



**MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE ET NUMÉRIQUE**

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Direction générale du Trésor
Lettre Trimestrielle
d'Asie du Sud

Une publication du SER de New Delhi avec les contributions des SE de de Colombo, d'Islamabad, et de Dhaka

La gestion des réserves de change et son incidence dans la zone Asie du Sud

Table des matières

Inde.....	2
Bangladesh	6
Pakistan	9
Sri Lanka	15
Népal.....	17
Bhoutan.....	20

Inde

En janvier 1991, les réserves de change détenues par l'Inde s'élevaient à 6,4 Mds USD ; en juillet 1991, elles ne dépassaient pas 1 Md USD, couvrant à peine deux semaines d'importations, conduisant la nouvelle équipe au pouvoir à définir une stratégie d'accumulation de réserves de change, qui a constitué une priorité de la politique monétaire depuis. Malgré les différents sudden stops intervenus en 2008-2009, 2011-2013, 2018-2019, 2022-2023, qui ont entraîné des sorties de capitaux et partant une diminution ponctuelle des réserves de change, celles-ci n'ont cessé de progresser en valeur absolue. Fin septembre 2024, elles dépassaient 704 Mds USD, leur plus haut niveau à ce jour, avant qu'un nouvel épisode lié à des sorties de capitaux ne conduise à une réduction des réserves de l'ordre de 70 Mds USD entre fin septembre et fin décembre 2024.

I. Trois principales raisons fondent l'action de la Banque centrale dans sa stratégie d'intervention

1/ Le motif d'auto-assurance en partie justifié par le fait que l'Inde enregistre de manière structurelle des déficits courants de l'ordre de 2 % du PIB et que son compte financier est lui-même sujet à des *sudden stops* susceptibles de remettre en cause un financement autonome du solde courant. L'Inde peut certes compter sur un socle stable d'entrées nettes d'IDE, mais ceux-ci restent en l'état insuffisants pour financer le déficit courant. Les réserves accumulées fournissent ainsi la liquidité internationale permettant à la Banque centrale d'intervenir rapidement sur le marché des changes et pour des montants élevés, sans avoir à recourir auprès d'autres banques centrales et/ou du FMI par l'intermédiaire de swaps de change, par définition difficiles à mobiliser et coûteux.

2/ La réduction et/ou le lissage de la volatilité du taux de change à court terme : les interventions à l'achat ou à la vente de devises sont motivées par la volonté de réduire ou de lisser dans le temps la volatilité de la roupie ; en pratique, ces interventions sont relativement efficaces, car sur la période récente (2007-2023), la roupie indienne a été la devise assortie de la plus faible volatilité tant implicite (*ex ante*) qu'historique (*ex post*), à l'exception du yuan renminbi. La volatilité tant implicite qu'historique est même décroissante dans le temps, car s'agissant de la volatilité implicite, elle revient de 10 % sur la période 2007-2014 à 6-7% sur la période 2014-2023. La volatilité historique revient de 8 % sur la période 2007-2014 à moins de 5 % sur la période 2014-2020. Les devises autres que la roupie et le yuan renminbi (réal brésilien, livre turque, rand sud-africain, roupie indonésienne) enregistrent toutes une volatilité supérieure au cours de la période 2007-2024. Ce n'est que sur la période 2023-2024 que la roupie enregistre une volatilité tant implicite qu'historique inférieure à celle du yuan, de l'ordre de 2,5 %-3,0 % contre 3-5% pour la devise chinoise. Ce sont probablement les interventions massives sur la période récente qui ont permis de réduire la volatilité de la roupie.

La relative stabilité de la roupie à court terme, en partie grâce aux interventions de change limitant la volatilité sur longue période a de fait eu tendance à réduire les comportements de couverture des entreprises, transférant le risque sur la RBI. En pratique toutefois, compte tenu du mouvement tendanciel de dépréciation de la roupie sur longue période, le fait que la RBI n'intervienne pas de manière systématique contre les forces de marché, comme en août-septembre 2022 ou novembre-décembre 2024, est susceptible de conforter les entreprises dans les illusions d'une stabilité factice et d'entraîner des pertes de change. Si elle intervient de manière systématique, comme elle l'a fait depuis octobre 2024, la Banque centrale court cependant le risque d'aller contre la tendance du marché, en permettant aux contreparties d'engranger des gains de change aisés et en voyant ses réserves de change fondre. Entre octobre 2024 et le 1^{er} janvier 2025, les réserves ont ainsi reculé de 70 Mds USD.

3/ Le maintien de la compétitivité-prix des exportations, en évitant notamment une appréciation du taux de change réel trop rapide. Les interventions à l'achat de devises, c'est-à-dire de ventes de roupies sur le marché des changes, qui ont notamment permis d'accumuler des réserves de change de l'ordre de 700 Mds USD à fin septembre 2024 ; le fait pour la RBI d'intervenir à l'achat lui permet de remplir deux fonctions, prévenir une appréciation trop rapide du taux de change nominal (i) et donc réduire le risque de voir d'autres contreparties se porter vendeuses de roupies si le mouvement d'appréciation de la roupies était jugé inapproprié par rapport à ses fondamentaux. Ce faisant, elle pourra continuer d'intervenir et d'accumuler des devises en cas de tendance lourde de capitaux entrants, justifiés par un différentiel de taux d'intérêt favorable à la roupie ou par l'inclusion indicielle décidée récemment, qui impose aux gestionnaires de portefeuilles obligataires internationaux d'accroître leur exposition aux titres d'Etat indiens, libellés en roupies. Les interventions de change à l'achat de devises permettent en outre de corriger l'appréciation du taux de change réel (ii) de la roupie, pénalisée par un différentiel de prix structurel qui pèse sur sa compétitivité, qu'il convient d'ajuster. En octobre 2024, le cours de change réel pondéré de la roupie, mesuré par rapport à un panier constitué de quarante devises de pays

partenaires commerciaux de l'Inde et ajusté de l'inflation, faisait apparaître une surévaluation de la roupie à hauteur de 7,21 %, son plus haut niveau depuis décembre 2017 selon la RBI.

II. Une stratégie ininterrompue d'accumulation malgré plusieurs chocs liés principalement à des tensions sur les marchés internationaux des capitaux

Depuis 2007, les réserves de change ont obéi à une tendance continue à l'accumulation, à l'exception de cinq périodes, 2008-2009, 2011-2013, 2018-2019, 2022-2023 et 2024-2025 durant lesquelles les interventions à la vente de devises et les effets de valorisation ont entraîné une nette diminution des réserves, sans que la stratégie d'accumulation adoptée soit remise en cause. Ces cinq périodes ont eu pour élément déclencheur des tensions financières internationales, telles que la Grande Crise Financière (GFC) de 2008-2009 culminant avec le défaut de Lehman Brothers, la crise de la dette souveraine des pays de la zone euro/resserrement monétaire de la Fed (*Taper Tantrum*) de 2011-2013, poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la FED (2018-2019), hausse des taux directeurs de la Fed conjuguée à l'incidence de la guerre en Ukraine (2022-2023), dernière période à partir d'octobre marquée par les incertitudes liées à la politique économique du Président élu Donald Trump.

Le principal épisode de sorties de capitaux a été constitué par les onze mois s'étant écoulés sur la période 2008-2009, au cours de laquelle les flux de capitaux sortants se sont élevés à 58 Mds USD, soit 18 % des réserves détenues par la RBI en mai 2008. Bien moindre a été l'incidence de la crise de la zone euro sur les réserves de change, qui n'ont été que faiblement mouvementées pendant deux mois par des sorties de capitaux de 1,5 Md USD, soit moins de 1% des réserves. En 2013, le début de normalisation de la politique monétaire américaine (*Taper Tantrum*) a entraîné des sorties de capitaux de 16 Mds USD, soit 5,5 % des réserves sur une période de six mois. Un nouvel épisode de flux sortants sur la période avril-novembre 2018 a fait suite au resserrement de la Fed, entraînant des sorties de 18 Mds USD, soit 4 % des réserves de change. Ponctuellement, la survenue du Covid en mars 2020 a exercé une incidence négative sur les réserves de change, marquées par des sorties de l'ordre de 18 Mds USD sur la période mars-mai 2020, l'ampleur du choc étant surtout perceptible en mars, avec des dégagements à hauteur de 16 Mds USD. En valeur absolue, le principal choc est survenu sur la période de dix mois 2022-2023, au cours de laquelle les sorties de capitaux ont atteint 36 Mds USD, soit 5,6 % des réserves de change publiées en octobre 2021. La dernière période marquée par d'importantes sorties de capitaux a débuté en octobre 2024 et se poursuit depuis. Au cours des deux mois d'octobre et novembre, les sorties de capitaux au titre des seules ventes d'actions cotées ont en effet atteint 13,5 Mds USD.

Les périodes d'accumulation ont été plus nourries, marquées par une forte augmentation des réserves de change à hauteur de 111 Mds USD sur la période 2007-2008, 53 Mds sur la période 2009-2011, 133 Mds USD sur la période 2013-2018, 194 Mds USD sur la période 2019-2022 et 67 Mds sur la période 2023-2024. A fin septembre 2024, les réserves de change atteignaient ainsi un point haut historique de 704 Mds USD.

III. Analyse de l'adéquation des réserves de change

1/ Au regard des indicateurs communément utilisés

Le niveau des réserves de change peut s'apprécier à l'aune de différents indicateurs communément utilisés, dont les principaux sont les importations, l'agrégat monétaire large (*broad money*) et la dette extérieure résiduelle à moins d'un an.

La plupart des indicateurs reflète le niveau excédentaire des réserves eu égard à la métrique recommandée par le FMI notamment.

S'agissant de l'indicateur d'ouverture commerciale, les réserves couvraient en novembre plus de onze mois d'importations, contre moins de huit il y a encore six ans, ce qui peut paraître excessif dans la mesure où la métrique du Fonds recommande un niveau de réserves de change couvrant trois mois d'importations. Dans l'hypothèse d'une métrique prudente considérant que les réserves doivent couvrir six mois d'importations, l'excédent de réserves serait de 350 Mds USD.

S'agissant de l'indicateur de liquidité externe, les réserves de change permettent à l'Inde de couvrir également la dette externe à court terme à hauteur d'un ratio de 5 actuellement, contre 2 il y a six ans. **Sur cette base, les**

réserves correspondant à la métrique ne dépasseraient pas 250 Mds USD, l'excédent de réserve étant proche de celui de l'indicateur précédent.

Le dernier indicateur¹ conventionnel à prendre en compte est celui constitué par l'agrégat monétaire large M3, qui permet de faire état des tensions auxquelles une crise de change peut donner lieu, la monnaie étant susceptible d'être convertie à tout moment en devises étrangères, compte tenu de l'intégration financière croissante de l'Inde avec le reste du monde. A cet égard, il est recommandé que les réserves de change d'un pays équivalent au cinquième de l'agrégat monétaire large ; celles de la RBI représentent désormais 23% de l'agrégat monétaire large M3, contre 21% en 2018, ce qui prémunit probablement l'Inde contre le risque de voir se former une crise de change massive. **Elles excèdent donc légèrement la métrique de 20%.**

Une approche plus synthétique développée à la fin de la décennie 2000 par Jeanne et Rancière cherche à définir le montant optimal de réserves. Cette approche, qui intègre notamment différents risques (de *sudden stop*, de faible résilience de l'économie en cas de choc exogène, mais également d'aversion plus ou moins grande au risque de choc exogène induisant des pertes de revenus), permet de définir un niveau optimal de réserves de l'ordre de 9% du PIB. **Dans cette optique, l'optimalité du niveau de réserves à constituer par la RBI ne devrait pas dépasser 250 Mds USD et l'excédent de réserve se rapprocherait de ceux définis dans le cadre des indicateurs précédents.**

2/ Par rapport aux pairs

Les pays pairs considérés ne sont pas les trois pays précédant l'Inde dans le classement des principaux pays détenteurs de réserves de change (Chine, Japon, Suisse). Ces trois pays affichent également des excédents courants structurels et se situent à un stade de développement économique bien plus avancé que l'Inde, notamment eu égard à leur structure industrielle, qui les protège d'une crise de change².

Nous essaierons de voir quelle est la situation relative de l'Inde par rapport à des pays émergents parvenus à un stade de développement comparable (Brésil, Russie, Turquie, Mexique, Afrique du Sud).

Deux groupes de pays émergents se dessinent. Le Brésil et la Russie disposent, tout comme l'Inde, de réserves de change supérieures à 10 mois d'importations, alors que la Turquie, le Mexique et l'Afrique du Sud affichent un niveau de réserves nettement inférieur³.

3/ Dans le pilotage de son *policy mix*

Malgré le faible risque d'un dérapage budgétaire et d'une contrainte financière extérieure maîtrisée, dans la mesure où la maturité moyenne de la dette publique indienne est à long terme (onze ans) et reste très majoritairement financée par l'épargne intérieure, certaines agences de notation ont assorti la dette indienne d'une perspective négative, ce qui place l'Inde à quelques encablures d'un statut *subinvestment grade* (BBB-/Baa3 par Moody's).

