

Impact économique de la crise sanitaire covid-19 au Koweït

L'économie koweïtienne, fondée sur l'exploitation des hydrocarbures et la gestion de la rente associée, est pleinement impactée par la déstabilisation et la chute des cours du pétrole déclenchées par la propagation de covid-19. La crise sanitaire teste la solidité des fondamentaux koweïtiens et si les ressources accumulées permettront de franchir la vague, les autorités pourraient devoir accélérer les réformes structurelles conçues et connues de longue date, compte tenu des contraintes financières.

La crise sanitaire teste la solidité des deux piliers économiques de l'émirat

Le Koweït est un pays à hauts revenus (137 Md\$ de PIB nominal en 2019, environ 29 000\$ par habitant), inégalement répartis au sein d'une population de 4,5 millions de personnes, dominée par 1,4 million de citoyens koweïtiens. Ces derniers jouissent des bénéfices d'une économie sociale de marché avancée, puisque l'Etat garantit à chacun une éducation et la santé gratuite, un logement, un emploi (80% de la population active nationale travaille pour l'Etat) et des commodités (eau et énergie) quasi-gratuites. Le paradigme koweïtien s'appuie sur deux piliers fondamentaux :

- l'infrastructure de production du stock d'hydrocarbures, incarnée par la *Kuwait Oil Company* (KOC) : 2,7 millions de barils produits et vendus chaque jour, à un coût moyen de 4,0 \$/baril en 2019. KOC détient des réserves pour une centaine d'année de production au rythme actuel, sous réserve d'investissements d'optimisation élevés. Le système génère, avec la filière aval, plus de 50% du PIB de l'émirat, 90% de ses exportations (75% vers l'Asie) et 90% de ses ressources fiscales (cf. annexes) ;
- le dispositif de collecte et de valorisation de la rente pétrolière, mis en place dès 1953 sous la forme d'un fonds souverain, la *Kuwait Investment Authority* (KIA), dont les actifs sont estimés par le FMI (mars 2020) à 175 Md KWD/575 Md\$ (425% du PIB), dont 90% est investi à long terme à l'étranger au sein d'un *Future Generations Fund* (FGF, estimé à environ 160 Md KWD/525 Md\$) et 10% localement dans un *General Reserve Fund* (GRF, estimé à 15 Md KWD/50 Md\$). Le GRF est mobilisable par le gouvernement notamment pour financer les déficits budgétaires, et 10 Md KWD/30 Md\$ liquides seraient disponibles à court terme. Au plan financier, le Koweït apparaît donc bien protégé dans l'immédiat, comparé à ses voisins (cf. annexes).

Covid-19 teste la solidité de cet édifice, d'abord parce que la chute des cours du pétrole (le brut koweïtien a perdu jusqu'à 75% de sa valeur depuis le début de l'année) impacte mécaniquement les revenus de l'Etat, plus ou moins négativement selon le prix d'équilibre atteint, une fois passée la première vague pandémique. Ainsi, pour l'année fiscale 2020/2021, le gouvernement tablait dans son projet de loi de finances présenté en janvier dernier, sur un baril de brut à un prix moyen de 55\$. Sur cette base, les recettes fiscales 2020/2021 provenant du secteur pétrolier étaient estimées à 12,9 Md KWD (42,5 Md\$) et le déficit de l'Etat à 9,7 Md KWD (32 Md USD), y inclus des dépenses additionnelles de 0,5 Md KWD (1,7 Md\$) annoncées pour faire face à Covid-19.

La crise sanitaire accroît les besoins de financement du Koweït

Un baril à 30\$ en moyenne annuelle induirait – toutes choses égales par ailleurs - des recettes fiscales pétrolières de 7,0 Md KWD/23 Md USD, en baisse de 45% en année pleine par rapport aux prévisions initiales, et un déficit prévisionnel de 15,0 Md KWD/49,5 Md USD, soit un tiers du PIB2019 (cf. annexes). Dans cette hypothèse, le GRF serait mobilisé en totalité dès 2020/2021 pour financer ce déficit, en l'absence de possibilité pour l'Etat d'émettre de la dette sur les marchés. En effet, bien que peu endetté (12% du PIB), l'Etat koweïtien doit encore faire approuver par le parlement une loi d'endettement, pour lever jusqu'à 25 Md KWD. La crise sanitaire pourrait faciliter l'adoption de cette loi, mais son activation

prendra du temps. En outre, comme le souligne le FMI dans son dernier rapport sur le Koweït, établi avant la crise sanitaire, les besoins de financement du Koweït d'ici 2025 s'avèrent particulièrement importants, et sont estimés à 57 Md KWD (190 Md\$).

