



Les leçons du passé

Les pays du Conseil de coopération du Golfe ont affronté la crise financière mondiale en position de force

Construction de gratte-ciel à Dubaï.

May Khamis et Abdelhak Senhadji

LES PAYS de la péninsule arabe sont habitués aux fluctuations du marché du pétrole. Grâce aux recettes considérables qu'il leur a procurées dans les années 70, pendant lesquelles les cours du pétrole sont restés durablement élevés, les États du Conseil de coopération du Golfe (CCG) ont vu leur dépenses publiques s'envoler, avant de devoir affronter les dures réalités budgétaires quand les cours du pétrole ont chuté.

Avec la dernière crise, le cours du pétrole a chuté du niveau record de 144 dollars le baril à la mi-2008 à 34 dollars le baril en décembre de la même année, surtout à cause de la baisse de la demande mondiale. Mais, cette fois, les six États membres du CCG (voir encadré) avaient épargné une bonne part de la manne pétrolière des années 2003–08, sous forme de réserves et d'importants fonds souverains. Dépensant avec prudence, ils ont investi

dans les infrastructures physiques et le capital humain. Certains pays en ont profité pour réduire leur dette (graphique 1) : l'Arabie Saoudite a ainsi ramené la sienne à 13 % du PIB fin 2008, contre plus de 100 % dix ans plus tôt.

Les États du CCG ont pu amortir les effets de la pire crise économique mondiale en plusieurs décennies, même si le marasme actuel a révélé certaines fragilités du secteur financier.

Apparition de déséquilibres

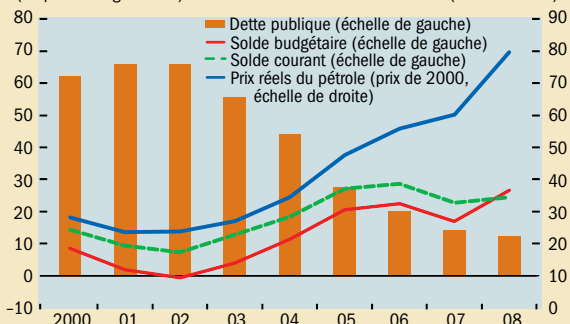
Le boom pétrolier a entraîné d'importants excédents budgétaires et des paiements extérieurs dans les États du CCG. Ces excédents leur ont fourni la marge de manœuvre budgétaire nécessaire pour s'attaquer, au moins pour un temps, aux deux défis de la région, à savoir la diversification économique et la ré-

Graphique 1

Les bienfaits tirés du boom

La flambée des prix du pétrole entre 2003 et 2008 a renforcé les situations budgétaires et externes des pays du CCG.

(en pourcentage du PIB) (dollars le baril)



Sources : autorités nationales; estimations des services du FMI.

Le Conseil de coopération du Golfe

Le Conseil de coopération du Golfe (CCG) a été créé en 1981 par l'Arabie Saoudite, Bahreïn, les Émirats arabes unis, le Koweït, Oman et le Qatar afin de promouvoir leur intégration économique et financière. La population totale de ces pays, expatriés inclus, est estimée à environ 38 millions de personnes et leur PIB global était de 1.100 milliards de dollars EU en 2008. Le pétrole représente environ 50 % du PIB de la région et 80 % des recettes budgétaires et d'exportation. La région joue un rôle majeur sur les marchés pétroliers dans la mesure où elle représente près de 50 % de la production de l'OPEP et 70 % des capacités de production inutilisées de l'OPEP, dont 58 % pour la seule Arabie Saoudite. Les monnaies de tous les pays du CCG, à l'exception du Koweït, sont rattachées au dollar américain. C'est dans cette région qu'ont été constitués certains des plus grands et des plus anciens fonds souverains, dont la valeur était estimée entre 600 et 1.000 milliards de dollars fin 2008, sans compter plus de 500 milliards de dollars de réserves officielles.

duction du chômage, tout en préservant les richesses pétrolières pour les générations suivantes.

