

Baisse des prix du pétrole : attention aux effets indésirables !

14 mars 2016

Frédéric Andrés, Économiste senior

✉ frederic.andres@eulerhermes.com

Thomas Cardiel, Économiste junior

✉ thomas.cardiel@eulerhermes.com

Marc Livinec, Conseiller sectoriel

✉ marc.livinec@eulerhermes.com

Daniela Ordóñez, Économiste

✉ daniela.ordonez@eulerhermes.com

Synthèse

- En janvier, les prix du pétrole ont atteint leur point bas depuis 12 ans en raison d'une surabondance de l'offre (60%), des anticipations de demande atone, en Chine notamment (30%), et de spéculations (10%). Néanmoins, le problème de ce contre-choc pétrolier tient davantage à sa durée qu'au niveau des prix au comptant.
- L'écart entre gagnants et perdants s'est creusé : Alors que l'Inde pourrait gagner 0,25 point de PIB cette année, le Venezuela perdrait 3,4 points. Les effets de second tour commencent à apparaître : les déficits courants se creusent (-26pp pour l'Arabie saoudite et le Venezuela entre 2014 et 2016, par exemple) ; la dépréciation des monnaies et le recul d'une marge de manœuvre budgétaire aboutissent à une augmentation du risque de crédit ; la diminution des réserves (Guinée équatoriale, Gabon, Angola, Oman et Venezuela) rappelle au monde un possible risque de défaut tandis que les risques de troubles sociaux augmentent (Venezuela, Russie, Algérie).
- Les secteurs de l'énergie et des machines sont les victimes directes de cette période prolongée de faiblesse des prix du pétrole (200 milliards USD d'investissements perdus dans le secteur pétrolier). Construction et distribution en subissent les dommages collatéraux.

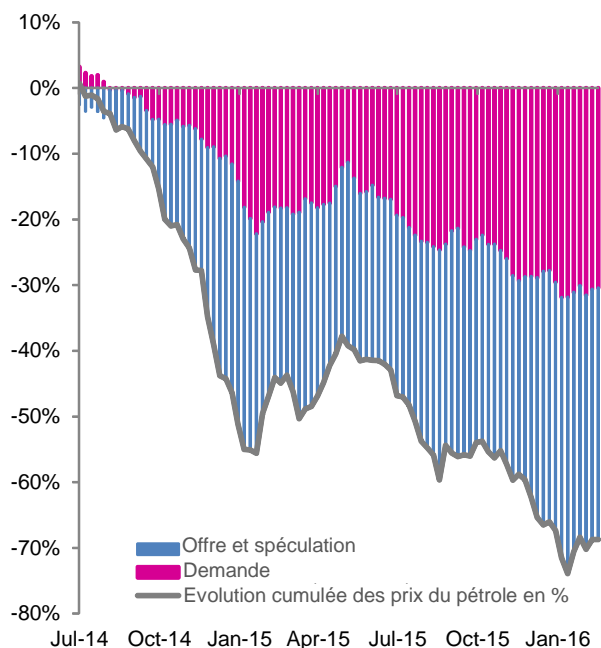
Des prix du pétrole au plus bas et pour longtemps ?

Le 20 janvier dernier, les prix du pétrole ont touché leur point bas depuis 12 ans, pour plusieurs raisons : tout d'abord, l'offre pétrolière est excédentaire. D'un côté, les exportateurs d'or noir sont plus nombreux (Iran, États-Unis) et plus audacieux (prêts à vendre à des prix trop proches de l'équilibre). D'un autre côté, la demande décroît du fait, principalement, du ralentissement chinois. Au final, la production pétrolière mondiale dépasse la consommation de 1,5 à 2 millions de barils par jour. La spéculation contribue également à la baisse des prix du pétrole, l'anticipation d'un recul des cours par les traders créant une spirale qui s'auto-entretient.

Selon les estimations, **au moins 60% de la chute des prix du pétrole relèvent d'une surabondance de l'offre** (graphique 1). Mais environ 30% sont liés au choc sur la demande, et 10% proviennent de la spéculation.

