jusqu'alors friands de dettes émergentes, devraient progressivement se retirer du marché et limiter ainsi les flux de capitaux entrants vers le Brésil. Aujourd'hui, parmi les grands pays émergents, seuls l'Indonésie, la Russie et la Turquie ne sont pas notés IG par S&P. Et ces pays font face à des tensions sur le financement depuis plusieurs trimestres.

L'ensemble de ces facteurs impactant la demande pour les titres obligataires se traduit par des tensions sur le niveau des taux d'intérêts exigés par les investisseurs, ainsi que par une hausse des prix des actifs de couverture comme en atteste les graphiques suivants. L'évolution du Crédit Default

¹<http://www.bsi-economics.org/index.php/macroeconomie/item/79-la-notation-souveraine-des-agences-et-ses-enjeux>

Swap Brésil (un actif de couverture qui permet à l'investisseur de s'assurer contre un défaut d'un émetteur) témoigne des inquiétudes des investisseurs sur la trajectoire de la dette publique et l'incapacité potentielle de l'Etat à rembourser ses créanciers.



En outre, la dette obligataire souveraine est largement émise en real, le Brésil ayant bénéficié pendant la décennie 2000 de l'engouement pour la dette émergente et donc de la baisse des taux sur la dette domestique. Ainsi, la dette en devises, dont la quasi-totalité est libellée en dollars, représente 10% des montants émis. D'ici à 2020, le pays devra refinancer cette dette en devises à hauteur de 16 Mds USD (3% de la dette) alors que les taux d'intérêts ont explosé depuis le début de l'année.

Conclusion

Tous les moteurs de la croissance domestique sont à l'arrêt et malgré l'organisation des Jeux Olympiques à l'été 2016, les perspectives sont mauvaises. Les instruments à disposition des autorités sont très limités pour relancer l'activité. Cette dégradation marque une rupture dans l'environnement d'investissement des institutionnels, ce qui risque de peser sur la capacité de l'Etat à s'endetter sur les marchés étrangers. Ces inquiétudes pourraient être d'autant plus exacerbées dans un contexte de remontée des taux aux Etats-Unis. Seules des réformes structurelles en profondeur afin de moderniser l'appareil industriel et de réaliser d'importants gains de productivité peuvent tirer le niveau de la croissance potentiel et espérer ainsi inverser la courbe de la dette publique.

Jordan ALLOUCHE