Pendant, le boom a aussi créé des déséquilibres intérieurs, que le resserrement mondial du crédit a amplifiés. En effet, l'abondance de liquidités a favorisé la croissance du crédit et l'inflation ainsi que la hausse des prix des actifs, phénomènes que, compte tenu du rattachement de leur monnaie au dollar, ces pays n'étaient guère en mesure de contrer. Le boom s'est aussi accompagné d'une hausse de l'endettement des établissements financiers et des entreprises (graphique 2). La fragilité de la balance des paiements est apparue lorsque le crédit mondial s'est raréfié, en particulier aux Émirats arabes unis (E.A.U.), au Koweït et à Bahreïn, en raison des liens de ces pays avec les marchés boursiers internationaux, de leur dépendance croissante à l'égard des prêts étrangers et de leurs emprunts immobiliers (graphique 3).

Une riposte rapide

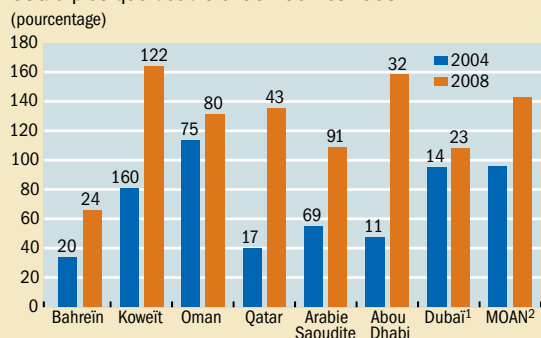
Avec la vague mondiale de désendettement, les cours et la production de pétrole et les excédents extérieurs et budgétaires du CCG ont chuté, les écarts de taux des contrats sur risque de défaut (CDS) de la dette souveraine se sont creusés, et les marchés boursiers et immobiliers se sont effondrés (voir tableau). Le marché de l'immobilier des E.A.U. a particulièrement souffert, la valeur mensuelle des transactions tombant d'un niveau record proche de 3 milliards de dollars en mai 2008 à seulement 250 millions en novembre 2009. Les financements extérieurs des établissements financiers et des entreprises se sont raréfiés : sur un total estimé à 2.500 milliards de dollars de projets en cours fin 2008, environ 575 milliards avaient été suspendus fin 2009.

Pourtant, les banques sont restées rentables et ont pu absorber les pertes, surtout parce que les ratios de fonds propres de la plupart des pays étaient élevés au moment où la crise a éclaté. Quelques établissements financiers non bancaires et groupes d'entreprises se sont déclarés en faillite, sans toutefois provoquer de conséquences systémiques, notamment parce que les gouvernements ont réagi promptement pour garantir la stabilité.

Graphique 2

L'envolée de l'emprunt

Le ratio d'endettement de certaines sociétés des pays du CCG a plus que doublé entre 2004 et 2008.



Sources : Zawya; estimations des services du FMI.

Note : Le chiffre indiqué en haut des colonnes correspond au nombre de sociétés.

¹Le ratio de Dubaï ne comprend pas les entités liées à l'État non répertoriées. Les entités liées à l'État qui sont répertoriées et prises en compte dans le calcul du ratio sont DP World, Dubai Financial, Emaar et Tamweel.

²MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord. Nombre de sociétés non disponible.

Les États ont puisé dans leurs abondantes réserves pour soutenir les dépenses publiques et prendre des mesures financières exceptionnelles. Outre l'injection de liquidités par les banques centrales et les États, l'Arabie Saoudite, les E.A.U. et le Koweït ont garanti les dépôts. En outre, le Qatar et les E.A.U. ont injecté des capitaux équivalant respectivement à 2 et à 7,3 % du PIB. Le Koweït a adopté une loi de stabilité financière qui fournissait des garanties considérables au secteur financier et prévoyait la mise en place de fonds

Les coups portés par la crise

Pendant la récession mondiale, les marchés financiers ont exigé une prime de risque plus élevée sur la dette souveraine et les actifs des pays du CCG, et les prix de l'immobilier ont chuté dans les pays du Golfe.