Si le Koweït peut absorber le choc de la vague pandémique, la dimension systémique de ses besoins de financement de moyen terme, renforcée par cette crise sanitaire, pourrait devoir conduire les pouvoirs publics à ne plus reporter la refonte du modèle économique en vigueur. A cet égard, le FMI et les agences de notation plaident pour une réforme dont les principaux éléments sont connus : réduire le poids de l'Etat employeur (et donc le coût de la fonction publique, 50% du budget) ; supprimer graduellement les subventions (15% du budget) ; accroître l'investissement public dans les infrastructures d'intérêt général ; introduire la TVA à 5% et imposer des droits d'accises sur les produits de luxe et à externalités négatives (tabac, boissons sucrées).

Covid-19 pourrait accélérer cette transformation économique et sociale. A contrario, le Koweït pourrait devoir mobiliser le FGF pour financer son modèle de société mais, ce faisant, remettrait en cause l'équilibre intergénérationnel consubstantiel à la création de ce fonds. Ce dernier n'a été employé qu'une seule fois pour financer la nation, pour sa reconstruction après l'invasion irakienne. Ce choix par défaut pourrait avoir des conséquences politiques majeures, d'autant que Covid-19 a un impact négatif sur la valeur intrinsèque du FGF, puisque ses actifs à l'étranger en subissent aujourd'hui le choc déflationniste.

Le système productif s'est adapté à la période de confinement

La crise sanitaire due à covid-19 n'a pas arrêté le cœur de l'outil productif, puisque KOC s'est organisée pour maintenir la production, et poursuit les grands projets pour la soutenir (exploitation des huiles lourdes au nord du pays, programme *enhanced oil recovery*...). Toutefois, KOC ne pourra pas entrer dans une course à la production susceptible de compenser partiellement la perte de revenus due à la baisse des cours, puisque sa capacité de production additionnelle est limitée à quelques dizaines de milliers de barils par jour (capacité réelle estimée par KOC à 2,855 millions de barils à fin 2019). Au contraire, KOC ne pourra pas faire l'économie d'une révision de ses coûts, y compris d'investissement, ce dont elle a reçu l'instruction de sa maison-mère, *Kuwait Petroleum Company*. Par exemple, le programme d'exploration *off shore* (1 Md USD) a d'ores et déjà été suspendu.

Les entreprises en charge des productions essentielles ont également toutes mis en place un plan de continuité de service (ex : séparation des équipes en deux), et que le système est dimensionné pour absorber toute la demande. Enfin, le secteur privé, environ 25% du PIB koweïtien, souffrira plus ou moins profondément des mesures de confinement et de fermeture des commerces (à l'exception de l'alimentaire), selon la durée des interdictions, mais le gouvernement et la banque centrale ont élaboré un plan de soutien (non chiffré et à préciser) qui devrait permettre d'absorber le choc conjoncturel, en particulier pour les PME, notamment en garantissant leur solvabilité de court terme (cf. annexes).

Une crise sanitaire de longue durée pourrait avoir des conséquences plus structurantes, notamment s'agissant de la main d'œuvre étrangère, massivement employée dans le secteur privé comme public, et représentant pour partie une variable d'ajustement (les expatriés dont le visa de travail a expiré sont encouragés à rentrer dans leur pays d'origine, le Koweït prenant en charge les coûts de transport). Il faudrait alors accélérer le processus de « koweïtisation » des emplois, ce qui serait cohérent avec une politique de réduction de l'Etat employeur et avec une logique de transformation sociale imposée par la fin du modèle de rente.

Annexes :

