

BRÈVES ÉCONOMIQUES

Asie du Sud

Une publication du SER de New Delhi
N°35 2024

Faits saillants

- ❖ **Bangladesh** : Publication d'une première version du livre blanc sur l'état de l'économie ;
- ❖ **Bhoutan** : La Banque mondiale table sur une croissance à 7,2% pour le Bhoutan sur l'exercice 2024/25 ;
- ❖ **Inde** : Ralentissement de la croissance au deuxième trimestre 2024/25 ;
- ❖ **Maldives** : Signature d'un protocole d'accord visant à promouvoir l'utilisation des monnaies locales pour les transactions bilatérales entre l'Inde et les Maldives ;
- ❖ **Népal** : Le Népal a reçu sa première notation souveraine par l'agence de notation Fitch ;
- ❖ **Pakistan** : L'arrêt complet de l'économie pour des raisons de sécurité -dans le nord du pays- entre le 23 et le 25 novembre aurait coûté plus de 2 Mds USD ;
- ❖ **Sri Lanka** : Confirmation de l'accord au niveau des services avec le FMI dans le cadre de la 3^{ème} revue du programme en cours.

À RETENIR

5,4%

Croissance du PIB indien au T2 2024/25

Bangladesh

Publication d'une première version du livre blanc sur l'état de l'économie

Une première version du livre blanc sur l'état de l'économie, commandité par le gouvernement intérimaire a été présenté au Conseiller en chef ce dimanche par Debapriya Bhattacharya, du think tank *Center for Policy Dialogue*, et son équipe. Il s'agit d'un document de 400 pages balayant de très nombreux sujets sur quelque 22 chapitres tels que l'état du secteur bancaire, la sécurité alimentaire, la dette publique, l'inflation, l'emploi, etc.

Des premiers résultats des travaux menés les trois derniers mois, on peut retenir :

- Une surévaluation de la croissance depuis 1995, accentuée à partir de 2012-13. Au lieu d'une moyenne de 7% de croissance entre 2013 et 2019, le modèle utilisé par les auteurs la corrigerait à près de 4%.
- 234 Mds USD auraient été siphonnés en dehors du pays entre 2009 et 2023, en particulier vers les Etats-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, Hong-Kong, la Malaisie, Singapour et l'Inde.
- Dix banques seraient techniquement en défaut, dont deux banques publiques. Elles représentent 32% des dépôts du pays.

L'économie n'aurait généré que 510 000 nouveaux emplois en 2023, contre 1,12 M en moyenne sur la dernière décennie

D'après les dernières données du *Bangladesh Bureau of Statistics* (Labour Force Survey 2023), l'économie bangladaise n'a généré que 0,51 M de nouveaux emplois en 2023, soit la plus faible hausse depuis douze ans et bien en dessous de la moyenne annuelle de plus de 1,12 M depuis 2013.

Malgré ces mauvais chiffres, le taux de chômage officiel a chuté à son point le plus bas depuis 2002, passant de 3,53% en 2022 à 3,35% en 2023. Cette chute est liée à la légère baisse du taux de participation au marché du travail, après des années de hausse, retombant à 60,9% contre 61,2% un an auparavant. Alors que, en volume, les hommes continuent à entrer sur le marché du travail, ce sont les femmes qui s'en détournent – en particulier dans les zones rurales où l'emploi des femmes a bondi de 14,1 M en 2017 à 20,9 M en 2022, avant de retomber à 20,2 M en 2023. Le taux de participation des femmes baisse ainsi pour la première fois en dix ans pour atteindre 41,4%, contre 42,8% en 2022.

Bonne nouvelle néanmoins sur le front de l'emploi industriel, qui repart légèrement à la hausse mais ne retrouve que son niveau de 2016 à 12,2 M – une maigre performance alors que l'économie a connu une croissance importante au cours de ces huit années.

Le rapport du BBS révèle qu'environ 6,26 millions de personnes en âge de travailler restent sous-utilisées, avec 1,17 million d'entre elles ne faisant pas partie de la

population active en raison de l'absence d'opportunités d'emploi adéquates. Par ailleurs, 2,63 millions de personnes occupent des emplois dont le nombre d'heures de travail est inférieur à 40 heures par semaine, faute d'opportunités.

La Banque centrale adopte une définition restrictive des prêts non-performants

La Bangladesh Bank a annoncé qu'elle appliquerait une définition restrictive des prêts non-performants à partir d'avril prochain. Ces nouvelles règles s'aligneront sur les pratiques internationales de classification des prêts recommandées par le FMI et la Banque mondiale.