	Écarts de taux des CDS (points de base)				Variation en bourse (pourcentage)	
	Minimum pour la période	Maximum pour la période	Hausse maximale de la période	Changement sur la période	Baisse maximale pour la période	Changement sur la période
Impact de la crise avant les événements de Dubaï ¹						
Bahreïn	92	716	624	79	-50	-50
Koweït	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-59	-55
Oman	252	483	231	274	-65	-45
Qatar	43	379	335	49	-66	-40
Arabie Saoudite	30	333	303	74	-58	-34
Dubaï	114	944	830	200	-75	-63
Abou Dhabi	42	446	404	55	-58	-43
Impact des événements de Dubaï ²						
Bahreïn	172	260	88	6	-2	2
Koweït	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-2	4
Oman	275	277	3	-30	-7	0
Qatar	94	120	26	-1	-9	-7
Arabie Saoudite	74	107	34	9	-5	1
Dubaï	317	634	316	123	-27	-22
Abou Dhabi	100	175	75	38	-15	-9

Sources : Markit, Bloomberg; estimations des services du FMI.

Note : Un CDS (credit default swap) est un contrat dérivé qui garantit le versement d'une prime si un événement de crédit, tel qu'un défaut de paiement, se produit. Le principe est celui d'une police d'assurance. L'écart de taux des CDS correspond à la différence en points de base (1 point de base étant égal à 1/100^e de point de pourcentage) entre un taux de référence (par exemple celui des bons du Trésor américain) et le taux du CDS. L'écart représente en fait une prime d'assurance : plus le risque perçu est élevé, plus la prime (l'écart) s'accroît.

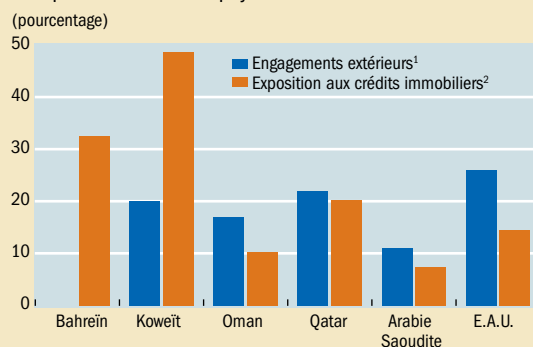
¹1^{er} juin 2008-22 novembre 2009.

²23 novembre 2009-21 janvier 2010.

Graphique 3

Les banques sont plus fragiles

De lourds emprunts à l'étranger et une forte exposition aux crédits immobiliers ont contribué à fragiliser le bilan des banques dans certains pays du Golfe.



Sources : Zawya; estimations des services du FMI.

¹Engagements extérieurs des banques à leur niveau record en 2008, en pourcentage du total des engagements; données non disponibles pour Bahreïn.

²En pourcentage du total des prêts, 2008.

de stabilisation des marchés boursiers à hauteur de 3 % du PIB par l'intermédiaire de diverses entités gouvernementales. Le Qatar a acheté aux banques des actions et des actifs immobiliers d'un montant s'élevant à 6 % du PIB. Dans le cadre d'un programme d'investissements de 400 milliards de dollars sur cinq ans, l'Arabie Saoudite a lancé un plan de relance inégalé (en pourcentage du PIB) par les autres pays du G-20. Outre qu'elles ont permis de stabiliser les systèmes financiers du CCG et de soutenir la croissance, ces mesures ont eu des retombées positives pour les pays voisins et ont contribué à revigorer la demande mondiale.

Dubaï frappé par la pénurie de crédit

La région semblait donc bien gérer la crise économique mondiale. Mais, à Dubaï, la pression sur les entités quasi souveraines fortement endettées a culminé en novembre 2009, lorsque Dubai World, une holding d'État, a annoncé qu'elle allait demander un moratoire sur sa dette, c'est-à-dire négocier un accord avec ses créanciers pour modifier les conditions de sa dette et éviter d'éventuelles saisies.

C'était l'aboutissement de plusieurs événements : des entités liées à l'État avaient emprunté massivement entre 2004 et 2008 pour financer la création d'un grand complexe commercial et résidentiel. La forte hausse de l'endettement a entraîné une bulle immobilière, qui a éclaté au milieu de l'année 2008.

Abou Dhabi, le plus grand des sept émirats, qui détient plus de 95 % des réserves pétrolières des E.A.U., est venu au secours de Dubaï le 14 décembre, en débloquent un crédit afin de couvrir une partie des dettes de Dubai World, dont environ 4,2 milliards de dollars d'obligations islamiques (les *sukuk*) de sa filiale immobilière Nakheel, qui arrivaient alors à échéance. Cette intervention a permis de calmer les marchés, mais les incertitudes demeurent et le gouvernement de Dubaï tente à présent de définir une stratégie pour rétablir la viabilité de ses entreprises.