Décomposition du PIB koweïtien à fin 2019

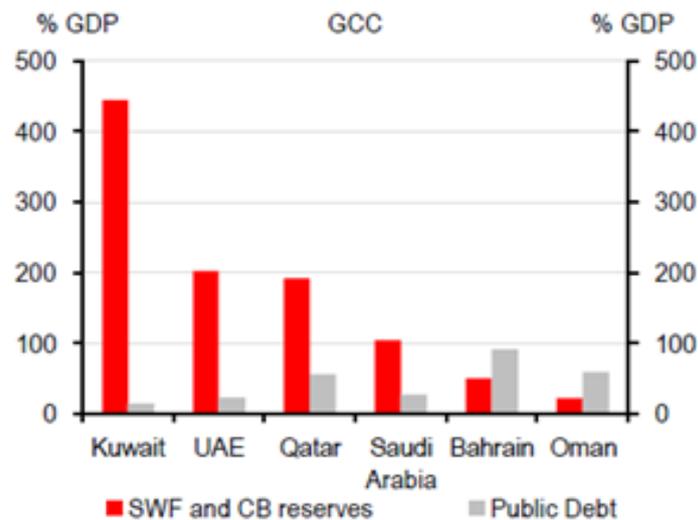
Source: MOF

% PIB

Oil sector	53,0
Public administration and defence	8,4
Financial intermediation	6,3
Manufacturing	5,2
Electricity, gas and water	3,8
Education	3,5
Wholesale and retail trade	2,7
Telecommunications	2,3
Health and social work	2,2
Transport	2,1
Construction	1,3
Household with employed persons	0,8
Hotel and restaurant	0,6
Agriculture and fishing	0,3
Other services	7,8

Ressources financières* du Koweït rapportées au PIB, comparaison CCEAG

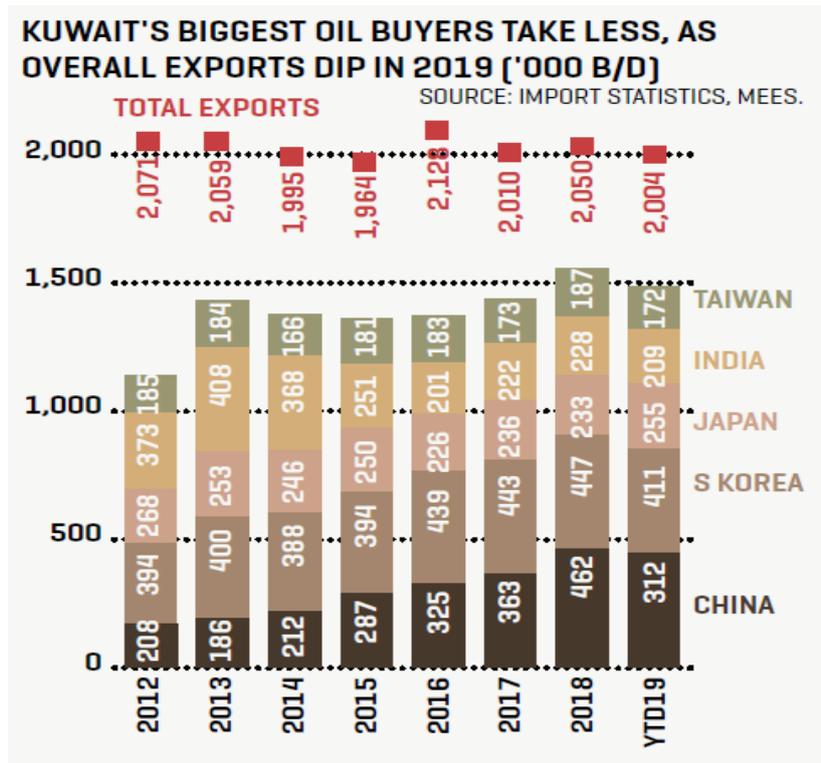
* actifs du fonds souverain + réserves de la banque centrale