Dorénavant, un défaut de paiement au bout de trois mois, ou 90 jours, après la date d'échéance entraînera directement la classification des prêts en tant que non-performants (au lieu de neuf mois auparavant), quel que soit leur type.

Un prêt sera classé en défaut (« substandard ») si le retard est de trois à six mois, et douteux (« doubtful ») si le retard est de six à douze mois. Si le retard dépasse douze mois, les prêts seront considérés comme irrécouvrables (« loss »).

Les règles de provisionnement des prêts évolueront également, alors que le secteur bancaire est sous-provisionné. Les banques devront désormais constituer une provision de 1 à 5 % selon le type de prêt, avec une augmentation à 20 % pour les prêts en défaut, 50 % pour les prêts douteux et 100 % pour les prêts irrécouvrables.

Entre juillet et septembre 2024, les prêts non-performants ont bondi de près de 20% en glissement trimestriel pour atteindre le niveau inédit de 2850 Mds BDT (environ 24 Mds USD). Cela représente légèrement plus de 16,9% des encours totaux. Sur un an, la hausse est particulièrement forte à 84%.

La balance des paiements continue de s'améliorer mais reste négative à 2,1 Mds USD sur quatre mois

Entre juillet et octobre, le déficit de la balance des paiements s'élevait à 2,1 Mds USD, contre 3,8 Mds USD l'an dernier à la même période. Cette amélioration résulte principalement de la réduction du déficit courant, revenu de 3,16 Mds USD à 752 M USD. La bonne performance du compte courant est due à une augmentation de 8 % des exportations, atteignant 14,3 Mds USD, et à une hausse de 30 % des transferts de fonds, qui s'élèvent à 8,9 Mds USD, par rapport aux quatre premiers mois de l'exercice budgétaire précédent. Dans le même temps, les importations ont progressé de 1 %, pour atteindre 20,9 Mds USD.

Le compte financier affiche désormais un solde positif de 1,2 Md USD, contre un déficit de 873 M USD l'an dernier. Bien que les investissements directs nets à l'étranger (IDE) aient diminué de 20 %, atteignant 388 M USD, les crédits commerciaux se sont nettement améliorés, passant de -504 M USD à -3 M USD, ce qui reflète un meilleur rapatriement des revenus d'exportation.

Cependant, le poste des erreurs et omissions, qui englobe les sorties de capitaux non comptabilisées, a fortement augmenté, atteignant -2,7 Mds USD contre +149 M USD précédemment, ce qui pourrait témoigner de pratiques significatives de surfacturation.

Bhoutan

La Banque mondiale table sur une croissance à 7,2% pour le Bhoutan sur l'exercice 2024/25

La Banque mondiale anticipe une accélération de la croissance économique au Bhoutan, avec une progression du PIB de 7,2 % attendue pour l'exercice budgétaire 2024/25, contre 5,2 % lors de l'exercice précédent.

En juin 2024, les réserves de change ont atteint 624 M USD, portées par la réduction des importations d'équipements liés au minage de bitcoins et la reprise progressive du tourisme. Le secteur agricole a enregistré une croissance de 3,4 %, tandis que le secteur industriel, avec une augmentation limitée à 0,2 %, a bénéficié de la solidité de l'exploitation minière et de la fabrication, atténuant partiellement l'impact de la baisse de la production hydroélectrique. Sur le plan de la demande, l'augmentation des exportations hors hydroélectricité et la hausse des dépenses de consommation ont soutenu la croissance.

Toutefois, la pauvreté reste élevée, affectant 12,4 % de la population selon l'enquête sur le niveau de vie de 2022, tandis que les envois de fonds jouent un rôle crucial, empêchant 3 % de la population de tomber sous le seuil de pauvreté. Sur le plan budgétaire, le déficit a été réduit à 0,8 % du PIB, contre 4,7 % l'année précédente, grâce à une amélioration des recettes publiques (26,4 % du PIB) et une réduction des dépenses (27,2 %). Cependant, le marché du travail présente des déséquilibres, avec un taux de chômage des jeunes de 16,5 %, favorisant des flux migratoires sortants significatifs, représentant environ 9 % de la population à l'étranger. Par ailleurs, le secteur agricole, qui emploie 40 % de la main-d'œuvre, ne contribue qu'à 12 % du PIB, reflétant une faible productivité et un manque de diversification vers des secteurs à plus forte valeur ajoutée.