À la suite des événements survenus à Dubaï, les marchés boursiers de la région ont de nouveau subi des pressions temporaires, et les écarts de taux des CDS sur la dette de Dubaï se sont creusés. (Les écarts de taux des CDS sur la dette des autres pays de la région n'ont été que peu touchés.) Les difficultés de Dubaï risquent cependant de se répercuter sur le reste de la région. Par exemple, les marchés vont sans doute se montrer plus circonspects face aux risques quasi souverains et privés, ce qui pourrait entraîner une augmentation du coût du crédit et restreindre l'accès de certaines entités du CCG aux marchés internationaux des capitaux.

Que réserve l'avenir?

Si les perspectives à court terme du CCG sont assombries par la crise mondiale et les récents événements à Dubaï, le moyen terme reste favorable grâce à la hausse des cours des matières premières. La croissance du PIB non pétrolier s'élèverait, selon les estimations, à environ 2,8 % en 2009, et le rebond de la croissance globale en 2010 devrait être plus prononcé que dans les pays développés.

Les décideurs du CCG ont cependant fort à faire. La priorité immédiate est d'assainir les bilans des banques (en continuant à reconnaître ouvertement les pertes et en procédant sans délai à une recapitalisation des banques) et de restructurer le secteur non bancaire de certains pays. Des tests de résistance et des audits réguliers de la qualité des actifs des banques permettront de déterminer si les fonds propres sont suffisants. Autant que possible,

la recapitalisation devra être fondée sur des investissements privés afin de réduire les problèmes d'aléa moral, et les autorités devront amorcer le désengagement du secteur public dès que le marché le permettra.

Les autorités devront aussi faciliter la restructuration des établissements non bancaires, en particulier au Koweït et aux E.A.U., en soutenant les entités systémiques et viables, tout en mettant fin en douceur aux activités des entités non viables. Une stratégie de communication claire devrait permettre d'y parvenir, de rassurer les investisseurs et de réduire la spéculation et la volatilité des marchés.

À moyen terme, il sera indispensable d'améliorer la gouvernance et la transparence des entreprises, car la frilosité croissante des créanciers pousse les conglomérats et les entités liées aux États du CCG à faire mieux en matière d'information et de transparence.

Les autorités devraient aussi envisager les mesures suivantes :

- compte tenu des limites imposées à la politique monétaire par le rattachement au dollar américain, une politique budgétaire soutenue par une série d'instruments macroprudentiels adaptés afin d'atténuer la transmission du cycle pétrolier à toute l'économie;

- des réglementations incitant à la prudence en promouvant le provisionnement des pertes sur prêts, comme en Arabie Saoudite, où des mesures de provisionnement anticycliques ont déjà été mises en œuvre, ainsi que la constitution de réserves de capital pour amortir les chocs sur tout le cycle économique;

- une application résolue des règles que doivent observer les banques en matière de réserves obligatoires et des plafonds prudentiels applicables aux banques afin de contrer toute tendance spéculative et les risques de surchauffe;

- une taxe sur les plus-values immobilières et boursières;
- une stratégie pour éviter un endettement excessif des entreprises et surveiller les risques de contagion émanant des centres financiers offshore;

- la création de marchés locaux et régionaux de la dette afin de diversifier les canaux de financements au-delà des banques.

Pour atteindre l'objectif à plus long terme de diversification de leurs économies, les gouvernements du CCG devront s'efforcer de faciliter les activités du secteur privé. Pour ce faire, il sera essentiel d'améliorer l'environnement réglementaire et d'alléger les démarches administratives. Non seulement la diversification économique créerait des emplois, mais elle permettrait aussi à la région d'atteindre un objectif fondamental, à savoir la réduction de sa dépendance à l'égard du pétrole. ■

May Khamis est chef de division adjoint et Abdelhak Senhadji est chef de division au Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI.

FMI Bulletin

Retrouvez le Bulletin
du FMI en ligne à
www.imf.org/imfsurvey