Dans ce contexte, l'accumulation de réserves de change par la RBI peut constituer auprès du marché une garantie supplémentaire offerte par l'Inde, dans un contexte où la Banque centrale devra amorcer rapidement une inflexion de sa politique monétaire, pour stimuler la croissance. L'accumulation de réserves confirme l'orientation vertueuse de la RBI, tout en ayant alimenté des entrées de capitaux en quête de rendement supplémentaire, du fait d'un différentiel de taux favorable à la roupie, au détriment de l'objectif interne visant à favoriser la croissance et l'investissement des entreprises.

¹ La valeur de cet indicateur paraît *a priori* plus discutable dans le cas de l'Inde que dans le cas d'un pays parfaitement intégré financièrement au reste du monde. Néanmoins, la crise de change survenue en 2013 indique que même en cas de mobilité du capital imparfaite, la substitution via l'agrégat M3 de supports monétaires en devises à des supports libellés en INR n'est pas nécessairement une vue de l'esprit.

² La Chine est certes dans une situation intermédiaire mais elle dispose d'un excédent courant et de réserves de change sans commune mesure (3000 Mds USD) avec les autres pays et contrôle étroitement le compte de capital du côté des sorties, ce qui la préserve des effets de bord induits notamment par les mesures non-conventionnelles des politiques monétaires d'autres pays. Enfin, une partie des réserves de change a été mobilisée pour doter notamment le fonds souverain CIC, dont l'actif net est actuellement de quelque 1000 Mds USD.

³ Brésil et Russie se sont dotés à des fins d'auto-assurance de réserves correspondant à 10 et 16 mois d'imports respectivement, alors que la Turquie, le Mexique et l'Afrique du Sud disposent de réserves couvrant respectivement quatre, trois et cinq mois d'imports (source Banque mondiale).

En outre, le coût d'opportunité lié à la détention de réserves va croissant au fur et à mesure de leur accumulation. Pour rappel, les réserves servent un intérêt au mieux de l'ordre de 3%⁴ lorsqu'elles sont placées dans des actifs à long terme, alors que la rémunération de l'argent sans risque est nettement supérieure sur les actifs libellés en INR et que l'efficacité marginale du capital investi en Inde est probablement nettement supérieure au taux de rendement apparent des réserves.

IV. Perspectives et opportunités

En pratique, la RBI a poursuivi sa stratégie d'accumulation de réserves au cours des neuf premiers mois de 2024, en profitant notamment des pressions haussières sur la roupie alimentées par l'inclusion indicielle. Pour rappel, dans le rapport de mission article IV 2022, le FMI projetait ainsi un niveau de réserves de change proche de 700 Mds USD sur l'exercice 2022/2023, en soulignant d'ailleurs le degré d'adéquation des réserves « pour des motifs de précaution ». La RBI a donc réalisé cet objectif en septembre 2024, avec des réserves de change qui atteignaient fin septembre 705 Mds USD.

Le coût d'opportunité lié à la détention de réserves de change soulève néanmoins un dilemme dont les autorités indiennes sont parfaitement conscientes, eu égard au niveau idoine des réserves de change et à l'affectation du niveau considéré comme excédentaire à des emplois dont l'efficacité marginale est par nature bien supérieure aux quelque 3% de rentabilité maximale induite par leur placement. S'il est difficile de déterminer pour un pays souhaitant maintenir une relative stabilité du taux de change le niveau adéquat des réserves à constituer, il est probable que l'Inde a atteint actuellement un niveau de réserves probablement supérieur à celui dont elle aurait besoin pour défendre son taux de change en cas de retournement des anticipations sur le cours USD/INR ou de *sudden stop*.

S'agissant de la réallocation des réserves susceptibles d'être considérées comme excédentaires (à tout le moins une centaine de milliards USD), le surplus pourrait utilement être affecté à la constitution d'un fonds souverain, à l'alimentation de véhicules ad hoc destinés à des financements d'infrastructure ou plus prosaïquement à la recapitalisation du secteur bancaire, notamment par la constitution d'une structure de défaisance. S'il existe un débat à ce sujet, il est toutefois loin d'être tranché, comme semble l'indiquer le fait que le fonds d'investissement pour les infrastructures récemment créé ait été doté de fonds propres limités eu égard aux besoins en infrastructures du pays et à la taille des réserves de change.

Nonobstant le coût d'opportunité lié à l'accumulation de réserves de change par la RBI, l'Inde court le risque croissant d'être rajoutée au nombre des pays manipulateurs de devises par le Trésor américain, comme cela lui est arrivé à deux reprises récemment. Pour mémoire, l'Inde avait déjà figuré dans cette liste de surveillance, en décembre 2018, avant d'en être retirée en 2019, puis d'y être réintégrée en décembre 2020. La liste inclut tous les pays soupçonnés d'intervenir sur le marché des changes de manière massive pour en tirer un avantage comparatif indu, notamment une dépréciation compétitive.

Les trois paramètres susceptibles d'entraîner ce préjudice tiennent à :

L'existence d'un excédent commercial bilatéral élevé, en pratique un excédent au moins égal à 20 Mds USD sur une période de douze mois.

L'existence d'un excédent courant de l'ordre de 2 % au moins du PIB du pays concerné sur une période de douze mois.

Des interventions unilatérales persistantes, biaisées dans un sens, en pratique, lorsque les achats nets de devises étrangères effectués par la Banque centrale du pays concerné sont de l'ordre de 2 % du PIB au cours d'une période de douze mois et l'ont été de manière récurrente, pendant six mois sur les douze écoulés.

Un pays est réputé manipulateur de devises, s'il répond aux conditions définies par deux paramètres sur les trois. A ce titre, l'Inde avait été réintégrée dans la liste en 2020, car outre l'excédent commercial de 24 Mds USD enregistré avec les Etats-Unis, conjugué d'ailleurs avec un excédent des services de 8 Mds USD en 2020, la RBI avait procédé à une politique particulièrement nourrie d'accumulation de réserves.

Le Rapport du Trésor cite l'Inde comme l'un des cinq principaux pays partenaires des Etats-Unis intervenant de manière soutenue, asymétrique et de manière à affaiblir leur devise. En 2020 en effet, la RBI avait procédé à des achats nets de devises de 131 Mds USD, soit 5% du PIB, pendant onze mois sur douze.

⁴ Sur la base de produits structurés, compte tenu d'une rémunération de l'argent sans risque bien inférieure.

L'Inde avait de nouveau été retirée de la liste de surveillance du Trésor⁵ au second semestre 2022, car elle ne répondait désormais qu'à un critère sur trois, celui de l'excédent bilatéral avec les Etats-Unis.

Ces considérations ont toutefois perdu une grande partie de leur acuité au dernier trimestre 2024, compte tenu du mouvement d'appréciation du dollar consécutif à l'élection du candidat Trump à la Présidence de la République et des ventes massives de titres boursiers indiens par les non-résidents, résultant des craintes qu'ils pouvaient nourrir quant à l'incidence de nouveaux droits de douane sur les résultats des grandes entreprises indiennes cotées en bourse. La RBI a souhaité contrecarrer les pressions baissières sur la roupie, en intervenant massivement sur le marché des changes, à hauteur de plus de 75 Mds USD au dernier trimestre, ce qui a eu pour effet de stabiliser temporairement le cours de la roupie.

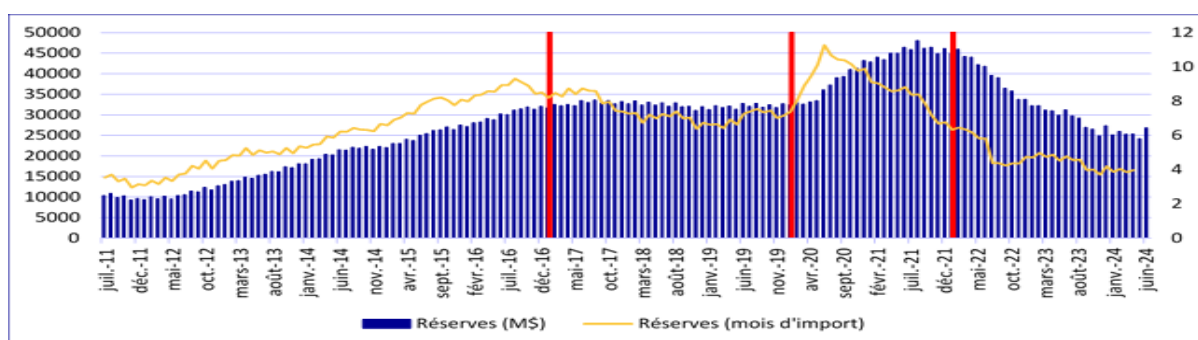
Le choix d'un nouveau gouverneur, M. Malhotra, à la tête de la RBI, semble avoir cependant entraîné un changement de doctrine de la RBI, qui depuis la mi-décembre, a choisi d'intervenir moins fréquemment ; la roupie s'est ainsi dépréciée de plus de 3 % depuis le 10 décembre, reflétant peut-être une inflexion de la nature du régime de change, encore classé par le FMI en 2023 dans la catégorie des dispositifs de change stabilisés (stabilized arrangement⁶) vers un dispositif plus proche du flottement impur (managed float).

Bangladesh

Les réserves de change sont principalement composées de devises étrangères, de droits de tirage spéciaux, d'or, et de la position de réserve au FMI. Différentes méthodes de calcul sont utilisées pour comptabiliser ces réserves de change. Depuis juin 2023, la Banque du Bangladesh utilise deux méthodes de calcul pour les réserves brutes : (i) la méthode traditionnellement utilisée par la Bangladesh Bank ; et (ii) la formule du FMI, le BPM6⁷, imposée par l'organisation internationale depuis l'instauration de son programme de 4,7 Mds USD en 2023. Cette dernière est toujours inférieure à la méthode traditionnelle car elle exclut les prêts en devises étrangères accordés aux banques locales, dont le Export Development Fund (EDF), les dépôts auprès des banques locales d'État, d'autres actifs en devises étrangères dans des monnaies non convertibles, etc. En août 2024, les réserves de change brutes représentaient environ 25,56 Mds USD d'après la définition de la Bangladesh Bank contre 20,54 Mds USD pour le BPM6. Le FMI demande également à la Banque centrale de calculer les réserves nettes en excluant les échéances à court terme. Elles représentent donc la capacité réelle du pays à utiliser ses réserves pour stabiliser sa monnaie, rembourser ses dettes ou intervenir en cas de crise économique. Ces réserves internationales nettes (NIR) ne sont pas publiques mais partagées quotidiennement au FMI par la Bangladesh Bank.

I. Des réserves de change qui ont connu d'importantes évolutions en dix ans

Pour étudier l'évolution des réserves de change, nous utilisons ici la définition la plus large des réserves, soit celles de la Banque centrale, car elle est la seule à permettre des comparaisons historiques. Entre 2011 et 2021, on distingue principalement **trois grandes phases d'évolution des réserves au Bangladesh** (cf. graphique 1), qui sont le reflet de l'état de la santé et de la compétitivité de l'économie bangladaise :



Graphique 1 : Evolution des réserves brutes de change. Source : Bangladesh Bank

⁵ Rapport semestriel du Département du Trésor américain adressé au Congrès sur les politiques macroéconomiques et de change des principaux pays partenaires des Etats-Unis. Ce rapport inclut également une liste de surveillance desdits pays manipulateurs de monnaie.

⁶ Défini par le FMI comme un régime de change administré au moyen duquel le taux de change est demeuré dans une fourchette limitée à 2 % sur une période de six mois, non sous l'effet du marché mais en raison d'interventions fréquentes organisées par la Banque centrale.

⁷ Balance of Payments and International Investment Position Manual

2011-2017 : une phase d'accumulation marquée par une balance des paiements positive grâce à d'importants transferts de fonds des travailleurs expatriés et grâce à des exportations compétitives (cf. graphique 2). **2017-2020 : une phase de stabilisation** avec une forte hausse des importations (+36% entre FY16 et FY18, notamment pour les importations alimentaires et énergétiques) et par conséquent une détérioration de la balance des paiements, notamment au cours de l'exercice budgétaire 2018. Par ailleurs, les transferts de fonds des expatriés croissent mais nettement moins vite que le déficit commercial. **2020-2021 : une phase de forte accumulation** durant la période de Covid en raison de transferts de fonds très élevés et à la diminution des importations consécutivement à une consommation interne atone. Cette situation, conjuguée à des exportations en hausse, a permis au pays d'enregistrer une balance des comptes courants ponctuellement excédentaire à 3,3 Mds USD en juillet-août 2020, contre 204 M USD l'année précédente. **Le pic est atteint en août 2021 avec des réserves brutes s'élevant à 48 Mds USD.**

II. Une crise de change inédite depuis début 2022

En raison de la guerre en Ukraine et sous l'effet de la hausse des prix mondiaux des matières premières notamment énergétiques et alimentaires, la balance commerciale s'est fortement dégradée à partir de 2022, de -24 Mds USD en 2020-21 à -33 Mds USD en 2021-22. Dans le même temps, les transferts des expatriés, qui compensaient traditionnellement le déficit structurel de la balance commerciale, ont reculé de 15% à 21 Mds USD. **Ce double effet a entraîné une détérioration du compte courant et un déséquilibre de la balance des paiements (hors variation de réserves) qui reste depuis négative.** La variation de réserves et partant leur diminution a permis d'équilibrer la balance des paiements.

