

ECONOTE

Société Générale

Département des études économiques et sectorielles

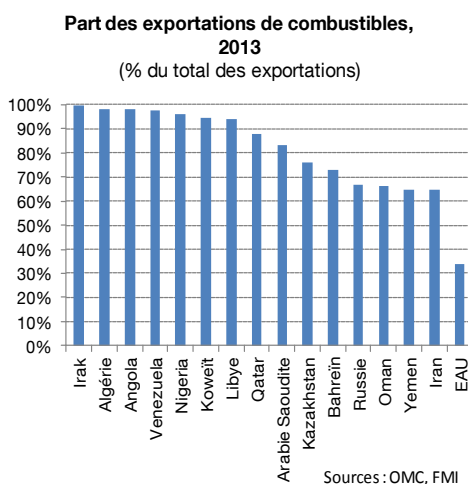
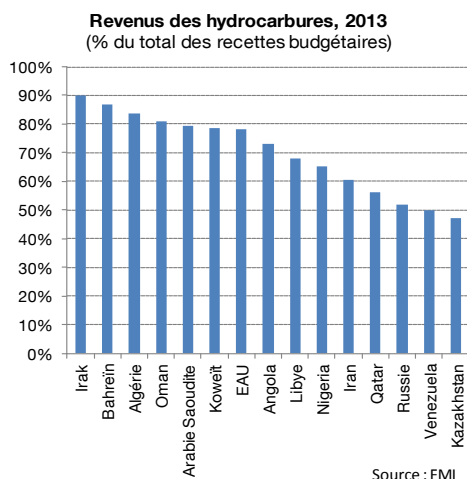
PAYS ÉMERGENTS PRODUCTEURS DE PÉTROLE : QUELS SONT LES PAYS LES PLUS VULNÉRABLES A LA BAISSE DU PRIX DU PÉTROLE?

— La chute du prix du pétrole et la révision à la baisse des prévisions à moyen-terme vont peser sur les comptes publics et extérieurs de l'ensemble des pays émergents producteurs. Cette note vise à discriminer les pays en fonction de leurs fragilités macroéconomiques initiales et de leurs marges de manœuvre financières pour absorber ce choc.

— L'Arabie Saoudite, le Koweït, le Qatar et les Emirats arabes unis (EAU) disposent de ressources financières substantielles pour absorber ce choc.

— La plupart des autres pays producteurs de pétrole (Algérie, Angola, Bahreïn, Oman, Nigeria) sont exposés à la baisse de leurs réserves de change, à la dépréciation de leurs monnaies et à des plans d'ajustements budgétaires. Toutefois leurs niveaux de ressources financières devraient leur permettre de prévenir un ajustement macroéconomique brutal. La Russie serait en mesure de contenir l'impact de la baisse du pétrole compte tenu de ses ressources financières. Toutefois, l'économie russe se trouve fragilisée par la combinaison de ce choc négatif avec d'autres facteurs spécifiques (sanctions internationales, risques géopolitiques).

— Certains pays apparaissent plus vulnérables (Irak, Libye, Venezuela, Yémen) en raison de leurs situations macroéconomiques initiales défavorables et de ressources financières limitées.



Régis GALLAND
+33 1 58 98 72 37
regis.galland@socgen.com

DES SITUATIONS MACROÉCONOMIQUES INTITALES HÉTÉROGÈNES

Tous les pays émergents producteurs d'hydrocarbures devraient enregistrer un déficit budgétaire en 2015 (à l'exception du Koweït, du Qatar et du Kazakhstan). En effet, le niveau du prix du pétrole qui équilibrerait leurs comptes budgétaires (fiscal breakeven oil price) est nettement supérieur aux prévisions du prix moyen du pétrole pour l'année 2015.