Si la demande mondiale est appelée à rester atone en 2016, l'offre devrait demeurer surabondante. Les producteurs de pétrole ne semblent pas disposés à réduire leur production et l'Iran, grand producteur historique, peut revenir dans la partie après la levée de la plupart des sanctions internationales. Bien que spéculation et géopolitique puissent prendre le monde par surprise - et expliquer la faiblesse record des cours, des facteurs structurels suggèrent que les prix du pétrole devraient rester durablement bas. **Nous**

Graphique 1 : Ventilation de la chute des prix du pétrole entre les chocs sur l'offre et sur la demande



Sources : Bloomberg, estimations d'Euler Hermes

Les importateurs d'énergie, en particulier la zone euro, les États-Unis, l'Inde, la Chine et le Brésil, bénéficient de la baisse prolongée des prix du pétrole. Celle-ci soutient le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, et réduit la facture de ces pays en termes d'importations. Il ne faudrait pas cependant surestimer ces avantages : la préférence des ménages pour l'épargne, l'insuffisance de répercussion sur les marges et les pressions déflationnistes posent des limites à l'exercice.

À l'opposé, les pays dépendant de l'or noir paient la baisse des cours au prix fort. Le graphique 2 illustre l'impact sur le PIB de certaines économies. L'Inde est le grand gagnant (+0,25 point de PIB) tandis que le Venezuela est le principal perdant (-3,4 point). La durée du contre-choc pétrolier constitue la principale source d'inquiétudes en raison des effets négatifs de second tour, comme de mauvaises décisions politiques.

Une situation douloureuse, mais pas avec la même intensité

Le graphique 3 montre à quel point le modèle économique d'un pays peut être affecté par une faiblesse durable des prix du pétrole.

Premièrement, les comptes courants subissent souvent une dégradation considérable. Certains pays exportateurs nets deviennent débiteurs nets, l'impact sur la balance courante pouvant atteindre -20 points de PIB depuis 2014.

Sur la base de nos prévisions actuelles d'évolution des prix du pétrole, la dégradation totale des comptes courants sur 2014-2016 s'élèverait à -31pp pour la Guinée équatoriale, -28pp pour le Koweït, -27pp pour l'Angola et -26pp pour l'Arabie saoudite et le Venezuela (graphique 4). Une rapide analyse de sensibilité montre que l'impact d'une nouvelle baisse des prix du Brent à 30 USD le baril en 2016 revient à une détérioration de 5pp supplémentaires en moyenne des déficits courants.

Deuxièmement, l'impact d'une augmentation du déficit courant dépend du régime de change du pays. Si la monnaie est adossée au dollar, l'inflation sera contenue, mais l'impact budgétaire sera important.

À l'inverse, si le pays pratique un régime de change flottant, il subira une dépréciation de sa monnaie et de possibles pressions inflationnistes, mais aura moins besoin de mesures d'austérité.

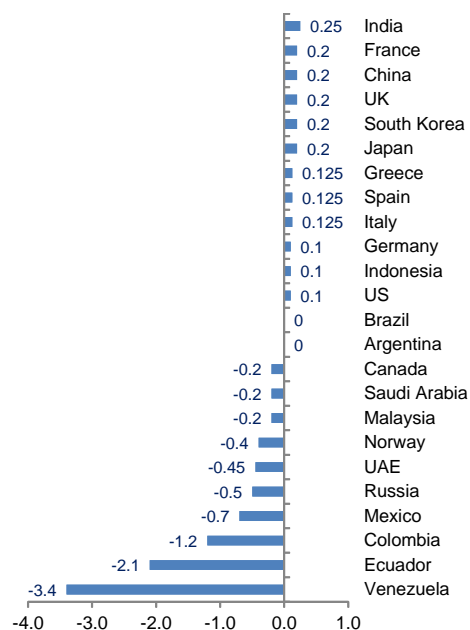
Les entreprises seront donc affectées à des degrés divers, selon les choix politiques passés et présents.

Certaines peineront à payer leurs fournisseurs internationaux en raison de la dépréciation de la monnaie ; d'autres feront face à la mise en œuvre d'une fiscalité agressive visant à compenser le manque de marge de manœuvre budgétaire ; enfin, un troisième groupe subira de plein fouet une récession liée à l'effondrement de la consommation.

Troisièmement, l'effet contreproductif des politiques variera selon que les pays jugeront qu'ils disposent ou non d'amortisseurs suffisants (tels que des réserves de change) pour absorber ce choc durable. Même si la plupart des pays dépendants du pétrole (et leurs entreprises) sont aujourd'hui à risque (retards de paiement, impayés, faillites), nous avons identifié ceux qui pourraient se retrouver acculés en termes de couverture des importations.