Ce choc externe a entraîné des pressions à la baisse sur le taka, obligeant la Bangladesh Bank à injecter environ 5 Mds USD en 2021-22 auprès des banques commerciales pour maintenir la stabilité du cours USD-BDT, qui était à l'époque un des objectifs de la Banque centrale, probablement pour maîtriser l'inflation importée et éviter ainsi la hausse du service de la dette externe⁸.

En raison de la nette diminution des réserves, le gouvernement a cherché à **restreindre les importations**, en limitant l'ouverture de lettres de crédit et l'importation de certains biens. La BB a également annoncé que le taux de change flotterait librement début juin 2022, ce qui était inédit dans le pays. Cependant, le taux de change flottant a été révoqué en moins de deux semaines à mesure que la dépréciation s'accroissait. En août 2022, **l'écart entre les taux de change officiel et informel s'est creusé**, poussant les expatriés bangladais à transférer leur fonds via des canaux informels et également une partie de la population aisée à transférer illégalement leurs avoirs hors du pays. La BB a maintenu un plafond de taux de change interbancaire de 95 BDT/USD, mais les taux de change informels ont atteint jusqu'à 120 BDT/USD. En septembre 2022, un régime de taux de change multiples a été introduit, fixant des taux de change différents et plafonnés pour les exportateurs, les importateurs et les transactions interbancaires. Ce mécanisme complexe s'est révélé insuffisant pour stabiliser le marché des changes et a contribué à l'érosion des réserves. L'application par la BB de plafonds sur les taux de change dans le secteur bancaire a entraîné des pénuries persistantes de devises étrangères sur le marché interbancaire.

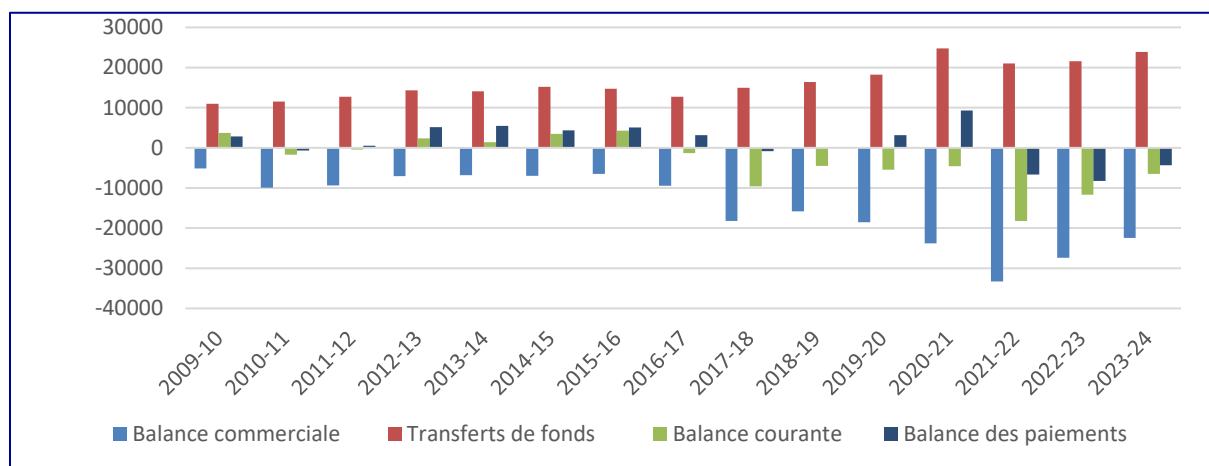
En conséquence, **la BB est intervenue massivement** avec des ventes nettes de dollars équivalentes à 13,4 Mds USD au cours de l'exercice fiscal 2022-23, un montant jamais atteint en un seul exercice fiscal. Entre mai 2022 et mai 2024, le taka a perdu près de 30% de sa valeur par rapport au dollar, passant de 84 USD/BDT à 110 USD/BDT.

En mai 2024, la BB a permis une très forte dévaluation du taka par rapport au dollar. Alors que le taux était maintenu à 110-111 USD/BDT depuis septembre 2023, la Banque centrale a introduit un taux de change flottant au sein d'un corridor (système dit de « parités à crémaillère » ou *crawling peg* en anglais), sous la pression du FMI qui en faisait une condition nécessaire à un nouveau versement. La BB a par ailleurs décidé de centrer ce corridor autour de 117 USD/BDT, soit une dévaluation de plus de 5% de la monnaie. Cette décision permet d'inciter le rapatriement de devises (transferts des expatriés et revenus tirés des exportations), d'améliorer la compétitivité-prix des exportations et de dissuader les importations, contribuant à relâcher la pression sur les réserves de change. Néanmoins, elle entraîne une dérive de l'inflation, en renchérissant les importations incompressibles (énergie, produits alimentaires).

Depuis l'arrivée du nouveau gouverneur de la Bangladesh Bank en août 2024, plusieurs initiatives ont été prises par la Banque centrale afin d'améliorer la gestion des devises étrangères. **Elle a notamment réduit la vente de dollars provenant des réserves et assoupli le système du « crawling peg » pour accélérer le processus de libéralisation du taux de change USD/BDT.** Aujourd'hui, le taux de change se situe autour de 120 USD/BDT, contre 117 USD/BDT en août, ce qui correspondrait à son taux de marché selon la banque centrale.

⁸ <https://www.thedailystar.net/opinion/macro-mirror/news/stabilise-the-forex-market-through-concrete-measures-3029421>

Les réserves nettes du Bangladesh représentaient moins de 16 Mds USD à fin novembre 2024, à quelque trois mois d'importation, soit nettement au-dessus de la cible révisée du FMI à 14,7 Mds USD. En décembre 2024, les réserves brutes de change en BPM6 se seraient stabilisées, à quelque 21,4 Mds USD, contre 21,9 Mds USD à fin 2023 ; il convient cependant de noter la fragilité de cette situation, car la stabilité des réserves dissimule la vulnérabilité du secteur bancaire, dont la position en devises s'est sans doute dégradée à la suite de la diminution des ventes de dollars de près de 90 % de la Banque centrale aux banques commerciales. Avec l'arrivée d'un nouveau gouverneur en août 2025, dans le sillage du Professeur Yunus, la Banque centrale a encouragé les banques à privilégier les transactions sur le marché interbancaire plutôt que de recourir à son guichet de devises. En cas de pressions baissières sur le taka, cette décision risque de trouver ses limites, notamment eu égard à la stabilité financière, compte tenu des inquiétudes suscitées par le niveau déjà élevé des créances douteuses dans le bilan du système bancaire.



Graphique 2 : Evolution de la balance des paiements au Bangladesh (M USD). Source : BG Bank

II. Une gestion sous réserve subordonnée au bon vouloir du gouvernement

En théorie, la politique monétaire est fixée par la Banque centrale, par application du *Bangladesh Bank order 1972*. Celle-ci cherche à maintenir une valeur compétitive du taka afin de permettre la croissance et le développement du pays. Néanmoins, un rapport publié par le FMI fin juin 2024 recommande, avec une priorité élevée, d'accroître l'autonomie *de jure* de la Banque centrale, en particulier en modifiant le *Bangladesh Bank order*. Plusieurs articles placent *de facto* l'institution sous le contrôle du gouvernement. A titre d'exemple, le gouvernement peut congédier le gouverneur s'il a commis un acte rompant la confiance du gouvernement, ou encore la Banque centrale peut être mise sous tutelle si elle manque à ses obligations⁹.

A ce titre, le précédent gouvernement préparait une révision du *Bangladesh Bank order* pour le conformer, d'ici à la fin de l'année, aux pratiques internationales¹⁰. On ne peut néanmoins pas parler d'inféodation de la Banque centrale au ministère des Finances mais plutôt de collusion entre les deux entités. Ainsi, le gouverneur de la Bangladesh Bank, lors du dernier mandat de Sheikh Hasina, était souvent considéré comme tout aussi puissant que le ministre lui-même, voire davantage. **Cette situation devrait être amenée à évoluer favorablement sous le gouvernement intérimaire actuel.**

Les différentes phases d'accumulation des réserves entre 2011-2017 et 2020-2022 ont amené le gouvernement à envisager l'utilisation de ces fonds à des fins non monétaires, alors que **le *Bangladesh Bank order 1972* limite fortement l'usage de ces réserves pour financer des projets de développement**. En 2012, lorsque le gouvernement de Sheikh Hasina décida de financer le projet du pont Padma avec ses propres financements, la Bangladesh Bank s'était déclarée disposée à participer à ce financement avec ses réserves. Les économistes avaient alors averti que l'utilisation des réserves de devises pourrait mettre en péril les transactions commerciales extérieures et le service de la dette du pays. La banque publique Agrani Bank a pris la responsabilité de couvrir les besoins en devises étrangères du projet à partir de ses propres fonds, pour un montant total de 2,4 Mds USD. Si la Banque centrale s'est tenue à disposition de l'Agrani Bank pour lui céder des devises étrangères en cas de besoin, les réserves de change n'auraient pas été utilisées pour rembourser ce

⁹ Voir Table 3. <https://www.imf.org/en/Publications/technical-assistance-reports/Issues/2024/06/28/Bangladesh-Technical-Assistance-Report-Interest-Rate-Corridor-Adoption-551148>

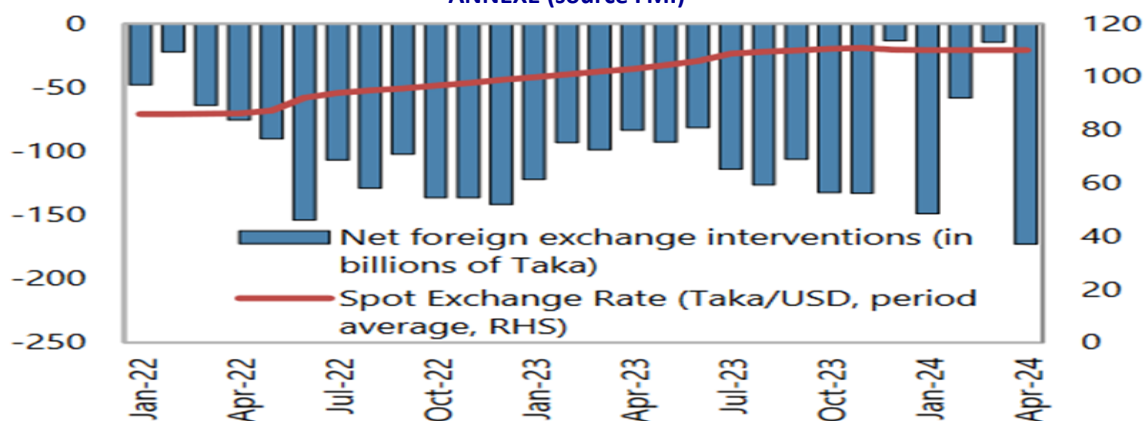
¹⁰ [Bangladesh Bank's Autonomy | New rules in the making to give more autonomy to Bangladesh Bank \(thedailystar.net\)](https://www.thedailystar.net)

projet¹¹. Cette tendance est renforcée en février 2017, lorsque la primature a donné son accord pour la création d'un fonds souverain (*Bangladesh Sovereign Wealth Fund*) de 10 Mds USD, provenant des réserves et qui devait être alimenté de 2 Mds USD par an¹². Le fonds aurait pu être utilisé pour tout projet « d'intérêt public ». Toutefois, les variations des réserves à l'époque ont empêché ce projet de prendre forme (voir graphique 1).