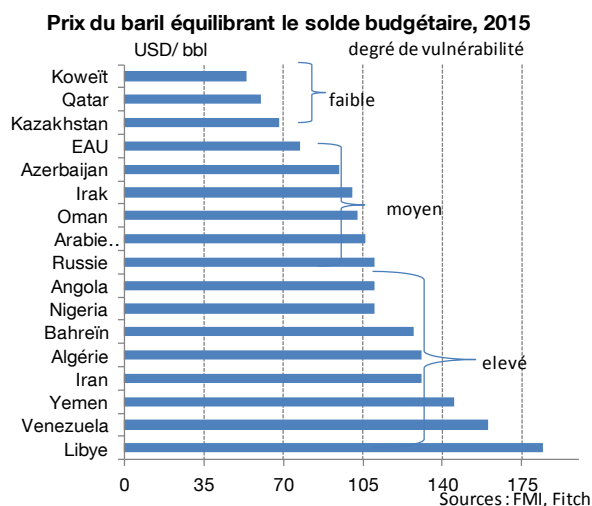
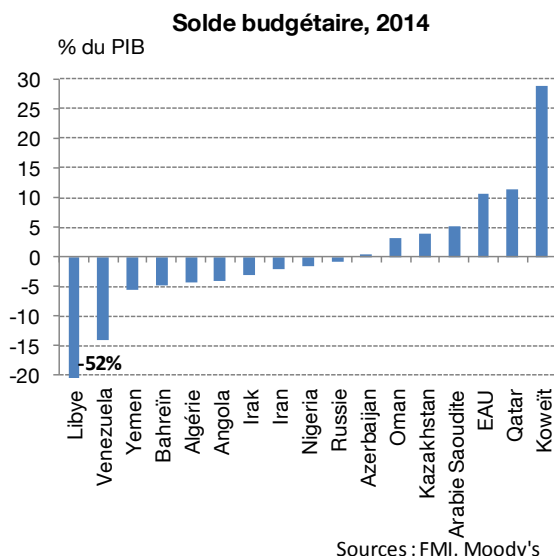
Certains pays apparaissent néanmoins relativement plus vulnérables compte tenu de leurs situations budgétaires initiales. On distingue :

- les pays dont les comptes publics sont excédentaires mais devraient basculer en déficit en 2015.

Pour ces pays, le niveau du prix du pétrole assurant l'équilibre de leur budget se situe entre 75 et 105 USD par baril. L'Arabie Saoudite, l'Azerbaïdjan, Oman et les E.A.U. sont concernés par cette situation.

- les pays dont les comptes publics sont déjà déficitaires et devraient se dégrader encore davantage en 2015.

Pour ces pays, le prix du pétrole qui assure l'équilibre de leurs comptes publics est relativement élevé (en moyenne supérieur à 105 USD par baril). Les pays concernés sont l'Algérie, l'Angola, Bahreïn, l'Iraq, l'Iran, la Lybie, le Nigéria, la Russie, le Venezuela et le Yémen.



ENCADRÉ 1 – QU'EST-CE QUE LE PRIX D'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE ?

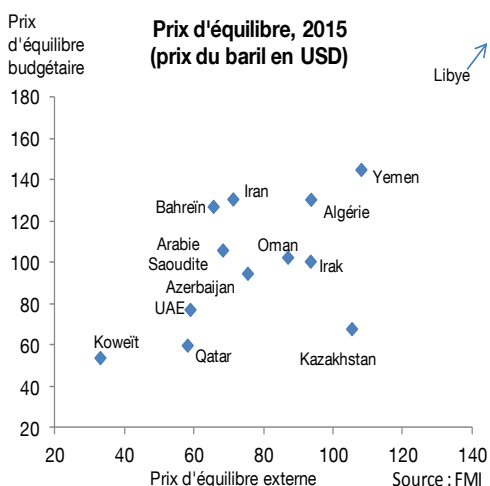
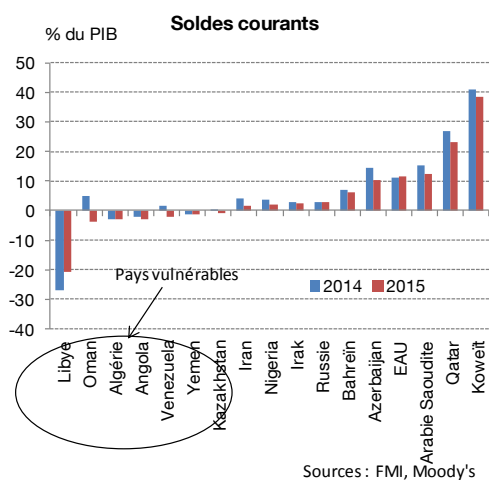
Le prix d'équilibre budgétaire est une estimation annuelle pour un pays donné du prix du pétrole qui assurerait l'équilibre entre le niveau de ses revenus fiscaux et le niveau de ses dépenses publiques. Le prix d'équilibre ne prend pas en compte l'accumulation passée (ou l'épuisement) des actifs financiers nets d'un pays et ainsi ne peut pas être en soi utilisé comme une mesure complète de la solvabilité. Toutefois, le prix d'équilibre est un bon indicateur de risque, notamment pour les pays dont les ressources financières et/ou les possibilités d'accès aux marchés financiers internationaux sont limitées.