Selon la Banque mondiale, la croissance à venir sera soutenue par des performances robustes des exportations, la construction et les services, ainsi que par la mise en service du projet hydroélectrique Puna II. Toutefois, des risques persistent, notamment concernant des retards dans les grands projets, des tensions géopolitiques et une hausse des prix des matières premières. En outre, la pérennité de la croissance est conditionnée à la diversification économique du Bhoutan, actuellement dominée par la production hydroélectrique, et un renforcement du secteur privé, contraint par le poids des entreprises publiques.

Les importations de véhicules progressent depuis la levée de la restriction

Depuis la levée de la restriction sur les importations de véhicules en août 2024, le Bhoutan a enregistré une augmentation de ses importations, s'établissant à 2,7 MUSD en septembre seulement. Pour rappel, le Bhoutan avait instauré cette mesure en août 2022 en raison de la détérioration de ses réserves de change, ces dernières s'établissant à 726 M USD en août 2022 contre 1,3 Md USD l'année précédente à la même période. Toutefois, les réserves de change du Bhoutan demeurent relativement faibles et reviennent à 597 M USD en mai 2024 selon les chiffres du ministère des

Finances. Cette restriction aurait néanmoins permis au Bhoutan de préserver 63 M USD de réserves de change.

L'augmentation des importations de véhicules pourrait ainsi s'accompagner d'une pression accrue sur les réserves en devises étrangères du pays, notamment en raison de la progression des importations de carburants, qui auraient enregistré une progression de près de 50% en septembre 2024 par rapport à l'année précédente.

Par ailleurs, l'expansion rapide du parc automobile, qui compte désormais 128 087 véhicules, pose des défis économiques et structurels, notamment en matière d'impact environnemental. Le gouvernement prévoit ainsi d'introduire des frais d'immatriculation plus élevés et des péages pour réguler le nombre de véhicules et atténuer la congestion urbaine.

Inde

Indicateurs macroéconomiques

Ralentissement de la croissance au deuxième trimestre 2024/25

La croissance du PIB a nettement ralenti au T2 2024/2025 (juin-septembre 2024), revenant de 6,7 % en g.a. au T1 à 5,4 % en g.a. au T2. Pour mémoire, le consensus Bloomberg tablait sur une progression du PIB de 6,5 %, elle-même nettement en retrait par rapport à la prévision révisée de la RBI fin octobre, qui avait été ramenée de 7,0 % à 6,8 %. Cette évolution du PIB se révèle être la plus faible depuis le T3 2022/2023 (octobre-décembre 2022). La progression de la valeur ajoutée brute, un meilleur indicateur conjoncturel que le PIB, pollué par les évolutions des impôts sur la production, est également en retrait, revenant à 5,6 %, contre 6,8 % le trimestre précédent.

Du côté de l'offre, le recul est principalement imputable à l'évolution de la production manufacturière, revenue de 7,0 % au T1 à 2,2 % au T2. La production manufacturière a en fait été bridée par l'érosion des profits des sociétés cotées, qui a entraîné des prises de bénéfices à la Bourse de Bombay. La production industrielle, en phase avec les indicateurs mensuels parus sur la période juillet-septembre, a également fléchi, de 8,3 % à 3,6 %, alors que le consensus tablait sur une dynamique supérieure, de quelque 5 % en glissement annuel. En consolidé, le secteur « Industrie et Construction » a enregistré un recul, revenant de 9,0 % à 4,5 % sur la période sous revue. Les services ont maintenu une dynamique bien orientée, de 7,2 % au T1 2024/2025 à 7,1 % au T2 2024/2025. L'agriculture a observé une progression plus favorable qu'au premier trimestre, de 2,0 % à 3,5%.

Du côté de la demande, la moindre croissance est imputable à la faiblesse des dépenses d'investissement en capital public, liée au gel des budgets et à l'incertitude pré et postélectorales. La consommation des ménages a fléchi par rapport au trimestre précédent, essentiellement en raison du comportement de demande des ménages urbains, alors que les perspectives de mousson favorable entraînaient un rebond de celle des ménages ruraux.

Les conjoncturistes s'attendent à un rebond au second semestre, ne serait-ce que parce que les dépenses au titre des investissements publics devraient s'accélérer au cours des prochains mois ; en revanche, l'atonie de l'activité manufacturière devrait se prolonger, en raison des résultats décevants des entreprises, qui reflètent les incertitudes liées à la conjoncture internationale, aggravées par ailleurs par la victoire de Donald Trump. Enfin, si la période festive du troisième trimestre renforce la perspective d'un rebond de la consommation, celle-ci risque d'être bridée par l'endettement des ménages et la faible appétence des banques à prêter en blanc, sur des crédits à forte marge brute mais imposant des charges en capital plus élevées depuis novembre 2023.