Durant la seconde phase d'accumulation de réserves (2020-22), la question d'un usage non monétaire des réserves est réapparue :

- En 2020, la **Bangladesh Bank a donné son accord pour utiliser les réserves de change afin de financer des projets de développement du gouvernement**. L'usage de ces réserves était limitée à deux secteurs : l'énergie et les infrastructures portuaires. Ce modèle avait déjà été utilisé pour financer l'**acquisition de d'aéronefs** par la compagnie aérienne nationale Biman Airlines. La banque publique Sonali Bank a accordé à plusieurs reprises des prêts en USD à Biman, grâce des fonds prêtés grâce aux réserves par la Banque centrale à la Sonali Bank, à un taux d'intérêt de 2 à 2,5 %. Cela a permis à Biman de lever 580 M USD à un taux très avantageux de 3 %, en incluant la commission bancaire¹³.
- La création du **Bangladesh Infrastructure Development Fund (BIDF)** en mars 2021 est une autre décision reposant sur l'accumulation de réserves de devises étrangères. Ce fonds visait à s'appuyer sur les réserves « excédentaires » pour des projets de développement, à hauteur de 2 Mds par an. Le fonds aurait participé au financement du canal Ramnabad du port de Payra, pour un investissement d'environ 500M USD, même ne semble pas avoir été utilisé autrement.
- Pour soutenir le secteur manufacturier durant la période de la Covid, la **Banque centrale a élargi l'Export Development Fund (EDF) de 3,5 Mds USD en avril 2021 à 7 Mds USD en décembre 2022**. Ce fonds est géré par la BB afin de faciliter l'accès au financement en devises étrangères pour les exportateurs. Face à la détérioration des réserves et les défauts de paiement, la BB a décidé de réduire l'EDF depuis janvier 2023 et il représenterait aujourd'hui moins de 3 Mds USD.

ANNEXE (source FMI)



Pakistan

Malgré la mise en place d'un cadre institutionnel de gestion des réserves de change instauré dès le début de l'existence du Pakistan, l'évolution de ces dernières a suivi les variations erratiques de l'économie pakistanaise, constituées de période d'expansion rapide et corrigées par des périodes de récession (*boom and bust*). Entre 1958 et aujourd'hui, le Pakistan a ainsi dû recourir 24 fois aux différentes modalités de lignes de crédit en devises mises en place par le FMI pour aider les pays enregistrant des difficultés de balance des paiements, lorsque les réserves de change du pays atteignaient un seuil d'alerte. La période récente ne fait pas exception à cette tradition, le Pakistan ayant négocié depuis 2022 auprès du FMI deux facilités, au titre desquelles le dernier programme mis en place à l'été 2024, lequel lui impose de nombreuses obligations, notamment budgétaires et fiscales.

I. Cadre de la gestion des réserves de change au Pakistan

1/ Cadre institutionnel de la gestion des réserves de change

¹¹ <https://www.thedailystar.net/business/economy/news/forex-reserves-took-no-hit-padma-bridge-3056521>

¹² <https://www.dhakatribune.com/bangladesh/272835/plan-for-sovereign-wealth-fund-from-reserves>

¹³ <https://www.tbsnews.net/economy/banking/forex-reserve-can-be-used-external-payments-124735>

La gestion des réserves de change au Pakistan relève de deux textes principaux, le « State Bank of Pakistan Act » de 1956, section 20, et le [Foreign Exchange Regulation Act](#) de 1947, qui précise la manière dont sont gérées les devises étrangères et les opérations de change.

Aux termes de la section 20 du SBP Act, “The Bank may directly or indirectly purchase, hold, and sell currencies, financial and capital instruments issued by governments, agencies, local authorities, corporate, and supranational in approved countries and whose currency has been declared as approved foreign exchange. The Bank may appoint managers, custodians, consultants, and any other professional advisors for the effective management of Foreign Exchange Reserves of the country.” « La Banque peut directement ou indirectement acheter, détenir et vendre des devises, des instruments financiers et des capitaux émis par des gouvernements, des agences, des autorités locales, des sociétés et des organisations supranationales dans des pays approuvés et dont la devise a été déclarée comme étant une devise approuvée. La Banque peut nommer des gestionnaires, des dépositaires, des consultants et tout autre conseiller professionnel pour la gestion efficace des réserves de change du pays. »

La gestion des réserves de change est définie dans le [Foreign Exchange Reserve Management Governance Structure and Management Strategy](#), et s’articule autour des trois principes suivants :

- Sécurité : Les investissements sont effectués de manière à préserver le capital sur l'horizon d'investissement ;
- Liquidité : La SBP veille à ce que les réserves soient détenues en quantité suffisante pour faire face aux obligations arrivant à échéance. Afin de maintenir une liquidité suffisante, les investissements doivent être effectués principalement dans des titres ayant un marché secondaire actif ;
- Rendement optimisé : les réserves sont investies dans le but de maximiser le rendement ajusté au risque.

La gestion des réserves est répartie entre le Conseil de la SBP – en charge d’approuver les orientations stratégiques de gestion et d’allocation des réserves – les comités d’investissement du Conseil de la SBP et de la direction de la SBP, et les équipes opérationnelles. La SBP a professionnalisé sa gestion des réserves de change en les mettant en conformité avec les pratiques internationales avec la création en novembre 2006 d’un département Marchés et investissements internationaux au sein de la section Marchés financiers et gestion des réserves (FMRM) de la SBP.

Conformément à la politique d’investissement approuvée par le conseil d’administration de la SBP, les réserves de change sont placées auprès d’États souverains et d’institutions financières dont la qualité de crédit moyenne est A ou à un niveau équivalent d’investissement.

2/ Comptabilisation des réserves de change

Le FMI dans la 6^{ème} édition de son Manuel de la Balance des paiements (MBP6) définit les réserves internationales d’un pays comme « ... les actifs extérieurs que les autorités monétaires contrôlent directement et dont elles peuvent disposer immédiatement pour répondre à des besoins de financement de la balance des paiements, pour intervenir sur les marchés des changes afin d’influer sur le taux de change, ainsi que pour d’autres besoins connexes (par exemple, maintenir la confiance dans la monnaie et dans l’économie, et permettre d’emprunter à l’étranger) » (BPM6, paragraphe 6.64). Le manuel *Réserves internationales et liquidités en devises* du FMI précise par ailleurs que les avoirs de réserve comprennent l’or monétaire, les droits de tirage spéciaux (DTS), la position de réserve au FMI et les autres avoirs de réserve. La SBP s’est alignée sur la méthodologie du FMI pour le calcul de ses réserves, même si la terminologie est différente, la SBP parlant de « *net reserves* » pour désigner les réserves brutes d’après la définition du FMI.

D’après les données publiées dans le dernier Article IV du FMI en 2024 :

- Les réserves de change brutes représentaient 4,46 Mds USD pour l’exercice budgétaire 2023 ; en 2023, les réserves brutes du Pakistan, mesurées sur la base de leur adéquation, ne représentaient que 18 % de l’indicateur ARA¹⁴ du FMI (corrigé des contrôles des capitaux), ce qui est nettement inférieur à la fourchette d’adéquation normative de 100 à 150 %.

- A la fin de l’exercice budgétaire 2024 les réserves se sont progressivement redressées, atteignant 9,3 milliards de dollars en juin 2024 dans le cadre du programme FMI en cours et des orientations proposées pour ancrer les efforts d’accumulation des réserves, les réserves brutes devraient atteindre 22,5 milliards de dollars US, soit 72,7 % du ARA.

Outre les interventions de change au comptant pour accumuler des réserves, la SBP a également réduit progressivement sa position nette négative à terme, qui est passée de 4,5 milliards de dollars en juillet 2023 à

¹⁴ Assessing Reserve Adequacy-IMF

3,4 milliards de dollars à la fin du mois de décembre 2023. En 2024, la position à terme de la SBP est restée globalement inchangée.

Dans le cadre du programme FMI en cours, la SBP a une obligation de reporting des réserves nettes, qui sont définies comme la différence entre les avoirs de réserve et les engagements de réserve. Les avoirs de réserve sont des créances facilement disponibles sur les non-résidents, libellées en devises étrangères. Toutefois, ces informations ne sont pas publiques même si elles font l'objet d'une transmission régulière de la SBP au FMI dans la mesure où elles constituent deux critères structurels du programme (plancher des réserves internationales nettes de la SBP, plafond des actifs domestiques nets de la SBP, plafond de l'encours des swaps nets de devises étrangères/de la position à terme de la SBP).

Par ailleurs, les informations relatives aux interventions sur le marché des changes font désormais l'objet d'une publication de la Banque centrale dans le cadre du nouveau programme FMI mis en place en 2024¹⁵.

Composition des réserves de change

Avoirs officiels et autres actifs en devises étrangères	<i>En Millions de dollars, au 30/11/2024</i>
Avoirs officiels de réserve	18 687,93
(1) Réserves en devises	6 808,40
(a) Titres	213,16
(b) Numéraire et dépôts auprès des	6 595,24
(i) Autres Banques centrales	2 368,64
(ii) Banques enregistrées dans le pays	
(iii) Banques dont le siège se trouve hors du pays	4 213,61
(2) Position de réserve du FMI	0,16
(3) DTS	287,49
(4) Or	5 517,49
(5) Autres avoirs de réserve	6 074,40

Une dédollarisation des réserves de change ne semble pas à l'ordre du jour, en raison du profil d'endettement externe du pays libellé principalement en dollars, aussi bien auprès des institutions multilatérales que des bilatéraux, malgré les annonces du ministre des Finances d'une émission obligataire en yuans renminbis de l'ordre de 500 M USD¹⁶, qui reste anecdotique et s'explique par des conditions de financement en yuans facialement plus intéressantes que celles prévalant sur d'autres devises, nonobstant le caractère extrêmement politique d'une émission souveraine en panda bonds.

Rythme d'accumulation des réserves de change

Au cours de la dernière décennie, l'évolution des réserves de change du Pakistan a suivi un modèle cyclique avec une alternance de phases où les réserves diminuent dans le cadre de politiques de change destinées à soutenir la PKR pour favoriser les importateurs, conduisant à une crise de balance des paiements et nécessitant un recours au FMI pour éviter un défaut souverain, suivies par des phases de reconstitution des réserves, qui accompagnent le début de programmes du FMI (2013, 2019, 2023, 2024), et des soutiens bilatéraux au Pakistan (Emirats arabes unis, Arabie saoudite, Chine) sous forme de dépôts à terme en devises à la Banque centrale du Pakistan, reconduits le cas échéant.

En raison de la rigidité des importations (forte dépendance aux matières premières énergétiques), d'une base exportatrice limitée (textile et produits agricoles) et du très faible niveau des IDE, l'accumulation de réserves de change est dépendante des transferts de travailleurs expatriés, des échéances de remboursement de la dette externe et du soutien de la communauté internationale (IFIs et partenaires bilatéraux) :

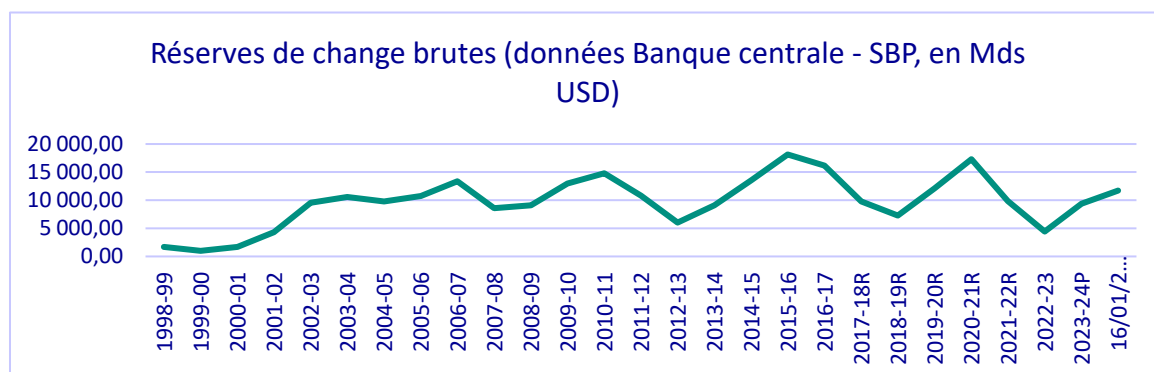
- L'augmentation des transferts de migrants et la baisse du ratio d'endettement en raison de rééchelonnements favorables ont permis à la SBP de procéder à des interventions d'achats de devises pour reconstituer ses réserves

¹⁵ <https://profit.pakistantoday.com.pk/2025/01/07/sbp-purchases-over-9bn-from-local-market-in-2024-to-stabilise-reserves/> [SBP buys over \\$5b from interbank](#) [SBP purchases record \\$722m in July](#)

¹⁶ [Is de-dollarisation on the move? - Opinion - Business Recorder](#)

de change, par exemple au cours des années 2000 (Hussain et Jalil, 2006). Entre 2001 et 2003 les réserves ont augmenté de 398%, de 2,1 Mds USD à 10,7 Mds USD, équivalent de 11 mois d'importation.

- De son côté, la stratégie du parti au pouvoir, la Ligue Musulmane du Pakistan (PML-N) consiste à s'appuyer sur les prêts de IFIs et les dépôts de pays « amis » pour reconstituer les réserves de change, qui passent ainsi de 5,67 Mds USD en février 2014 à 8,7 Mds USD en avril de la même année.



Politique de change de la Banque centrale

En 1982, le Pakistan adopte un régime de change administré (*managed float*), en prenant la décision de désindexer la PKR du dollar américain et de la dévaluer de 16%. Les années 90 se caractérisent par une dollarisation croissante de l'économie pakistanaise, les banques sont ainsi autorisées à prêter et accepter des dépôts en USD, avec un risque de change couvert par la SBP.