Les principaux déterminants du niveau et de l'évolution du prix d'équilibre sont :

- la politique de taxation de la rente (le prix d'équilibre baisse lorsque la taxation augmente),
- le niveau d'inflation (l'inflation a un impact positif sur les recettes fiscales),
- l'évolution du taux de change (toute chose égale par ailleurs, l'évolution du taux de change impacte le montant exprimé en monnaie locale des recettes tirées de la rente),
- le niveau des dépenses publiques (le prix d'équilibre augmente avec la hausse des dépenses).

Ainsi, pour rééquilibrer leurs finances publiques, les pays peuvent combiner une baisse des dépenses publiques, une hausse de la fiscalité et une dépréciation de la monnaie.

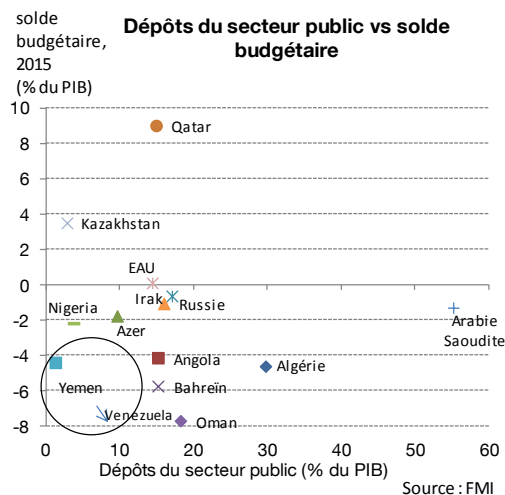
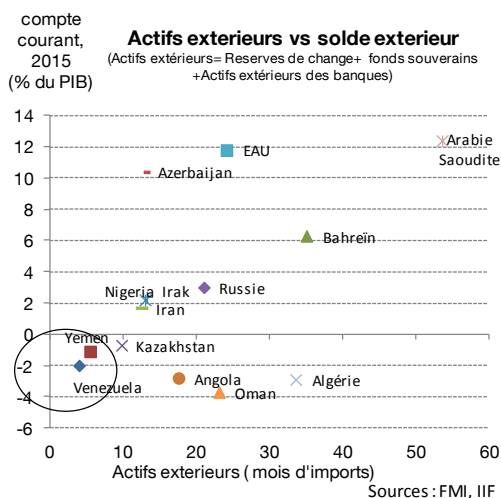
La baisse du prix du pétrole devrait également affecter les balances courantes des pays émergents producteurs d'hydrocarbures. Les pays les plus exposés à la baisse du prix du pétrole sont ceux dont la situation initiale des comptes extérieurs est déjà déficitaire (Algérie, Angola, Kazakhstan, Lybie, Oman, Venezuela, Yémen).



LA PLUPART DES PAYS DISPOSENT NÉANMOINS DE RESSOURCES FINANCIÈRES CONFORTABLES

La vulnérabilité des pays présentant des déficits budgétaires et/ou externes doit être néanmoins relativisée compte tenu de leurs ressources financières. En effet, la plupart des pays ont la capacité de mobiliser l'épargne accumulée au cours de la période de hausse du prix du pétrole (réserves de change, fonds souverains, fonds de stabilisation des recettes pétrolières, dépôts à la banque centrale et dans les banques commerciales) pour assurer le financement des déficits budgétaires et/ou externes et prévenir un ajustement macroéconomique brutal.

Les pays combinant un double déficit (budgétaire et courant) et des ressources financières limitées apparaissent comme les pays les plus exposés à la baisse du prix du pétrole (Venezuela, Yémen).