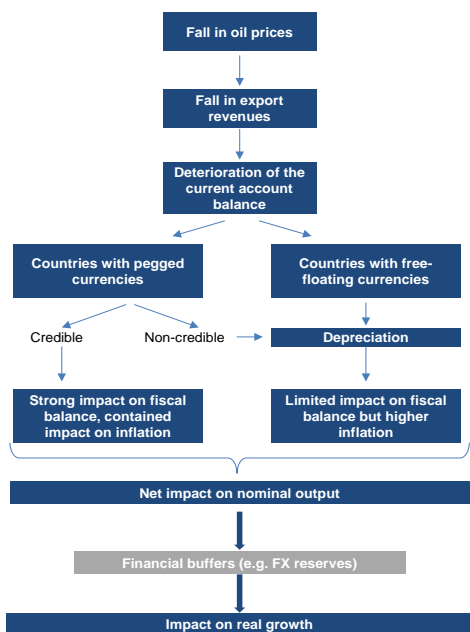
Le graphique 5 représente les pays les plus vulnérables. La Guinée équatoriale, le Gabon, l'Angola, Oman et le Venezuela arrivent en première position. La position négative du Koweït et, dans une moindre mesure, des Émirats arabes unis, doit être relativisée. De fait, malgré de faibles réserves de change, tous deux jouissent d'une situation financière plus solide car ils ont accumulé un

Graphique 2 : Impact sur le PIB après 1 an de recul constant des prix du baril à -10 USD



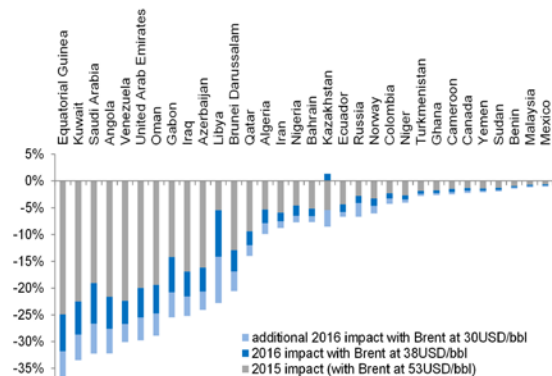
Sources : Estimations et calculs d'Euler Hermes

Graphique 3 : Baisse des prix du pétrole, décisions politiques et croissance



Note : Les pays à l'arrimage crédible sont ceux disposant de réserves de change suffisantes pour soutenir leur monnaie ; les autres sont ceux dont les réserves ne peuvent pas suffire à éviter une chute libre de la monnaie.

Graphique 4 : Impact sur la balance des comptes courants (% du PIB)



Source : CNUCED, FMI, Banque mondiale, estimations d'Euler Hermes

montant important d'actifs en monnaie forte dans le cadre de leurs fonds souverains.

Ces fonds souverains étaient estimés en 2014 à 970 milliards USD (240% du PIB) dans le cas des ÉAU, et à 355 milliards USD (200% du PIB) pour le Koweït. Les actifs du fonds souverain de l'Azerbaïdjan sont relativement importants aussi, atteignant environ 34 milliards USD, soit 50% du PIB ou 23 mois d'importations.

Forts de réserves de change et d'actifs financiers considérables, l'Arabie saoudite, l'Algérie, l'Iran et l'Irak paraissent mieux armés pour affronter une période prolongée de faiblesse des prix du pétrole.

Enfin, l'inflation et la dégradation des équilibres budgétaires pourraient attiser les tensions sociales dans les pays où la manne pétrolière sert à acheter la paix sociale. Les plus exposés en la matière sont ceux qui connaissent à la fois une consolidation budgétaire sous forme d'une baisse de la redistribution (réduction des subventions) et une augmentation de l'inflation (graphique 6). Les pays en proie à une inflation massive (Venezuela), ou bien ceux où la cohésion sociale est fragile (pays africains, Russie, Algérie) risquent davantage de connaître des troubles sociaux liés aux conséquences de la baisse des prix du pétrole. À l'inverse, le matelas financier des pays du Golfe devrait leur permettre d'éviter à court terme (ou de différer) l'apparition de tensions sociales.