En 1999, la SBP adopte un système de change unifié basé sur le marché, dans lequel la PKR est indexée sur le dollar US dans une limite de 52,10 – 52,30 PKR pour un US dollar. Mais le taux fixe de la roupe entraîne une crise de change lorsque la SBP tente de contrecarrer les tendances de marché pendant la crise financière de 2008, avant qu'elle ne perde plus de 20% de sa valeur et s'établisse à 86 PKR pour un dollar en 2010. En 2017 et 2018, alors que le Pakistan fait face aux répercussions de la crise financière, pour soutenir la balance des paiements, des restrictions de change et le recours à des changes multiples ont été introduits.

À la suite d'une série d'ajustements du taux de change opérés à partir de la fin de 2017, le système de change, qui consistait en un régime de flottement dirigé *de facto* (c'est-à-dire un flottement dirigé sans trajectoire prédéterminée pour le taux de change) a fait place à un système de taux de change déterminé par le marché qui a soutenu l'ajustement de la position extérieure et l'accumulation de réserves.

Depuis le 16 mai 2019, la SBP a officiellement adopté un taux de change flexible déterminé par le marché, afin « réduire les déséquilibres extérieurs accumulés, amortir les chocs et soutenir la reconstitution des réserves ». Le taux de change est ainsi déterminé théoriquement par les forces du marché, ne motivant des interventions qu'en cas de mouvements erratiques du taux de change.

II/ La gestion des réserves de change : une métrique de la stabilité économique

Si l'indépendance de la SBP est consacrée formellement par l'Amendment Act 2021¹⁷, les interférences avec le ministère des Finances restent toutefois fréquentes et l'autonomie réelle dépend en grande partie du rapport

¹⁷ Le fonctionnement de la Banque centrale du Pakistan relève du State Bank of Pakistan Act, de 1956, qui a fait l'objet de plusieurs amendements (1994, 1997, 2012, 2015 et enfin en 2022). L'adoption du State Bank of Pakistan Amendment Act 2021 le 28 janvier 2022 marque une étape majeure vers l'indépendance de la SBP. Cet amendement introduit plusieurs dispositions clés visant à moderniser et renforcer l'autonomie de la Banque centrale :

- (i) Objectifs clarifiés : L'amendement définit la stabilité des prix comme objectif principal de la SBP, suivi de la stabilité financière et du soutien aux politiques économiques générales du gouvernement ;
- (ii) Interdiction du Financement Direct au Gouvernement : La SBP n'est plus autorisée à accorder des prêts directs au gouvernement, une mesure visant à prévenir les emprunts inflationnistes ;
- (iii) Autonomie Fonctionnelle et Administrative Renforcée : La SBP bénéficie désormais d'une plus grande indépendance opérationnelle, avec des mécanismes améliorés pour assurer la transparence et la responsabilité ;
- (iv) Protection des Fonctionnaires de la SBP : Les employés de la SBP sont protégés contre les poursuites pour des actions menées de bonne foi dans l'exercice de leurs fonctions, favorisant une prise de décision indépendante ;
- (v) Mécanisme de Coordination Révisé : Le Conseil de Coordination des Politiques Monétaires et Fiscales a été aboli, et un nouveau mécanisme de liaison directe entre le ministre des Finances et le gouverneur de la SBP a été établi pour améliorer la coordination ;

de force entre le ministre des Finances et le gouverneur de la SBP. Pour mémoire, l'adoption de la réforme du statut de la Banque centrale garantissant son autonomie faisait partie des critères structurels retenus pour la 6ème revue du programme mis en place par le Fonds monétaire international en 2019 (facilité élargie de crédit). Il s'agissait notamment de renforcer le cadre institutionnel destiné à réduire les interférences politiques ayant conduit à une nouvelle crise de la balance des paiements en 2018 et justifié l'intervention du FMI. Cette réforme a fait l'objet d'une vive opposition au sein de la classe politique pakistanaise, comme en témoigne son adoption de justesse lors du vote au Sénat, en raison de la perte de souveraineté dans la gestion de la politique monétaire que cette indépendance imposée par une instance multilatérale pouvait impliquer.

Jusqu'à l'adoption de l'Amendment Act 2021, la politique de la Banque centrale pakistanaise, sur instruction du ministère des Finances, a été de soutenir artificiellement la parité PKR/USD¹⁸ via des interventions de change (Rao, 2019). L'ensemble des interventions de la SBP pour manipuler le cours de la PKR en la maintenant à un niveau artificiellement élevé, ont eu un impact négatif sur le niveau des réserves et se sont soldées par une crise de la balance des paiements : les réserves ont ainsi baissé de 31% en 1993, 51% en 1996, 31% en 2008, 10% en 2019, 61% en 2023. Par ailleurs, les coûts de telles interventions sont estimés à 119 Mds USD entre janvier 1991 et août 2020 et ont bénéficié largement à de grandes sociétés importatrices, voire aux banques.

L'objectif poursuivi par les autorités pakistanaises, en soutenant la monnaie locale via des interventions de change, consiste ponctuellement à réduire le coût des importations. Or, dans le cas d'un pays comme le Pakistan, structurellement déficitaire et/ou dont l'épargne ne parvient pas à équilibrer l'investissement, bridant ainsi *ex ante* la croissance, une appréciation ou une dépréciation de la monnaie ne permet pas de corriger le déficit commercial et/ou du compte courant, dont le rééquilibrage tendanciel relève de réformes structurelles, portant notamment sur l'élargissement de la base exportatrice et plus fondamentalement sur des gains de productivité. En revanche, en raison de la forte élasticité des importations/exportations aux mouvements du taux de change, les interventions de la SBP ont créé des distorsions de compétitivité pour les produits exportés, contribuant à en réduire la base d'exportation et, en favorisant les importations, ont aggravé le déficit commercial et alimenté des crises de la balance des paiements, conduisant le Pakistan à faire appel au FMI à de nombreuses reprises.

Ces interventions peuvent en revanche se révéler ponctuellement efficaces pour contenir l'inflation dans le cas du Pakistan. La transmission de la politique monétaire par le canal du taux de change repose sur l'effet de répercussion (pass-through) du taux de change sur les prix intérieurs, particulièrement marqué dans les économies dépendantes des importations. Les fluctuations du taux de change influencent directement les coûts domestiques, notamment via les prix des biens importés dans le panier de consommation. Une étude sur le Pakistan, menée par Fayyaz Hussain et Mehak Ejaz, montre que ce canal est plus efficace pour influencer l'inflation que pour stimuler l'activité économique intérieure. Par exemple, une appréciation standard du taux de change réduit l'inflation d'environ 30 points de base, reflétant l'impact des variations des taux de change sur les prix importés et les anticipations d'inflation. La transmission de la politique monétaire par le canal du taux de change dépend toutefois du degré d'ouverture de l'économie, les économies plus petites et plus ouvertes étant particulièrement sensibles à ce mécanisme (Bryant, Hooper & Mann, 2010; Taylor, 1993; Smets, 1995). Enfin, l'efficacité du canal de transmission par le taux de change est susceptible d'être affaiblie si les passifs extérieurs des gouvernements, des institutions financières et des entreprises non financières dépassent leurs actifs extérieurs (Krugman, 1999). Dans ce cas, une dépréciation du taux de change pourrait exacerber les pressions inflationnistes en augmentant le coût du service de la dette extérieure, réduisant ainsi l'efficacité de ce mécanisme.

Les autorités ont aussi utilisé les réserves pour se prémunir contre la volatilité de l'économie, qu'il s'agisse de les utiliser comme amortisseur de crise financière (pendant la crise financière de 2008, le Pakistan a utilisé ses réserves de change pour atténuer l'impact de la crise sur son économie), ou afin d'assurer le service de la dette extérieure en devises ou le règlement de ses importations. Dans un rapport sur l'endettement des pays émergents, l'agence de notation Moody's notait qu'à défaut d'un financement supplémentaire en devises

(vi) Renforcement de la Gouvernance et de la Transparence : L'amendement introduit des exigences accrues en matière de rapports et de surveillance, notamment la soumission par le gouverneur de rapports annuels au Parlement sur les objectifs de la banque et l'état de l'économie

étrangères des partenaires au développement, le Pakistan, l'Argentine et la Tunisie utiliseraient probablement leurs réserves de change pour rembourser leur dette, ce qui réduirait leurs liquidités en devises et accroîtrait les risques de défaut à court terme.

Enfin, le Pakistan a su mobiliser ses partenaires pour lui venir en aide lors des récents épisodes de crise de change :

- L'Arabie saoudite, par l'intermédiaire du Fonds saoudien de développement, a annoncé fin décembre 2024 qu'elle renouvelait pour une durée d'un an son dépôt de 3 Mds USD auprès de la Banque centrale – ce dépôt initialement effectué en 2021 pour une durée d'un an a systématiquement été renouvelé en 2022 et 2023.
- Les Emirats arabes unis ont annoncé qu'ils renouvelaient le dépôt de 2 Mds USD auprès de la Banque centrale qui arrivaient à échéance en janvier 2025.
- S'agissant de la Chine, la SBP bénéficie d'un prêt chinois de 2 Mds USD émanant de la filiale de la Banque populaire de Chine chargée de la gestion des réserves de change chinoises, la SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*), cette somme étant, contrairement aux prêts des pays du Golfe, des dépôts que la SBP ne peut utiliser dans ses opérations courantes. Par ailleurs, La Chine et le Pakistan ont renouvelé en octobre 2024 leur accord de swap de devises pour un montant de 30 milliards de yuans (4,21 milliards de dollars ou 1,18 trillion de roupies pakistanaises). Valable pour trois ans, cet accord vise à renforcer la coopération financière, à élargir l'utilisation des deux devises et à faciliter les échanges et investissements bilatéraux.

III. Crise de change au Pakistan en 2022-2023

Lors de l'exercice budgétaire 2022-2023, le Pakistan a été confronté à la plus importante crise de change depuis la crise de 1999, au cours de laquelle les réserves étaient revenues à leur plus bas niveau (997 M USD). Les réserves en devises de la Banque centrale ont ainsi atteint un point bas entre février et mars 2023, à 3,09 Mds USD (moins de deux semaines d'importations), après s'être élevées à 7,6 Mds USD en octobre 2022 (soit moins d'1,5 mois d'importations) et 17,7 Mds USD à fin 2021.

Cette baisse continue depuis septembre 2021 a eu plusieurs facteurs : d'une part, elle correspond aux échéances de remboursement de prêts commerciaux à court terme contractés par le Pakistan au cours des dernières années ; d'autre part, elle vient illustrer des mauvais choix de politique économique, alors même que le pays était sous-programme du FMI : jusqu'en avril 2022, le gouvernement d'Imran Khan a soutenu une croissance contracyclique à un niveau élevé (6% en 2022), qui s'est traduite par une forte hausse des importations (+34,56% en g.a. en 2021 à 84,3 Mds USD), ce qui a eu pour effet une déstabilisation de la situation extérieure du pays (aggravation de la balance commerciale et du déficit du compte courant) et une dépréciation de la PKR ; par la suite, le gouvernement de coalition, conduit par Shehbaz Sharif, consécutivement à une motion de censure contre Imran Khan en avril 2022, a tenté de soutenir artificiellement le cours de la PKR pour contenir le coût des importations, provoquant une chute des réserves de change.

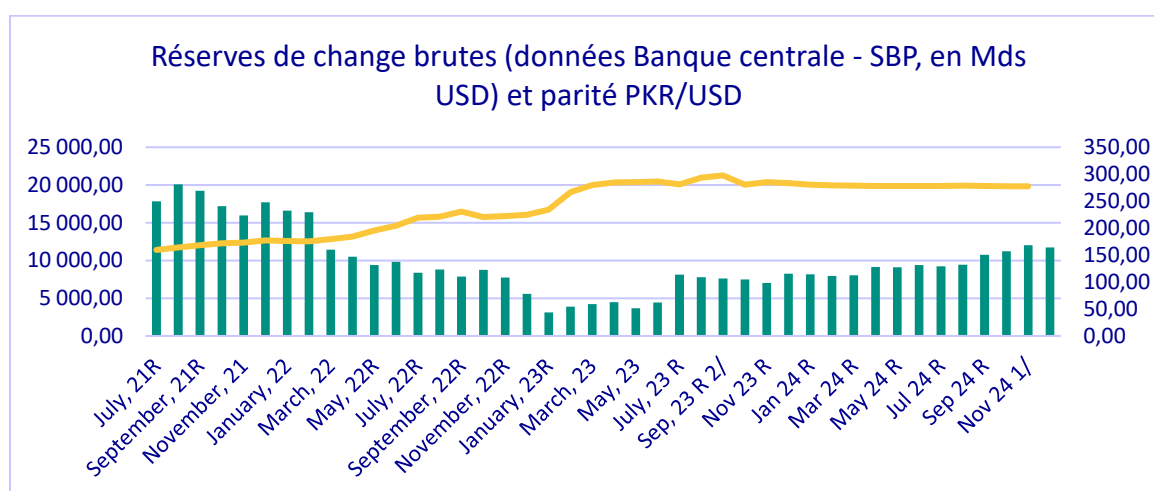
La détérioration du niveau des réserves dans un contexte où les besoins de financement externes restaient élevés (échéances de remboursement de 25 Mds USD en 2023 et sur les prochains exercices, déficit du compte courant de 10 Mds USD) ont conduit les agences de notation à dégrader le risque souverain du pays (Caa3 pour Moody's en février 2023, CCC+ pour S&P en décembre 2022), faisant planer sur le pays la menace d'un défaut souverain. Mais au-delà de la crise de change, la crise de 2023 aura été sans précédent car elle résulte d'une convergence de crises multiples (politique avec la motion de censure contre Imran Khan en 2022, climatique avec les inondations de l'été 2022 qui auront un impact sur la croissance et plongeront 10 M de personnes sous le seuil de pauvreté).