QUELLES CONSÉQUENCES PRÉVOIR ?

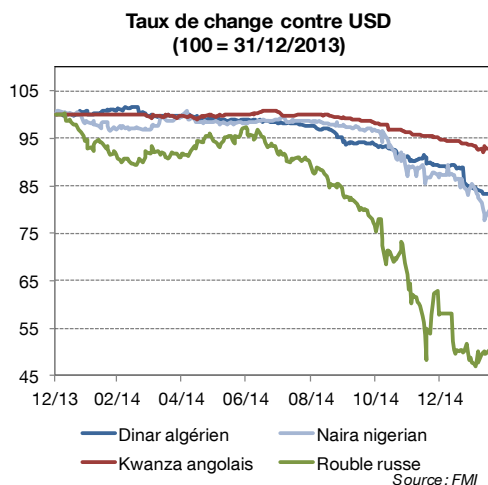
DES PRESSIONS A LA DÉPRÉCIATION DU CHANGE ET SUR LES RÉSERVES

La dégradation des équilibres extérieurs des pays émergents producteurs de pétrole va se traduire par des pressions à la dépréciation de leurs monnaies et une baisse du niveau de leurs réserves de change. Le type d'ajustement de chaque économie va dépendre de la nature de son régime de change.

Les pays dont le régime de change est fixe (typiquement les pays du Conseil de coopération du Golfe) vont enregistrer une baisse de leurs réserves de change et devraient préserver la parité de leurs monnaies contre USD.

En revanche, les monnaies des pays dont le régime de change est flexible ou « semi-flexible » vont subir une dépréciation de leur taux de change.

Les monnaies des pays tels que l'Algérie, l'Angola, le Nigeria, et la Russie se sont dépréciées contre USD depuis le milieu de l'année 2014. Toutefois, la baisse simultanée des réserves de change de ces pays semble indiquer la volonté des autorités à contenir les pressions à la dépréciation de leurs devises. Le cas de la Russie est spécifique dans la mesure où la dépréciation du rouble et la baisse des réserves de change ne sont que partiellement imputables à la baisse du prix du pétrole.



DES AJUSTEMENTS BUDGÉTAIRES

La baisse du prix du pétrole devrait contraindre certains pays émergents producteurs d'hydrocarbures à engager des plans d'ajustement budgétaire, et notamment une réduction des dépenses d'investissement. En moyenne, ces pays consacrent une part deux fois plus importante aux dépenses publiques d'investissement (environ 8% du PIB en 2012) par rapport aux autres pays émergents. En particulier, Oman et Bahreïn ont déjà annoncé une baisse des dépenses publiques d'investissement dans les secteurs de l'énergie, de la défense et des infrastructures. Le Venezuela prévoit d'augmenter les taxes sur les produits de luxe, sur l'alcool et les cigarettes. L'Angola a également annoncé une réforme de son système de subventions sur le pétrole.

UN TASSEMENT DE LA CROISSANCE ET UNE HAUSSE DE L'INFLATION

La baisse des dépenses publiques devrait se traduire par un tassement de la croissance dans ces pays et notamment par un ralentissement de l'activité dans les

secteurs hors hydrocarbures. Par ailleurs, la dépréciation des monnaies va entraîner une hausse de l'inflation ce qui pourrait conduire à un resserrement monétaire. L'Algérie, par exemple, subit actuellement une poussée inflationniste (l'inflation s'est établie en moyenne à 4,6% en glissement annuel au 2^{ème} semestre 2014 contre 1,2% au premier semestre).

CONCLUSION

L'analyse croisée des comptes budgétaires et externes et des niveaux de ressources financières de chaque pays nous permet de classer les pays en fonction de leur degré de vulnérabilité à la baisse du prix du pétrole.

- Les pays dont la vulnérabilité à la baisse du prix du pétrole est faible (Koweït, Qatar, Arabie Saoudite, EAU) :

Le Koweït et le Qatar devraient continuer à enregistrer des excédents budgétaires et externes confortables. L'Arabie Saoudite et les E.A.U. devraient enregistrer un déficit budgétaire mais disposent d'importants avoirs mobilisables et de positions extérieures solides.