Secteurs : des gagnants, et des perdants

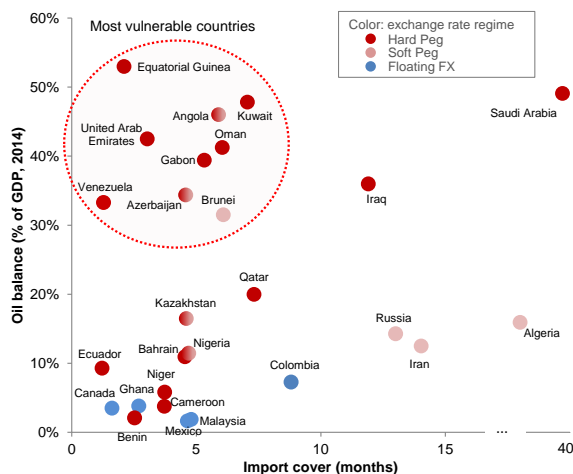
Si le secteur du transport - et notamment le transport aérien - est le principal bénéficiaire de la baisse prolongée des prix du pétrole, Euler Hermes a identifié plusieurs secteurs appelés à pâtir de cette situation.

D'abord, l'énergie et les machines / équipements pourraient être encore plus à risque en 2016. L'effondrement des prix de l'or noir a affecté les recettes de toutes les compagnies pétrolières, privées ou publiques. Aux États-Unis, le nombre de plateformes pétrolières a diminué de moitié depuis 2014, et 2016 pourrait être une année charnière.

Pressées de réduire leurs coûts sur fond d'incertitude quant à leur rentabilité future, les entreprises ont dû réduire leurs dépenses d'exploration et de production, ce qui a entraîné une forte baisse des investissements en 2015. Cette tendance devrait continuer en 2016 (graphique 7). Plus de 40 entreprises cotées spécialisées dans le gaz de schiste ont déposé le bilan depuis l'été dernier. Le report ou l'annulation des dépenses d'exploration et de production ont également fortement pesé sur les spécialistes de la géophysique, de la fracturation hydraulique et du forage. Les fabricants de machines et équipements liés à l'exploitation pétrolière ont eux aussi été frappés de plein fouet. Un chiffre est à retenir : les investissements totaux du secteur pétrolier pourraient s'inscrire en baisse de 200 milliards USD sur la période 2014-2016, pénalisant l'intégralité du secteur de l'équipement industriel.

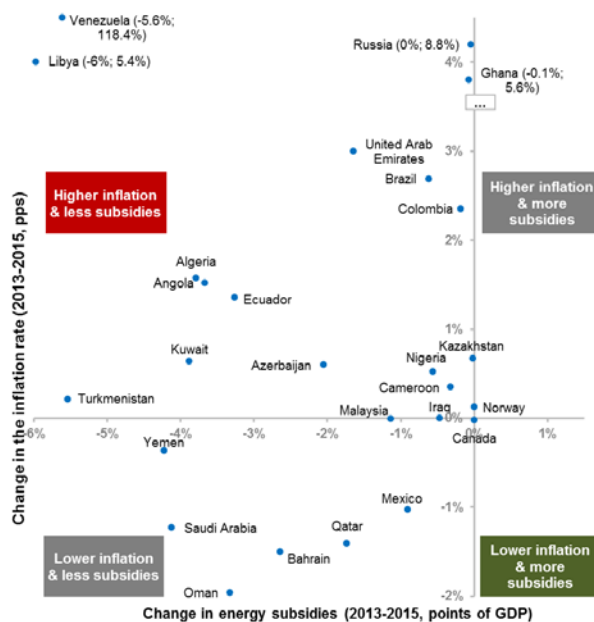
Parmi les secteurs qui en subissent les dommages collatéraux figurent la construction et la distribution. La baisse des recettes pétrolières donne lieu à une consolidation budgétaire et à l'annulation ou au report de nombreux investissements publics, notamment dans la construction. Ce phénomène est particulièrement sensible dans les pays qui utilisaient leurs recettes pétrolières pour financer de vastes projets de construction. La diminution de l'investissement public pèse sur le secteur, qui a vu sa note abaissée dans l'ensemble des six pays du Golfe (voir notre dernier Bulletin économique sur le risque sectoriel – fév. 2016).

Graphique 5 : Sensibilité à une faiblesse durable des prix du pétrole



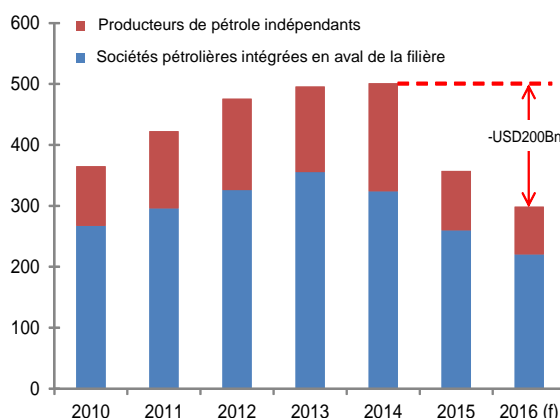
Source : IHS, FMI, CNUCED, sources nationales, Euler Hermes

Graphique 6 : Exposition aux conséquences négatives de la baisse des prix du pétrole



Sources : FMI, Euler Hermes

Graphique 7 : Investissements pétroliers mondiaux - dépenses E&P (milliards USD)



(1) : panel de 18 entreprises (par ex. BP, EXXONMOBIL)

(2) : panel de 60 entreprises dont la plupart sont nord-américaines et indépendantes (APACHE, ANADARKO, etc.)