Jusqu'en juillet 2023, la SBP est parvenue à maintenir la roupie à un niveau artificiellement élevé, sans toutefois intervenir directement en raison du faible niveau des réserves, mais au moyen de mesures administratives (restrictions sur les importations, difficultés d'accès aux devises avec une allocation qui était pilotée par la banque centrale puis par les banques domestiques), ce qui explique en partie la dérive des prix observée (au plus fort de la crise, l'inflation a été en moyenne de 30%), du fait de la raréfaction des importations, nonobstant l'effet de base immédiat sur l'inflation de la levée de certaines subventions, notamment sur l'énergie.

L'accord conclu avec le FMI en juillet 2023 (accord de confirmation de 3 Mds USD) fait du retour à un taux de change déterminé par le marché et à un fonctionnement normal du marché des changes une priorité. Il prévoit l'abrogation des restrictions sur le marché des changes et sur l'accès des importateurs aux devises afin de réduire les pressions sur les réserves de change et de relever le niveau de la croissance (qui a été réduit en partie du fait

des restrictions imposées aux importateurs) et le retour à un taux de change de marché ; dans les faits, la situation demeure incertaine en matière de change, avec des mouvements d'appréciation/dépréciation pour partie déconnectés des fondamentaux et des prescriptions du programme FMI. Ces variations, liées notamment à l'action de l'armée, qui a investi les bureaux de change du pays afin de limiter les sorties de devises, ont abouti à une situation où le taux de change *open market* s'appréciait plus rapidement que le taux interbancaire, permettant à la banque centrale d'acheter des devises à moindre coût de façon opportuniste (20-30M\$). Les interventions de l'armée (« *crackdown* ») sur les bureaux de change et le marché noir de devises auront permis de stabiliser la roupie et de réduire les écarts de taux entre marché formel et informel, se traduisant par une reprise des transferts de travailleurs expatriés - en 2022, les transferts de migrants transitant par les canaux officiels ont reculé de 13%, sous l'effet de la dépréciation de la roupie et du différentiel de taux de change entre le cours de marché et le cours officiel, maintenu par le gouvernement à un niveau de 5%.

L'expérience répétée du Pakistan en matière de soutien artificiel à la PKR montre que cette situation finit par déboucher sur des crises de la balance des paiements qui se traduisent par une hausse de l'inflation, le taux de change subissant une forte dépréciation pour corriger son désalignement, ainsi que par un ralentissement de la croissance économique et de l'emploi. L'intervention de pays « amis », associée à celle du FMI et aux décaissements de l'aide post-inondation, ont certes permis d'éloigner à court terme l'hypothèse d'un défaut mais ne traite pas en profondeur les dysfonctionnements de l'économie.



Sri Lanka

A l'instar du Pakistan, l'histoire financière de Sri Lanka a été émaillée, depuis son indépendance en 1948, de nombreux recours auprès du FMI, en raison de politiques économiques très volontaristes, fondées notamment sur le caractère expansif de la politique budgétaire, malgré des effets de bord tant sur les prix que sur les comptes externes. Pour pouvoir répondre aux multiples crises de balance des paiements que ces politiques ont engendrées, en raison d'une insuffisance d'épargne par rapport à l'investissement, Sri Lanka a été contraint de mobiliser ainsi le FMI à dix-sept reprises pour se procurer les devises nécessaires dont sa capacité de financement externe ne lui permettait plus de disposer. La dernière crise financière, extrêmement sévère car aggravée par de multiples chocs (attentats de 2019, Covid, guerre en Ukraine) et différée au moyen de divers artifices, s'est traduite par un défaut sur la dette externe en avril 2022 et un nouveau recours au FMI, qui viendra alimenter la reconstitution des réserves de change, par les versements effectués à intervalle régulier et par les financements des bailleurs multilatéraux, sous forme d'aide budgétaire notamment.

I. Caractéristiques des réserves de change

La Banque centrale du Sri Lanka (CBSL) est « autonome » et son gouverneur est nommé par le Président de la République. La Banque centrale conduit la politique de change, fondée sur un régime flottant dirigé ; elle est également chargée de la lutte contre l'inflation et du contrôle des réserves en devises étrangères, ainsi que de la stabilité du système bancaire. Depuis le défaut de 2022, marqué par une pénurie de devises et une crise de la balance des paiements, l'indépendance de la CBSL a été renforcée dans le cadre du programme mis en place avec le FMI (adoption en juillet 2023 du *Central Bank Act*). La Banque adopte aujourd'hui une approche plus

stricte en matière de gestion des devises étrangères ; elle restreint les mouvements de capitaux sortants et applique des restrictions sur certaines importations pour freiner la demande de devises.

La composition des réserves « reflète les échéances de remboursement de la dette publique » mais n'est pas publiée. La répartition des actifs de la CBSL donne un bon aperçu de ce qu'elle pourrait être : fin 2023, ils étaient répartis de la façon suivante : USD à hauteur de 37,72% du total, EUR 0,04%, GBP 0,29%, DTS 15,66%, AUD 0,14%, CAD 0,1%, NZD 0,14% et autres devises (dont probablement le CNY en tout premier lieu et l'INR) 45,89%.

Les réserves de change du Sri Lanka ont considérablement fluctué au cours de la dernière décennie, notamment en raison des crises que le pays a traversées et des pressions externes. Le niveau des réserves brutes est resté satisfaisant jusqu'à la mi-2019 (niveau record atteint en avril 2018 à 9,9 Mds USD) et a commencé à décliner régulièrement pour s'établir à 1,6 Mds USD en novembre 2021 et se maintenir à ce niveau jusqu'au défaut d'avril 2022. Depuis la conclusion d'un programme avec le FMI en mars 2023, elles se reconstituent rapidement et atteignent 6,4 Mds USD fin 2024 (soit plus de 3 mois d'importations de biens et services). Il convient toutefois de souligner qu'elles incluent 10 Mds CNY (environ 1,4 Md USD) de swap accordé par la banque centrale chinoise et environ 2 Mds USD de crédit restant dus à la Banque centrale indienne. Les réserves nettes étaient négatives de 2,2 Mds USD fin 2023 et sont à nouveau positives depuis avril 2024 seulement. Elles s'inscrivaient à quelque 310 M USD à la fin de l'année dernière.

II. La gestion des réserves de change : une métrique de la stabilité macroéconomique et financière

Longtemps instrument de la politique budgétaire via l'achat de direct de titres d'État, la CBSL a probablement différé le défaut de paiement du pays en monétisant à plusieurs reprises les déficits budgétaires accumulés, qui ont alimenté l'inflation et conduit à la création d'un marché parallèle des changes, reflet de la défiance croissante des agents économiques. Historiquement, la politique économique et sociale des Rajapaksa, famille qui a dirigé le Sri Lanka pendant huit ans (2005-2010 et 2019-2022), fondée sur d'importantes dépenses d'investissement à faible retour, de fortes baisses d'impôt sans stimuler l'investissement, auxquelles se sont ajoutées l'interdiction d'importer des engrais chimiques et la crise de COVID-19, ont joué un rôle majeur dans la crise économique qui a conduit au défaut de paiement.

Depuis l'adoption du Central Bank Act, qui interdit ces achats directs, la CBSL s'efforce d'accumuler des réserves par achat de devises sur le marché, auxquels s'ajoutent les décaissements opérés par le FMI et les banques multilatérales et à intervenir en cas de déséquilibre du marché des changes par injection de devises. Cette politique a permis de rassurer les marchés, stabiliser les prix (l'inflation est négative en g.a. depuis septembre 2024 après avoir dépassé les 50% en 2022) et renforcer la roupie srilankaise, qui s'est appréciée de 17% depuis le début de l'année 2024 et de 27% depuis son plus bas enregistré en février 2023.

L'effondrement économique de 2022 a conduit Sri Lanka à se rapprocher de la Chine et de l'Inde, même s'il s'efforce de mener une politique équilibrée. En 2014 et 2021, il a obtenu une ligne de swap de 10 Mds CNY de la part de la Banque centrale chinoise pour renforcer ses réserves de change, ce qui s'est fait aux dépens de sa souveraineté, le Sri Lanka ayant dû céder à la Chine pour 99 ans le port d'Hambantota. L'ampleur de l'aide financière et du soutien de l'Inde au Sri Lanka, sous forme de prêts, de reports de prêts, de lignes de crédit et de swaps est également massive (2 Mds USD prêtés au Sri Lanka depuis 2015 dans le cadre de la facilité de swap de devises de la SAARC, auxquels s'ajoute 1,8 Md USD de soutien hors facilité ; sur ces montants, 2 Mds USD restent dus par Sri Lanka). La présence de ces créanciers, dont le soutien n'est acquis qu'au prix d'un exercice d'équilibrisme précaire, fragilise ce pays car la menace de son retrait peut être agitée à tout moment et parce qu'il complique l'exercice de restructuration de la dette du pays. Chine et Inde ne sont en effet pas membres des principales enceintes financières, au premier rang desquelles figure le Club de Paris. Si l'Inde a accepté de rejoindre le groupe des créanciers internationaux, la Chine s'est refusée à le faire autrement qu'en tant qu'observatrice, mais a indiqué qu'elle appliquerait un traitement comparable, ce qui implique un effort inhabituel de transparence de sa part pour permettre l'examen systématique des accords qu'elle négocie.

Le niveau des réserves nettes du Sri Lanka évoluera en fonction des remboursements de la dette extérieure du pays. Si la situation paraît sous contrôle jusqu'en 2027, date à laquelle le programme du FMI en cours expirera, la capacité du pays à reprendre le remboursement du principal des prêts extérieurs qu'il a conclus et qui a été reporté à 2028, reste à démontrer. Elle dépendra notamment du niveau de l'activité, des comptes extérieurs et de la poursuite du soutien financier de ses principaux partenaires.

III. Enjeux liés à la mauvaise gestion des réserves de change

Si la confiance est revenue depuis la fin de l'année 2023, avec la stabilisation des taux d'intérêt et de la devise, la hausse des taux directeurs, aujourd'hui largement supérieurs à l'inflation, pèse fortement sur la croissance économique, même si celle-ci est repartie à la hausse depuis le 3^e trimestre de 2023 après deux années de récession (-7,3% en 2022 et -2,3% en 2023) et s'inscrit à 5 % au premier semestre 2024. Par ailleurs, l'achat de devises sur le marché par la CBSL conduit à la stérilisation de liquidités qui pourraient financer l'économie et a un effet haussier sur les taux d'intérêt intérieurs. La remontée de la roupie (cf. supra), qui a mis un coup d'arrêt brusque à l'inflation, compromet également la compétitivité à long terme du pays et son attractivité, les salaires et coûts ayant enregistré une envolée en termes réels.

La capacité du pays à rembourser sa dette au-delà de 2027 (cf. supra) sans compromettre plus encore sa souveraineté financière, dépend de la mise en œuvre de réformes structurelles profondes de nature à accroître les ressources internes de l'Etat, attirer les investissements étrangers, accroître le potentiel de croissance du pays et réduire la pauvreté (le nombre de personnes vivant en dessous du seuil de pauvreté est passé de 3 millions avant la crise de 2022 à 7 millions aujourd'hui) et le chômage (4,5% au 1^{er} trimestre 2024). Pour atteindre cette croissance à long terme, le Sri Lanka devra diversifier ses sources de revenus en devises, en augmentant les exportations, en attirant des investissements étrangers directs, et en stimulant les secteurs clés comme le tourisme et les transferts des travailleurs migrants.

La récente élection présidentielle et les élections parlementaires, qui ont mené au pouvoir un nouveau parti d'inspiration marxiste (le NPP), pourrait conduire à un changement de cap et à une remise en cause du programme de redressement économique, alors que l'économie reste fragile. Cette inflexion ne s'est pas encore produite, mais la nouvelle majorité pourrait être tentée de répondre aux attentes de ses électeurs, sans introduire les réformes de structure coûteuses politiquement, alors que le service de la dette publique externe pèsera à nouveau sur le budget et le courant dès 2028.