Source: Sovereign Wealth Fund Institute, Local central banks, HSBC

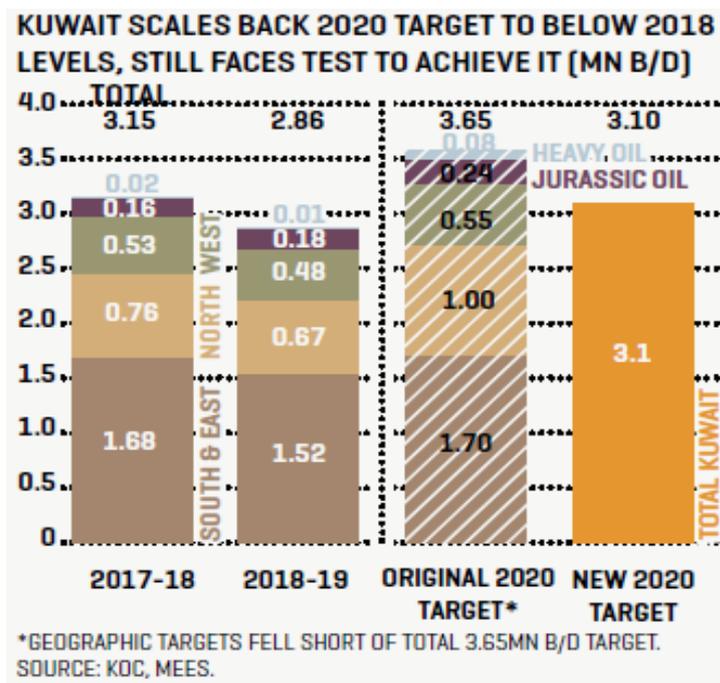
Principaux clients du pétrole koweïtien

Source : MEES



Objectifs de production de KOC

Source : KOC (décembre 2019), MEES



Projet de budget 2020/2021 avant Covid-19 et impact estimé selon le prix du pétrole

Source : MOF, KOC, calculs SE

		2018/19	2019/20	2019/20	2020/21	Estimations en fonction du nouveau prix du pétrole (<i>caeteris paribus</i>)				
		[exécuté]	[prév. Gvt]	[exécuté]	[prév. Gvt]					
Production	MBOPD	3,1	2,9	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Taux de change	KWD/USD	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30
Prix du pétrole	USD/baril	68,0	55,0	66,0	55,0	50,0	45,0	40,0	35,0	30,0
PIB nominal	Md KWD	42,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0
Recettes	Md KWD	20,5	15,8	18,6	14,8	13,6	12,4	11,3	10,1	8,9
<pétrole	Md KWD	18,4	13,9	16,7	12,9	11,7	10,6	9,4	8,2	7,0
<<royalties*	Md KWD	4,7	3,5	4,2	3,3	3,0	2,7	2,4	2,1	1,8
<<taxe pétrole**	Md KWD	13,8	10,4	12,4	9,7	8,8	7,9	7,0	6,1	5,3
% recettes totales	%	90%	88%	90%	87%	86%	85%	83%	81%	79%
<autres	Md KWD	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Dépenses	Md KWD	21,8	22,5	22,5	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0
<salaires	Md KWD	11,5	12,0	12,0	12,1					
<subventions	Md KWD	3,7	3,7	3,7	3,6					
Solde avant transfert FGF	Md KWD	-1,3	-6,7	-3,9	-8,2	-9,4	-10,6	-11,7	-12,9	-14,1
	% PIB	-3,1%	-16,3%	-9,5%	-20,0%	-22,9%	-25,8%	-28,6%	-31,5%	-34,4%
Transfert FGF***	Md KWD	-2,1	-1,6	-1,9	-1,5	-1,4	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9
Solde après transfert FGF	Md KWD	-3,3	-8,3	-5,8	-9,7	-10,8	-11,8	-12,9	-13,9	-15,0
	% PIB	-8,0%	-20,1%	-14,0%	-23,6%	-26,2%	-28,8%	-31,4%	-34,0%	-36,5%

* 20% des recettes brutes de KOC

** 74% applicable aux recettes brutes de KOC moins les royalties dues

*** 10% de toutes les recettes fiscales vers le *Future Generations Fund* Futures (loi-cadre)

Besoins de financement de l'Etat d'ici 2025 & hypothèses d'endettement

Source : FMI, rapport « article IV » (31 mars 2020), sans prise en compte de la crise sanitaire

En % du PIB (ou voir indication)

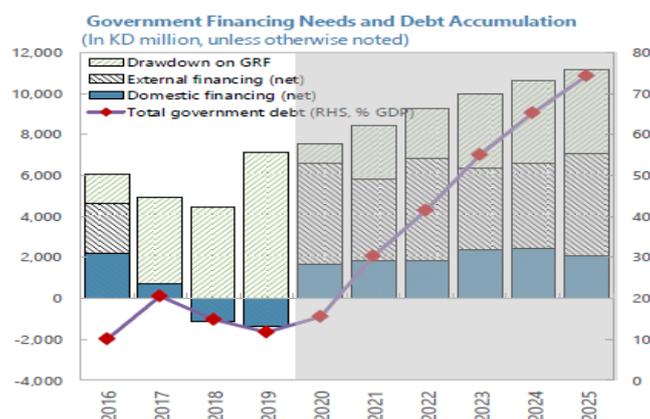
	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2020/21-25/26
Overall balance	4.7	-0.8	-2.6	-3.7	-4.4	-5.2	-5.6	
Overall Balance (after transfer to FGF and excl. inv. income) 1/	-13.9	-18.3	-19.8	-20.9	-21.4	-21.8	-21.9	
Nonoil balance excl. investment income (percent of nonoil GDP)	-88.4	-86.7	-85.4	-84.5	-83.4	-82.3	-81.1	
Net financing needs (in KD billion)	5.7	7.5	8.5	9.3	10.0	10.6	11.2	57.1
Domestic (net issuance)	-1.4	1.6	1.9	1.9	2.4	2.4	2.1	12.3
External (net issuance)	0.0	5.0	3.9	5.0	4.0	4.2	5.0	27.1
Drawdown of GRF	7.1	0.9	2.7	2.4	3.6	4.0	4.2	17.7
Public debt 2/	11.6	15.5	30.4	41.6	55.1	65.2	74.4	
Stock of KIA assets 2/ 3/	408	427	422	415	405	394	381	
Stock of GRF assets 2/ 3/	40	39	32	26	18	9	0	
Stock of FGF assets 2/ 3/	368	387	389	389	387	385	380	
Current account balance 2/	8.8	3.1	2.1	1.6	1.3	0.9	0.9	