- Les pays dont la vulnérabilité à la baisse du prix du pétrole est moyenne (Algérie, Angola, Azerbaïdjan, Bahreïn, Nigeria, Oman, Iran, Kazakhstan, Russie) :

La baisse du prix du pétrole devrait dégrader encore davantage les finances publiques et/ou les comptes externes de ces pays. Néanmoins, leurs ressources financières apparaissent relativement confortables pour prévenir un ajustement économique brutal. La Russie a été classée dans ce groupe de pays mais son cas est très particulier. En effet, l'économie russe se trouve fragilisée par la combinaison de ce choc négatif avec d'autres facteurs spécifiques (sanctions internationales, risques géopolitiques).

- Les pays dont la vulnérabilité à la baisse du prix du pétrole est élevée (Irak, Libye, Venezuela, Yémen) :

Ces pays combinent à la fois des déficits courants et budgétaires et des ressources disponibles limitées ou en diminution rapide (Libye).

ANNEXE

| | | Comptes publics | | | | Comptes externes | | |
|---------------|---------|---|-------------------------------------|--|---------------------------------|----------------------------------|--|-------|
| | | Prix du pétrole équilibrant le budget, 2015 (USD/bbl) | Soldes budgétaires, 2014 (% du PIB) | Government deposits (months of spending) | Dette publique, 2014 (% du PIB) | Soldes courants, 2014 (% du PIB) | Avoirs extérieurs, 2014 (mois d'imports) | |
| Vulnérabilité | élevée | Yemen | 145 | -5,7 | 0,5 | 48,2 | -1,3 | 5,5 |
| | | Venezuela | 160 | -14,2 | 3,3 | 46,1 | 1,7 | 4,0 |
| | | Iraq | 101 | -3,0 | 4,5 | 30,7 | 3,0 | 13,3 |
| | | Libya | 184 | -52,1 | 15,3 | - | -27,1 | 60,8 |
| | Moyenne | Algeria | 130 | -4,9 | 9,1 | 9,9 | -3,0 | 33,6 |
| | | Angola | 110 | -4,1 | 4,4 | 38,4 | -2,2 | 17,6 |
| | | Nigeria | 110 | -1,7 | 3,6 | 10,6 | 3,7 | 13,0 |
| | | Bahrain | 127 | -4,8 | 5,8 | 47 | 7,0 | 35,1 |
| | | Iran | 131 | -2,1 | - | 11,2 | 4,2 | 12,6 |
| | | Kazakhstan | 68 | 3,8 | 1,6 | 13,7 | 0,3 | 9,8 |
| | | Azerbaijan | 95 | 0,3 | 2,9 | 15,9 | 14,6 | 12,8 |
| | | Russie | 110 | -0,9 | 5,1 | 15,7 | 2,7 | 21,1 |
| | faible | Oman | 103 | 3,0 | 4,7 | 8,1 | 4,8 | 23,1 |
| | | Saudi Arabia | 106 | 5,2 | 16,5 | 2,6 | 15,1 | 53,6 |
| | | Qatar | 60 | 11,4 | 5,6 | 25,5 | 27,0 | 125,7 |
| | | UAE | 77 | 10,5 | 7,6 | 11,4 | 11,1 | 24,1 |
| | Kuwait | 54 | 28,8 | 3,2 | 5,9 | 40,8 | 84,1 | |