A fin 2024, toutefois, les principales composantes de la dette publique (hors dette multilatérale) ont fait l'objet d'une restructuration permettant de dégager jusqu'à fin 2027 l'horizon des flux de remboursement.

Népal

En raison de son enclavement géographique et de son niveau de développement économique, la constitution de réserves de change revêt une importance stratégique pour le Népal, permettant au pays de disposer de liquidités suffisantes pour préserver sa stabilité économique. L'accumulation de réserves s'avère d'autant plus cruciale que l'économie népalaise est structurellement dépendante des importations, qui représentent 91,1% de commerce extérieur du pays, en raison des besoins en produits pétroliers. Cette stratégie d'accumulation des réserves depuis la pandémie, combinée à la mise en place de restrictions aux importations, a conduit le Népal à enregistrer son premier excédent courant en 2024 depuis huit années, s'élevant à 1,14 Md USD selon les données du FMI, ce qui exerce une pression à la hausse sur les réserves en devises étrangères. Les réserves de change brutes atteignent en décembre 2024 un niveau record de 16,76 Mds USD, le plus haut jamais atteint.

I. Caractéristiques et évolution des réserves de change au Népal

Depuis 2014, les réserves de change du Népal affichent une trajectoire globalement ascendante, bien que marquée par des fluctuations annuelles (cf. Annexe 1). Les variations observées au cours des dix dernières années reflètent principalement l'impact des chocs externes. En 2015, les séismes majeurs et le blocus commercial imposé par l'Inde ont fragilisé l'économie népalaise en raison des perturbations des échanges commerciaux, des ruptures d'approvisionnement et d'une chute de 50% des arrivées touristiques¹⁹. Les réserves de change se sont pourtant maintenues à un niveau adéquat, permettant de jouer un rôle stabilisateur en période de crise sans entraîner de contraction significative des réserves. Ce rôle d'amortisseur financier s'est également manifesté lors de la pandémie du Covid-19, lorsque les réserves se sont maintenues à des niveaux jugés confortables en 2020 et 2021. Cependant, en 2022, la baisse des réserves en devises étrangères a conduit le Népal à mettre en place des restrictions à l'importation pour préserver sa position extérieure (cf. infra). En conséquence, le pays a adopté une stratégie d'accumulation des réserves en devises étrangères afin de réduire sa vulnérabilité aux chocs

¹⁹ Les séismes de 2015, suivi de l'embargo indien, ont provoqué une chute des échanges extérieurs : les importations et exportations ont respectivement baissé de 32% et de 25% entre juillet et septembre 2015. Dans les deux mois suivant le blocus, les importations de pétrole, de diesel, de kérosène et de gaz de pétrole liquéfié ont chuté respectivement de 70,6%, 62,8%, 75,1% et 71,8%.

externes. Entre 2021/22 et 2022/23, cette politique a permis une hausse de 23,1% des réserves brutes, de 9 Mds USD à 11,74 Mds USD en juillet 2023.

En 2022/23, Les indicateurs d'adéquation des réserves affichent un niveau de couverture satisfaisant, avec des réserves représentant 28,6% du PIB, couvrant 83% des importations de biens et services, et équivalent à 25,1% de la masse monétaire.

II. Le Népal fait face à une concentration des sources de devises

1/ Les transferts de la diaspora, principale source de devises étrangères

L'économie népalaise est fortement dépendante des transferts de fonds de sa diaspora, qui représentent près de 25% du PIB en 2023/24 – un des plus hauts niveaux mondiaux, dépassant largement les IDE et l'aide publique au développement. Ces transferts jouent un rôle crucial dans le financement du déficit courant, couvrant près des deux tiers de celui-ci, et constituent la principale source de devises étrangères, soutenant ainsi l'accumulation des réserves de change. La dynamique migratoire est par ailleurs en progression d'année en année, 23% des ménages népalais ayant au moins un membre de leur famille vivant à l'étranger en 2021, et 80% des travailleurs népalais basés à l'étranger procédant à des envois de fonds. Bien que cette dépendance aux transferts de fonds expose l'économie népalaise aux chocs externes, le taux d'emploi des travailleurs népalais à l'étranger s'est maintenu stable en 2024, garantissant une certaine régularité des envois de fonds. Toutefois, certains travailleurs sont exposés à des situations de travail précaires, les plaçant ainsi en situation de vulnérabilité économique, et pouvant freiner à moyen terme les transferts de fonds. En ce sens, les prévisions de la Banque asiatique de développement suggèrent une diminution des envois de fonds, en raison de perspectives de croissance plus faibles dans les pays hôtes et d'un possible retour de l'immigration à moyen terme. Les estimations concernant les réserves de change demeurent toutefois aux alentours du seuil réglementaire, fixé à sept mois d'importations.

2/ Le contrôle exercé sur les importations a alimenté l'accumulation des réserves de change

En raison de son enclavement et de sa topographie montagneuse, le Népal reste structurellement dépendant des importations, principalement en provenance de l'Inde et de la Chine, tout en affichant une diversification économique limitée. Cette dépendance constitue un risque pour la stabilité des réserves de change, lesquelles doivent couvrir au moins sept mois d'importations selon la métrique imposée par les autorités népalaises. Toutefois, les importations de marchandises ont enregistré une baisse significative de 22% en glissement annuel au cours de l'exercice 2022/23 par rapport à 2021/22. Cette contraction des importations s'est traduite par une hausse des réserves de change, qui ont progressé de 8,9 Mds USD à 10,9 Mds USD sur la période, renforçant ainsi la capacité de couverture des importations, passée de 7,6 à 9,2 mois. Cette dynamique s'explique en partie par les mesures de restriction ciblées imposées par les autorités népalaises sur les importations de produits de luxe entre août 2022 et août 2024. Ces mesures visaient à limiter les pressions sur le déficit courant, qui s'était fortement creusé, passant de 2,8 Mds USD en 2020/21, soit 7,7% du PIB, à 5,2 Mds USD en 2021/22, soit 12,6% du PIB. Parallèlement, les restrictions progressives imposées par l'Inde sur ses exportations de riz depuis 2021 – visant à sécuriser l'approvisionnement domestique et à stabiliser les prix intérieurs, notamment par l'application d'un droit d'exportation de 20% – ont exercé une pression sur les importations de riz du Népal. Fortement dépendant du riz indien, qui représente l'essentiel de ses importations dans cette catégorie, le Népal a subi les effets d'une augmentation des prix liées à ces restrictions, ce qui a eu pour effet de réduire davantage le volume de ses importations, et indirectement, a alimenté ses réserves de change. Néanmoins, l'Inde demeure le premier partenaire commercial du Népal, le pays représentant presque 65% des échanges commerciaux sur l'exercice 2022/23, suivi par la Chine, qui en représente 13%.

En outre, l'accumulation des réserves de change découle également de la faiblesse structurelle des exportations népalaises, dont la part dans le PIB stagne à 3,4% en 2022/23, et qui sont principalement orientées vers l'Inde, à hauteur de 70% de ses exportations totales. Les faibles recettes liées aux exportations ont néanmoins permis une amélioration du compte courant, désormais estimé en excédent de 1,14 Mds USD en 2024.

3/ Les arrivées de touristes étrangers de capitaux sous forme de prêts des bailleurs multilatéraux des autres sources de devises étrangères pour le Népal

Les prêts souverains contractés auprès des bailleurs de fonds multilatéraux constituent une autre source de devises pour le Népal, ceux-ci représentant 51,1% de la dette extérieure du pays et près de 20% du PIB à l'issue de l'exercice 2023/24. Principalement libellés en dollars américains, ils participent directement à l'entrée de devises étrangères dans l'économie népalaise. Par ailleurs, la reprise progressive du secteur touristique, qui contribue à hauteur de 6,1% du PIB en 2023/24, soutient également la constitution de réserves de change. Cette dynamique est renforcée par le retour graduel des touristes chinois.

III. Les réserves de change demeurent sensibles à l'environnement externe

1/ La dépendance économique à l'égard de l'Inde

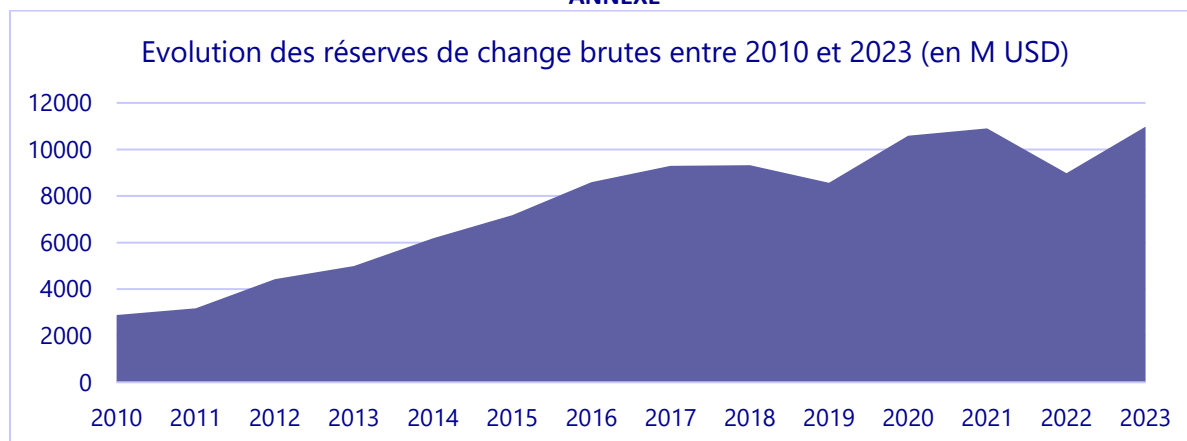
La structure des réserves de change du Népal met en évidence sa dépendance significative vis-à-vis de l'Inde, la roupie indienne, représentant environ 25 % des réserves totales. Cette configuration rend nécessaire l'ancrage de la roupie népalaise à la roupie indienne, en permettant au Népal de réduire le risque de change pesant sur les transactions commerciales avec son principal partenaire économique, l'Inde (cf. supra). Cependant, cette forte dépendance réduit la marge de manœuvre du Népal face aux fluctuations de la devise indienne par rapport aux devises fortes, notamment le dollar américain. Parallèlement, le déficit commercial que le Népal entretient avec l'Inde, s'établissant à 6,2 Mds en 2022/23, a accentué les pressions sur les réserves de change en raison des sorties nettes de devises.

2/ Les investisseurs directs étrangers sont structurellement faibles, tandis que les investissements en portefeuille sont inexistants

La faible part des investissements directs étrangers (IDE) dans l'économie népalaise, atteignant seulement 0,1% du PIB en 2023/24, limite considérablement l'entrée de devises étrangères, faute d'une forte attractivité du pays et d'une politique visant à promouvoir les IDE. En outre, la majorité des stocks d'IDE entrants sont concentrés dans trois secteurs (96,9%) : la production électrique (42,9%), l'industrie manufacturière (35,9%) et les services financiers et d'assurances (18,1%), ce qui témoigne du manque d'opportunités d'investissements pour les investisseurs étrangers, un problème aggravé par une confiance limitée due à l'absence de notation de crédit souveraine. Les autorités népalaises s'efforcent toutefois d'attirer des investisseurs privés, notamment autour de projets d'infrastructures, en particulier hydroélectriques, en ciblant principalement les investisseurs indiens.

L'accumulation des réserves de change au Népal peut refléter une faiblesse structurelle de l'investissement et une demande intérieure insuffisante, comme en témoigne un faible taux de croissance, qui s'est établi à 1,9% en 2022/23 avant de remonter à 3,9% au cours de l'année 2023/24, ainsi qu'une contraction des importations. Bien que le Népal dispose actuellement d'un niveau de réserves suffisant pour faire face à des chocs externes, ses sources de devises restent limitées, principalement alimentées par les transferts de la diaspora. Ces transferts soutiennent à la fois les réserves en devises étrangères et la consommation des ménages, jouant un rôle central au sein de l'économie népalaise. Cependant, le Népal peine à développer des secteurs capables de générer des recettes en devises étrangères, ce qui pourrait accroître la vulnérabilité du pays, susceptible de devenir de plus en plus dépendant des importations, en raison de son enclavement géographique et de son exposition accrue aux effets du changement climatique.

ANNEXE



Source : Banque centrale népalaise

Bhoutan

Entre 2016 et 2019, les réserves de change brutes du Bhoutan, principalement libellées en dollars américains et en roupies indiennes, ont enregistré une hausse de 14,27 %, passant de 1,1 Md USD à 1,2 Md USD. Cependant, cette tendance s'est inversée au cours de la période 2019-2023, avec une diminution marquée des réserves à 500 M USD en décembre 2023, en deçà du seuil constitutionnel requis pour couvrir douze mois d'importations essentielles²⁰. Cette diminution est d'autant plus problématique que leur niveau ne permet d'assurer la couverture de la dette publique qu'à hauteur de 13% en 2023, contre 60% en 2021.