Source: Ministry of Finance and IMF staff estimates.

1/ Excludes 10 percent of total revenue transferred to the FGF and investment income.

2/ On a calendar-year basis.

3/ The stock of KIA assets are staff estimates and projections.



Sources: MoF and IMF staff estimates.

Plan de soutien à l'économie (avril 2020)

Source : CBK, MOCI, agence de presse Kuna

Le Gouvernement a communiqué le 1^{er} avril 2020 les éléments d'un plan de soutien à l'économie pour tenir compte des répercussions de la crise sanitaire. Les grandes lignes exposées mais non détaillées à ce stade quant à leur impact chiffré, sont les suivantes :

- (i) un dispositif d'appui financier, *a priori* sous forme de garantie totale ou partielle par l'Etat des emprunts des entreprises du secteur privé affectées par la crise sanitaire ;
- (ii) des mesures de soutien à l'emploi des employés koweïtiens du secteur privé, avec un "safety net" pour ceux perdraient leur travail ;
- (iii) des exemptions de charges courantes (eau, électricité, droits de douanes...), avec un dispositif de répercussion en cascade, afin de limiter les effets d'aubaine (ex : un mall dont la facture d'électricité serait réduite devra la répercuter sur ses locataires) ;
- (iv) des dispositions particulières pour les PME : report sans coût de leurs échéances financières des six mois prochains, nouveau dispositif législatif pour encadrer les faillites et les entreprises insolvables, un dispositif spécifique de prêts à taux bonifié.

Le plan comporte un engagement de l'Etat de solder sans délai les sommes dues aux entreprises sous contrat. Enfin, des éléments d'appui aux "expatriés" (i.e. les travailleurs immigrés) sont prévus pour leur garantir un niveau de vie minimum pendant la crise sanitaire. Enfin, la Banque centrale du Koweït a abaissé son taux directeur de 100 bps pour l'établir à 1,5% et a réduit les exigences de liquidité et d'adéquation des fonds propres des banques. Elle a diminué la pondération des risques pour les PME et relevé la limite maximale de prêt de 90% à 100% pour les développements immobiliers résidentiels. Voir détails ci-après, mesures applicables du 2 avril au 31 décembre 2020 :

No	Ratio Name	CBK Rule	COVID-19 Situation
1	LCR	Greater than 100%	Greater than 80%
2	NSFR	Greater than 100%	Greater than 80%
3	Reserve Ratio	Greater than 18%	Greater than 15%
4	Maturity Ladder Ratio		
	-7 days & under	-10%	-20%
	- Over 7 days to 1month	-20%	-30%
	- Over 1month to 3month	-30%	-40%
	- Over 3month to 6month	-40%	-50%
5	Maximum Lending Ratio	Less than 90%	Less than 100%
6	Basel III Ratio		
	-Total Capital adequacy Ratio	13%	10.5%
	-Tier 1 Capital adequacy Ratio	11%	8.5%
	-CET 1 Capital adequacy Ratio	9.5%	7.0%
7	Risk Weighted Assets for Small and Medium Enterprises (SME)	75%	Reduced to 25%
8	Loan to value and single obligor limits – i.e. Credit Concentration ratio	15% of Capital or Max KWD 45 Million	Exempt- provided, projects would add value to the economy
9	Loan to Value Housing Loans		
	-In case of acquiring land	50%	60%
	-in case of acquiring existing house	60%	70%
	-In case of building new house	70%	80%