

Émirats Arabes Unis

Vers une nouvelle crise à Dubaï ?

En tant qu'économie la plus diversifiée du Golfe et producteur de pétrole, les Émirats arabes unis sont doublement affectés par l'épidémie de Covid-19 et la chute des prix du pétrole. La crise risque de s'accroître dans l'immobilier à Dubaï, en difficulté depuis plusieurs années, entraînant la dégradation de la situation financière des entreprises de la construction et des services. Cela devrait augmenter le risque de crédit et peser sur le secteur bancaire. Les finances publiques devraient pouvoir faire face à la baisse des revenus pétroliers, au prix d'une hausse de la dette. La solidité de la position extérieure garantit l'ancrage du dirham au dollar.

■ Une économie doublement affectée

Comme l'ensemble des pays du Golfe, l'économie des Émirats arabes unis (EAU) est actuellement confrontée à une double difficulté : l'épidémie de Covid-19 et la chute des prix du pétrole. La structure de cette économie la rend particulièrement sensible : Abu Dhabi est un important producteur de pétrole au sein de l'OPEP et Dubaï est particulièrement dépendante des secteurs du tourisme et de l'immobilier. Pour limiter l'expansion de l'épidémie, un certain nombre de restrictions a été imposé concernant les déplacements et les activités économiques non vitales.

Pour le moment, les mesures de soutien budgétaire à l'activité restent modérées (environ 2% du PIB). Elles consistent essentiellement en des réductions de taxes, une hausse des subventions sur l'eau et l'électricité, et le renforcement du programme Ghadan 21 à Abu Dhabi¹. La Banque centrale des EAU (BCEAU) a réduit son taux directeur de 125 points de base depuis le début de l'année² et a annoncé un plan de soutien de USD 70 mds (17% du PIB) consistant en des avances de liquidité sans intérêt contre garanties pour les banques commerciales, le report de mensualités de prêts pour certaines entreprises, la baisse du coefficient de réserves obligatoires et le relâchement des normes prudentielles concernant les prêts aux PME et le plafond d'exposition des banques au secteur de l'immobilier. Certaines entreprises de secteurs particulièrement exposés, tel que le transport aérien, devraient bénéficier d'apport en capital de la part du gouvernement.

■ Chute de l'activité hors pétrole

La croissance de l'activité hors pétrole est en berne depuis 2017 (inférieure à 2%) en raison du ralentissement de l'activité à Dubaï. En effet, l'émirat le plus diversifié de la fédération (environ 30% du PIB total) fait face depuis 3 ans à un ralentissement prononcé du secteur de l'immobilier (15% du PIB) et à une baisse de la fréquentation touristique (un peu plus de 10% du PIB). Ce ralentissement structurel va se transformer en récession cette année avec le ralentissement des chantiers, l'arrêt temporaire de la fréquentation touristique et la baisse du commerce mondial.

¹ Ce programme de AED 50 mds (3,4% du PIB), débuté en 2019, vise à soutenir le développement des PME, notamment dans le secteur des nouvelles technologies.

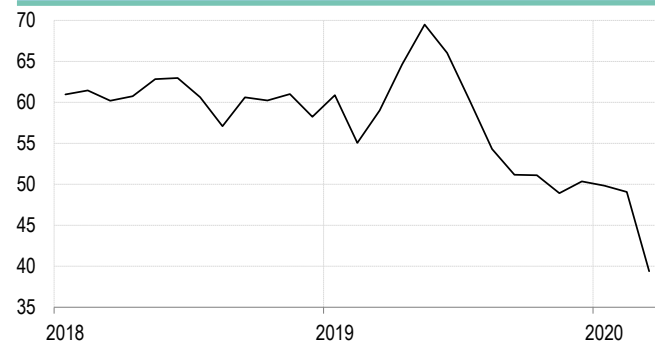
² Cette baisse du taux directeur (sur les CD à une semaine) est liée à la nécessité pour la BCEAU de suivre les décisions de la Réserve fédérale américaine en raison de l'ancrage du dirham à l'USD. Ce n'est pas réellement une mesure de soutien à l'économie.

1- Prévisions

	2018	2019e	2020e	2021e
PIB réel, variation annuelle (%)	1,7	1,9	-6,7	3,8
Inflation moyenne (IPC, %)	3,1	-1,9	0,2	1,8
Solde budgétaire / PIB (%)	1,8	0,4	-8,3	-6,9
Solde courant / PIB (%)	10,0	7,3	-0,4	1,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2- Indice PMI du secteur privé non-pétrolier, nouvelles commandes



Source : Markit

Facteur aggravant, le possible report d'une année de l'Exposition universelle prévue en octobre 2020 à Dubaï pourrait réduire tout espoir de reprise de l'activité dans la deuxième partie de l'année. À Abu Dhabi, les difficultés du secteur de l'immobilier pèsent aussi sur la croissance du PIB non pétrolier (inférieure à 1% depuis 2018). Au total, pour l'ensemble des EAU, nous estimons que le PIB hors pétrole devrait se replier de 5% en 2020 après seulement 1,1% estimé en 2019.

De même, le PIB pétrolier (environ 30% du PIB total des EAU) devrait enregistrer une baisse significative en 2020. L'ensemble des pays du groupe OPEC+ sont en effet parvenus à un accord de baisse de leur production totale de pétrole de 9,7 mb/j qui entre en application à partir de mai 2020. Les UAE sont le 3^e producteur de l'OPEP (11% du total avec 3,09 mb/j en moyenne en 2019) et leur engagement porte sur une baisse de production de 0,74 mb/j, ce qui pourrait réduire leur production d'environ 10% en moyenne en 2020.