Sources: FMI, Moody's, Fitch, calculs SG

NUMÉROS PRÉCÉDENTS ECONOTE

- N°27 Pays émergents producteurs de pétrole : quels sont les pays les plus vulnérables à la baisse du prix du pétrole ?**
Régis GALLAND (Février 2015)
- N°26 Allemagne : Pas un bazar mais une industrie**
Benoît HEITZ (Janvier 2015)
- N°25 Zone euro : la crise est-elle terminée ?**
Marie-Hélène DUPRAT (Septembre 2014)
- N°24 Zone euro : financement des entreprises par les marchés : un développement inégal au sein de la zone euro**
Clémentine GALLÈS, Antoine VALLAS (Mai 2014)
- N°23 Irlande : Fin du plan d'aide, et après ?**
Benoît HEITZ (Janvier 2014)
- N°22 La zone euro est-elle dans la trappe à liquidité ?**
Marie-Hélène DUPRAT (Novembre 2013)
- N°21 Hausse de la dette publique au Japon : jusqu'à quand ?**
Audrey GASTEUIL (Novembre 2013)
- N°20 Pays-Bas : à la périphérie du cœur**
Benoît HEITZ (Septembre 2013)
- N°19 États-Unis : Un exportateur de gaz naturel liquéfié**
Marc-Antoine COLLARD (Juin 2013)
- N°18 France : Pourquoi le solde des paiements courants se dégrade-t-il depuis plus de 10 ans ?**
Benoît HEITZ (Juin 2013)
- N°17 Indépendance énergétique des États-Unis**
Marc-Antoine COLLARD (Mai 2013)
- N°16 Pays développés : Qui détient la dette publique ?**
Audrey GASTEUIL-ROUGIER (Avril 2013)
- N°15 Chine : Débat sur la croissance**
Olivier DE BOYSSON, Sopenha SA (Avril 2013)
- N°14 Chine : Prix immobiliers : l'arbre ne doit pas cacher la forêt**
Sopenha SA (Avril 2013)
- N°13 Le financement de la dette des États : vecteur de (dés-)intégration de la zone euro ?**
Léa DAUPHAS, Clémentine GALLÈS (Février 2013)
- N°12 La performance à l'exportation de l'Allemagne : analyse comparative avec ses pairs européens**
Marc FRISO (Décembre 2012)
- N°11 Zone euro : une crise unique**
Marie-Hélène DUPRAT (Septembre 2012)
- N°10 Marché immobilier et politiques macro-prudentielles : le Canada est-il synonyme de réussite ?**
Marc-Antoine COLLARD (Août 2012)
- N°9 Le «Quantitative Easing» britannique : plus d'inflation mais pas plus d'activité ?**
Benoît HEITZ (Juillet 2012)
- N°8 Turquie : Une politique monétaire atypique mais dépendante**
Régis GALLAND (Juillet 2012)
- N°7 Chine : Investissements directs à l'étranger : beaucoup de bruit pour rien**
Sopenha SA, Meno MIYAKE (Mai 2012)

ETUDES ECONOMIQUES

CONTACTS

Olivier GARNIER

Chef économiste du Groupe
+33 1 42 14 88 16
olivier.garnier@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Macroéconomie et analyse pays / Pays CEI
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

Benoît HEITZ

Macroéconomie et analyse pays / Europe de l'Ouest.
+33 1 58 98 74 26
benoit.heitz@socgen.com

Clémentine GALLÈS

Analyse macrosectorielle / États-Unis
+33 1 57 29 57 75
clementine.galles@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe centrale et orientale
+33 1 42 13 08 29
constance.boublil-groh@socgen.com

Juan Carlos DIAZ-MENDOZA

Amérique Latine
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Marc FRISO

Afrique Subsaharienne
+33 1 42 14 74 49
marc.friso@socgen.com

Régis GALLAND

Bassin Méditerranéen et Asie Centrale
+33 1 58 98 72 37
regis.galland@socgen.com

Emmanuel PERRY

Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 09 95
emmanuel.perry@socgen.com

Nikolina NOPHAL BANKOVA

Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 97 04
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

Sopanha SA

Asie
+33 1 58 98 76 31
sopanha.sa@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Isabelle AIT EL HOCINE

Assistante
+33 1 42 14 55 56
isabelle.ait-el-hocine@socgen.com

Valérie TOSCAS

Assistante
+33 1 42 13 18 88
valerie.toscas@socgen.com

Nadège MENDY

Assistante
+33 1 58 98 66 21
nadege.mendy@socgen.com

Thibaut FAVIER

Chargé d'études statistiques
+33 1 58 98 79 50
Thibaut.favier@socgen.com

Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD

Documentaliste
+33 1 42 14 46 45
sigrid.millereux-beziaud@socgen.com

Société Générale | Études Économiques | 75886 PARIS CEDEX 18
www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques
Tél : +33 1 42 14 55 56 — Tél : +33 1 42 13 18 88 – Fax : +33 1 42 14 83 29

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux seuls, mais ne dispense pas ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

À l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.