A l'instar de la construction, la distribution, dans les pays exportateurs nets d'or noir, souffre fortement. Face aux pressions budgétaires, ces États tendent à augmenter les prix de l'essence et à réduire les subventions. En décembre, l'Arabie saoudite a ainsi annoncé un plan quinquennal prévoyant l'augmentation des prix des carburants - gaz naturel, essence, diesel (+133% pour l'éthane, +79% pour le diesel destiné au transport, +67% pour le gaz naturel ou l'essence de faible qualité) - et de l'électricité. Les prix de l'électricité augmenteront à des degrés divers, sauf pour les ménages peu consommateurs.

Les **prix de l'énergie**, que les gouvernements font traditionnellement en sorte de maintenir à

de bas niveaux, subissent ainsi des hausses qui réduisent le pouvoir d'achat et le bien-être des ménages, et accroissent les coûts pour les entreprises. Ces hausses affectent le secteur de la distribution dans les pays producteurs de pétrole, même si les gouvernements ont commencé à adopter des politiques pour en réduire l'impact (aide aux ménages, notamment ceux à bas revenus, et assistance technique et prêts visant à permettre aux industries de s'adapter). ■

Graphique 8 : Les perdants d'une faiblesse durable des prix du pétrole

| Segments à risque (par ordre décroissant d'importance) | Impacts négatifs (concrétisation du risque) |
|--|---|
| Secteur pétrolier (acteurs majeurs en amont) | <ul style="list-style-type: none"> - Baisse des recettes - Suspension des nouveaux projets E&P (exploration – production) - Baisse des cours des actions des entreprises cotées - Durcissement du crédit pour les producteurs pétroliers très endettés (par ex., producteurs indépendants de pétrole de schiste aux États-Unis) |
| Secteurs liés au pétrole (acteurs majeurs en aval) | <ul style="list-style-type: none"> - Baisse des recettes par manque de nouveaux investissements E&P - Production à perte - Licenciements |
| Machines et équipements | <ul style="list-style-type: none"> - Baisse des recettes par manque de commandes en provenance des entreprises liées au pétrole - Activité insuffisante pour réaliser des bénéfices - Vulnérabilité à des offres d'achat hostiles |
| Construction , dans les pays exportateurs nets de pétrole | <ul style="list-style-type: none"> - Baisse des recettes budgétaires des États - Suspension des travaux de construction dans le cadre de programmes immobiliers somptuaires |
| Secteurs liés à la consommation, notamment la distribution , dans les pays exportateurs nets de pétrole | <ul style="list-style-type: none"> - Diminution de la demande des ménages dans les pays exportateurs nets de pétrole - Non-répercussion des économies sur le consommateur final |
| Services financiers | <ul style="list-style-type: none"> - Lourdes pertes potentielles sur les prêts liés au pétrole - Pertes possibles sur la couverture des produits pétroliers |

Source : Euler Hermes

DISCLAIMER

These assessments are, as always, subject to the disclaimer provided below.

This material is published by Euler Hermes SA, a Company of Allianz, for information purposes only and should not be regarded as providing any specific advice. Recipients should make their own independent evaluation of this information and no action should be taken, solely relying on it. This material should not be reproduced or disclosed without our consent. It is not intended for distribution in any jurisdiction in which this would be prohibited. Whilst this information is believed to be reliable, it has not been independently verified by Euler Hermes and Euler Hermes makes no representation or warranty (express or implied) of any kind, as regards the accuracy or completeness of this information, nor does it accept any responsibility or liability for any loss or damage arising in any way from any use made of or reliance placed on, this information. Unless otherwise stated, any views, forecasts, or estimates are solely those of the Euler Hermes Economics Department, as of this date and are subject to change without notice. Euler Hermes SA is authorised and regulated by the Financial Markets Authority of France.

© Copyright 2016 Euler Hermes. All rights reserved.