■ Hausse attendue du risque de crédit

Au total, la croissance devrait se replier de 6,7% en 2020. La chute de l'activité hors pétrole qui affectera prioritairement Dubaï, conduira à une hausse significative du risque de crédit. Les conglomérats quasi-publics qui participent au développement à Dubaï subissent depuis plusieurs années le ralentissement du secteur de l'immobilier. Ces entreprises principalement actives dans la construction et l'immobilier sont fortement endettées³ et vont rapidement faire face à des problèmes de liquidité.

La baisse des prix depuis 2018 (-30% environ pour l'immobilier résidentiel) n'a pas fait ralentir la croissance de l'offre dans un marché pourtant en surcapacité. Selon S&P, à Dubaï, l'année 2019 a été une année record dans la livraison d'habitat résidentiel, et 2020 pourrait battre ce record. La possible annulation de l'Exposition universelle devrait accélérer la baisse de la demande et la chute des prix. Déjà, certains conglomérats ont approché leurs principaux créanciers en vue de renégocier leur dette, tandis que d'autres ont vu leur note de solvabilité dégradée par les agences de rating. La capacité de Dubaï à soutenir les conglomérats en difficulté est contrainte par des ressources budgétaires limitées.

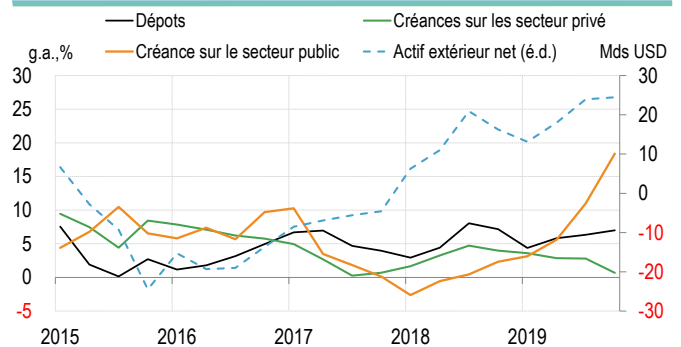
■ Un secteur bancaire en première ligne

Dans ce contexte de possible accélération de la dégradation du secteur immobilier, la qualité des actifs bancaires va se détériorer. Le ratio de créances douteuses est en augmentation régulière depuis 2017. Selon le FMI, il a atteint 6,5% fin 2019. L'exposition de l'ensemble des banques aux secteurs de la construction et de l'immobilier est équivalente à environ 1/4 des crédits au secteur privé.

Depuis l'éclatement de la bulle immobilière de 2008, la solidité des banques a été renforcée, les dettes des conglomérats ont été rééchelonnées et la spéculation immobilière a été réduite. Le risque que fait peser l'immobilier sur le secteur financier et donc sur le reste de l'économie, n'est plus de nature systémique. Néanmoins, les récentes mesures de la CBEAU vont dans le sens d'un relâchement des normes prudentielles pour les banques afin de soutenir le crédit aux PME. Le crédit bancaire au secteur du commerce est équivalent à 11% du crédit au secteur privé, tandis que le crédit à la consommation en représente 25%.

Du côté des ressources, la dégradation des finances publiques pourrait peser sur les dépôts du gouvernement qui représentaient 18% des dépôts totaux fin 2019. Néanmoins, à court terme, la liquidité des banques émiraties reste satisfaisante. Les dépôts, qui sont la principale ressource des banques, augmentaient de 7% en rythme annuel en décembre 2019, tandis que les crédits au secteur privé (67% du total des crédits) stagnaient (+0,7%). Par ailleurs, signe de l'absence de tensions sur la liquidité, la position extérieure nette des banques étaient en excédent de USD 24 mds (5,9% du PIB) en décembre 2019, soit le niveau le plus élevé depuis quinze ans.

3- Bilan simplifié des banques commerciales



Source : FMI

■ Pas de problème de financement du déficit budgétaire

Avec la chute des revenus budgétaires pétroliers (environ 50% des revenus totaux) et les mesures de soutien à l'activité, le solde budgétaire devrait être significativement en déficit en 2020. La baisse attendue de la production de pétrole se cumulera à la baisse de 40% en moyenne des prix du pétrole au cours de cette année. Pour compenser une partie de la baisse de revenu, le gouvernement pourrait avoir recours aux revenus des fonds souverains. Au total, nous prévoyons un déficit équivalent à 8,3% du PIB en 2020 (soit USD 35 mds) et 6,9% du PIB en 2021.

Le gouvernement dispose de plusieurs solutions afin de financer ce déficit. L'émission obligataire internationale de 2019 (USD 10 mds) lui a procuré des liquidités et une nouvelle émission de USD 7 mds a eu lieu ce mois d'avril 2020. Enfin, les avoirs gouvernementaux placés dans différents fonds souverains s'élevaient à plus de USD 800 mds (200% du PIB en 2019) et peuvent être une source de financement supplémentaire. La dette du gouvernement est modérée et devrait atteindre 28% du PIB en 2020.

■ Solidité du peg

Les comptes extérieurs sont solides et les excédents du compte courant sont récurrents. Cependant, avec la baisse du prix du pétrole et le repli du commerce mondial, les comptes courants devraient enregistrer un léger déficit de 0,4% du PIB en 2020 (USD 1,8 mds). Selon l'IIF, l'amortissement de la dette extérieure (prêts et obligations) s'élève à USD 60 mds en 2020. Les réserves de change de la banque centrale s'élevaient à USD 107 mds en 2019 (soit 7,5 mois d'importations de biens et services). Dans cette situation, et en prenant en compte les avoirs extérieurs du gouvernement, l'ancrage du dirham au dollar n'est pas à risque.

Pascal Devaux

pascal.devaux@bnpparibas.com

³ La dette totale du gouvernement de Dubaï et des conglomérats quasi-public en dépendant est supérieure à 100% du PIB de Dubaï.