La détérioration des réserves de devises s'explique par divers facteurs exogènes et domestiques. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné une hausse significative des prix des produits alimentaires et de l'énergie, tandis que des importations massives de matériel de minage de bitcoins, d'une valeur d'environ 539 MUSD, ont exacerbé la pression sur les réserves. Parallèlement, les entrées de devises ont été faibles, en raison d'une reprise modérée du secteur du tourisme après la pandémie, ralentissant ainsi les flux de revenus en devises étrangères. Afin de pallier cette diminution tendancielle, les autorités bhoutanaises ont instauré des mesures de contingentement des importations non essentielles, notamment sur les véhicules neufs en août 2022.

Toutefois, les exportations d'hydroélectricité, l'une des principales sources de recettes en roupies indiennes, sont revenues de 355 MUSD en 2021 à 252 MUSD en 2023, en raison de conditions climatiques défavorables et d'une demande intérieure croissante, notamment en lien avec la consommation électrique nécessaire au minage de bitcoins. En novembre 2024, les réserves de change du Bhoutan atteignaient 660 MUSD, soit 6 mois d'importations.

I. Le poids de la roupie indienne dans les réserves de change

Le Bhoutan a adopté un régime de change ancré sur la roupie indienne à hauteur de 1 pour 1 depuis l'introduction du Ngultrum en 1974, facilitant le développement de relations commerciales entre les deux économies. De fait, plus de 80% des échanges commerciaux du Bhoutan se font avec l'Inde, créant une dépendance directe envers la roupie afin de soutenir les importations essentielles et les investissements bilatéraux. L'Inde se place également comme le principal investisseur au Bhoutan, dont elle détient 57% des stocks d'investissements directs (IDE). Dès lors, les réserves en roupies indiennes représentaient 26% du total des réserves en 2020²¹. Bien que cet ancrage nominal ait permis de stabiliser la devise bhoutanaise, l'absence de flexibilité du taux de change limite la capacité du Ngultrum à absorber les chocs extérieurs. En outre, ce régime restreint l'autonomie de la politique monétaire menée par la Royal Monetary Authority (RMA), réduisant sa résilience face aux conditions économiques internes. La dépréciation tendancielle du Ngultrum depuis la pandémie, induit par la dépréciation de la roupie indienne, face au dollar américain, a ainsi provoqué l'érosion des réserves de change du pays, induisant une augmentation des prix des importations du pays. Parallèlement, la diminution des réserves de change a d'abord porté sur les devises convertibles, telles que le dollar et le yen, accentuant le poids de la devise indienne dans les réserves de change, qui représente près de 30% des réserves de devises.

II. Les exportations d'hydroélectricité, premier poste de recette en devises

Le Bhoutan demeure une économie peu diversifiée, en raison de son enclavement et de sa géographie montagneuse, limitant ainsi les opportunités d'expansion dans d'autres secteurs. En 2022, l'hydroélectricité représentait 75% des exportations du Bhoutan et 13% de son PIB. L'Inde s'inscrit comme le premier client du Bhoutan et est destinataire d'environ 90% des exportations bhoutanaises, les échanges d'électricité entre les deux pays ayant atteint 7 595 GWhs en 2022. Par ailleurs, le Bhoutan a signé un accord intergouvernemental avec l'Inde en 2006, complété par un protocole en 2009, visant à développer 10 GW de capacités hydroélectriques d'ici 2020. La tarification de l'électricité²² exportée est ainsi à l'avantage de l'Inde, qui joue un rôle prépondérant dans la production d'hydroélectricité bhoutanaise en étant à la fois le financeur, le constructeur des ouvrages que le Bhoutan exploite ensuite et l'unique acheteur du surplus d'électricité. L'insuffisance récente des recettes d'exportations d'hydroélectricité vers l'Inde érode ses réserves de change.

En effet, le pays fait face depuis quelques années à une contraction de ces exportations d'hydroélectricité, qui représentaient 50% des exportations du pays en 2020-21, soit 252 M USD, contre 36% en 2022-23, en raison du choix d'allouer la production d'électricité à des fins domestiques (cf. infra), ce qui pèse sur l'évolution des

²⁰ Article 14 section 7

²¹ Article IV FMI 2022

²² La tarification de l'électricité est fixée en fonction des sites.

réerves en devises. Ce déclin est également imputable à la pluviométrie inadaptée, symptôme de l'exposition du pays aux aléas climatiques.

Parallèlement, l'absence de diversification économique en raison des caractéristiques géographiques et socio-économiques du pays réduit la capacité à générer des devises dans d'autres secteurs, limitant ainsi l'accumulation des réserves. Les exportations non-hydroélectriques, se caractérisant par une faible valeur ajoutée, se concentrent sur des produits extractifs en direction de l'Inde, ce qui ne permet pas l'afflux de nouvelles devises pour alimenter les réserves.

III. La dépendance aux importations de biens essentiels ponctionne les réserves de change

Le Bhoutan dépend fortement des importations de biens essentiels, notamment de pétrole, de pièces de machine, de biens de consommation, d'ordinateurs, de riz et de produits ferreux. Etant un importateur net de produits essentiels, notamment de pétrole, le pays est particulièrement exposé aux variations des prix des matières premières. Une hausse soudaine de ces prix peut rapidement éroder les réserves de change, obligeant le pays à puiser dans ses ressources pour financer ses besoins. De fait, la pandémie de Covid-19, suivie par l'invasion de l'Ukraine par la Russie, a intensifié les pressions sur l'équilibre de la balance courante du Bhoutan. Les importations de biens sont ainsi passées de 37% du PIB en 2019-20 à 49% au cours de l'exercice 2022-23, revenant de 960 M USD à 1 431 M USD, dont 5% sont reliés à des projets d'hydroélectricité.

Cette forte dépendance aux importations, couplée à une structure d'exportation non-hydroélectrique à faible valeur ajoutée, a conduit à un déficit structurel de la balance courante, atteignant en moyenne 19,8 % du PIB entre 2016 et 2019, et se creusant à 34 % du PIB sur l'exercice budgétaire 2022-23. Parallèlement, les importations de biens ont augmenté de plus de 70% en raison de la hausse des prix des importations incompressibles, principalement produits pétroliers et matières premières agricoles, et des achats de matériel électronique pour miner le bitcoin, exerçant une pression constante sur les réserves de change afin de financer ces transactions. Afin d'alléger la pression sur la balance courante, le gouvernement a mis en place des mesures restreignant l'importation de divers biens, notamment les véhicules neufs en août 2022, tout en limitant l'octroi de prêts destinés à la construction de logements commerciaux et d'hôtels. En revanche, les importations massives d'équipements destinés au minage de bitcoins (cf. infra) ont été jugées prioritaires. Par ailleurs, les autorités bhoutanaises ont annoncé la levée de la restriction d'importation de véhicules neufs en août 2024, alors que les réserves s'établissent aux alentours de 600 MUSD en juin 2024, niveau inférieur à celui prévu par la Constitution.

IV. Les activités de minage de bitcoin représentent les deux tiers du déclin des réserves de devises étrangères

Les investissements dans le minage de cryptomonnaie ont contribué aux deux tiers du déclin des réserves de change du Bhoutan suite à la rétrocession de réserves à une entreprise d'Etat, générant ainsi d'importantes tensions. La compagnie publique Druk Holding & Investments (DHI) a bénéficié d'un prêt de 539 M USD, soit environ 19 % du PIB, accordé par la RMA. Ce prêt a lourdement pesé sur les réserves de change, représentant 40% des réserves avant l'octroi du prêt, amplifié par une hausse des importations d'équipements liés à l'activité de minage. Les opérations de minage ont débuté au deuxième trimestre 2023, avec un nouveau projet prévu pour 2025. Cette transaction, annoncée en avril 2023, est marquée par l'incertitude entourant le retour sur investissement en raison de la volatilité du cours du bitcoin, un retournement du cours de ce dernier pouvant remettre en cause le remboursement du prêt contracté auprès de la Banque centrale. En mars 2024, un premier versement de 18 M USD a été effectué par DHI, suivi d'un versement de dividendes exceptionnels, le total représentant environ 6% du montant initial du prêt. Par ailleurs, le paiement prévu pour l'année budgétaire 2024-2025 a été reporté de deux ans, à un taux d'intérêt de 4 %, retardant ainsi la reconstitution des réserves de change du Bhoutan.

Le développement de ces activités génère un accroissement des besoins en électricité, le minage du bitcoin représentant aujourd'hui la moitié de la demande industrielle et près de 40% de la demande énergétique totale du pays. Ces activités ont ainsi pour effet de détourner une partie croissante des volumes destinées à l'exportation, expliquant leur érosion récente et privant ainsi le Bhoutan d'une partie de ses recettes d'exportation vers l'Inde.

Parallèlement, l'absence de cadre réglementaire solide pour encadrer l'usage des crypto-monnaies constitue un défi majeur. En cas de défaillance dans la régulation, l'usage du bitcoin comme instrument financier peut accroître les risques de blanchiment d'argent, de fraude, et de fuite de capitaux, ce qui pourrait déstabiliser

davantage les réserves de change et l'ensemble du système financier bhoutanais en soulevant des enjeux réputationnels.

V. La lente reprise du secteur du tourisme freine l'entrée de devises étrangères

Le secteur de tourisme au Bhoutan représente un moteur de croissance et est fortement pourvoyeur d'emplois de services, à hauteur de 50 000 emplois. Les recettes liées au secteur touristique représentaient 3,8% du PIB en 2019. Cependant, malgré la réouverture tardive des frontières en septembre 2022, les arrivées de touristes sont demeurées en deçà des niveaux observés avant la pandémie. La mise en place de la Sustainable Development Fee (SDF) a freiné la repise du secteur, la taxe instaurée s'inscrivant à 200 USD par jour en juin 2022, avant d'être abaissée à 100 USD par jour en septembre 2023. Les touristes originaires d'Inde bénéficient toutefois d'un tarif réduit, s'inscrivant à 15 USD par jour. Ces mesures restrictives ont pesé sur les entrées de capitaux et les flux de devises étrangères au Bhoutan, bien qu'une reprise du secteur ait été observée depuis.

VI. Transfert de migrants

Les transferts de la diaspora, deuxième poste de recettes en devises, représentaient 82,6 M USD en 2022, soit l'équivalent de 3,2% du PIB. Afin d'attirer les transferts de migrants, les autorités bhoutanaises ont introduit une mesure incitative de 2% sur les transferts de fonds de la diaspora, relevée par la suite à 10% du montant transféré jusqu'en février 2024. Toutefois, l'absence de données relatives à ces transferts ne permet pas d'affirmer l'efficacité de cette mesure incitative, notamment quant à son impact sur la reconstitution des réserves en devises. La mesure a d'ailleurs été rapportée au premier semestre 2024.

VII. Les besoins en réserves à moyen et long terme sont amenés à progresser

La récente annonce de financements de projets hydroélectriques coûteux suscite des interrogations quant à la gestion future des réserves de devises étrangères. Le projet hydroélectrique Dorjilung, dont le début des travaux est prévu pour 2025, se distingue par l'absence de financement indien, avec une enveloppe estimée à 1,4 Md USD, hors charges financières. Une partie de ce projet sera financée par un prêt concessionnel de la Banque Mondiale mais le reliquat, à ce stade non précisé devrait l'être à des conditions de marché. Bien que ce projet ait des retombées potentielles sur la croissance à long terme, son impact sur les finances publiques est préoccupant, dans un contexte où la dette publique atteint 130 % du PIB en 2023. À terme, ce projet pourrait réduire la capacité de financement du Bhoutan, restreignant ainsi sa capacité à honorer ses obligations de service de la dette. Toutefois, l'impact exact de ce projet sur le déficit courant reste difficile à évaluer à ce stade.

Les évolutions des réserves de change du Bhoutan reflètent la contrainte extérieure à laquelle une petite économie enclavée est confrontée : elles sont largement déterminées par les exportations d'hydroélectricité, les transferts de migrants et les recettes touristiques, alors que les importations sont incompressibles, le Bhoutan étant une économie agricole et de services. La stratégie de diversification adoptée au début de la décennie, en vue de transformer le Bhoutan en un centre de minage de bitcoin est porteuse d'aléas, même si elle vise à réduire la contrainte extérieure en exploitant le potentiel de hausse du bitcoin, cryptomonnaie à caractère spéculatif. Dans un premier temps, ces activités ont entraîné une diminution des réserves, via les importations de matériel électronique nécessaire au minage et le détournement de l'usage de l'électricité exportable vers l'Inde à des fins domestiques. Il conviendra de voir si l'accroissement de la production hydroélectrique, grâce aux nombreux projets financés par l'extérieur, permettra simultanément tant de desserrer la contrainte extérieure que de satisfaire aux besoins élevés en électricité requis par le minage

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.

Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations :

www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international

Responsable de la publication : Service économique de New Delhi
avec les contributions des SE de Colombo, d'Islamabad, et de Dhaka