La Banque centrale devrait être tentée d'agir sur le canal du crédit au cours des prochains jours, non par la variable des taux directeurs, que les derniers indices de prix au-dessus du plafond de la cible diffèrent à février 2026, mais par la variable des réserves obligatoires. Le canal sur le crédit sera d'autant plus rapide que la liquidité bancaire excédentaire a été malmenée par la nécessité pour la RBI d'intervenir à la vente de devises, ce qui a exercé un effet récessif sur la liquidité bancaire. La baisse du coefficient de réserves obligatoires, de 4,5 % à 4,0 % pourrait accroître les réserves excédentaires et inciter les banques à accorder davantage de crédits, ce qui est finalement l'objectif du gouvernement. Pour mémoire, tant le ministre du Commerce et de l'Industrie que la ministre des Finances en ont appelé à une baisse des taux directeurs lors du prochain MPC dont les résultats seront connus le 6 décembre, au motif que les taux d'intérêt réels élevés brident l'investissement des entreprises. Cette analyse quelque peu biaisée méconnaît le fait qu'une baisse des taux réduirait la marge d'intérêt des banques, qui ne la souhaitent pas nécessairement et surtout que l'efficacité marginale du capital n'est qu'un des facteurs de l'investissement, la variable de demande étant un autre élément déclencheur, actuellement médiocrement orienté, de l'investissement.

S&P réduit les prévisions de la croissance indienne pour les deux prochaines années budgétaires

Bien que l'agence de notation S&P Global Ratings ait maintenu sa prévision de croissance du produit intérieur brut de l'Inde à un rythme de 6,8 % pour l'exercice budgétaire 2024-25, l'agence a toutefois revu à la baisse ses projections pour les deux exercices suivants, FY26 et FY27, les ramenant respectivement à 6,7 % et 6,8 % tandis qu'elle prévoit une croissance de 7 % pour FY28.

En effet, il convient de souligner que la trajectoire de croissance économique montre des signes de ralentissement depuis le début de l'exercice 2024-25. Au premier trimestre (avril à juin), la croissance s'est établie à 6,7 %, en-deçà de la prévision de 7,1 % de la Reserve Bank of India (RBI), et le deuxième trimestre (juillet à septembre) a suivi la même tendance, en enregistrant une progression atone de 5,4 % en g.a. Ce taux marque le taux le plus bas depuis près de deux ans selon les données officielles.

Bien qu'un ralentissement ponctuel puisse être perçu comme une anomalie par les investisseurs, la faiblesse observée au deuxième trimestre laisse entrevoir un ralentissement structurel plus profond. Si les performances du troisième trimestre ne s'améliorent pas de manière significative, la prévision de croissance annuelle de 7,2 % fixée par la RBI pour l'exercice en cours sera révisée à la baisse.

Légère diminution de l'activité manufacturière au mois de novembre

L'activité manufacturière en Inde a légèrement ralenti en novembre. En effet, l'indice des directeurs d'achat (PMI), *HSBC Final India Manufacturing PMI*, compilé par S&P Global, est tombé à 56,5, contre 57,5 en octobre, égalant le niveau de septembre.

L'économiste en chef pour l'Inde de la banque HSBC a nuancé en indiquant que l'indice demeurerait néanmoins toujours fermement en territoire expansionniste. Selon l'expert, la demande extérieure, attestée par des nouvelles commandes à l'exportation lors des quatre derniers mois, a permis de soutenir la croissance du secteur manufacturier indien.

Toutefois, le taux de croissance de la production a ralenti en raison de l'intensification des pressions sur les prix, l'inflation ayant enregistré un taux de 6,2% en octobre 2024. En effet, les prix des intrants pour une variété de biens intermédiaires - y compris les produits chimiques, le coton, le cuir et le caoutchouc - ont augmenté en novembre.

Par ailleurs, le ralentissement de la croissance du PIB enregistré lors du deuxième trimestre de l'exercice budgétaire en cours a été attribué à une croissance plus faible de l'industrie manufacturière et à une contraction de l'industrie minière.

L'effritement des réserves de change indiennes se poursuit en parallèle de la dépréciation de la roupie

Au cours de la semaine se terminant le 15 novembre, les réserves de change de l'Inde ont enregistré une baisse significative de 25 Mds USD, marquant ainsi leur septième semaine consécutive de recul. Ce déclin a ramené les réserves à 657 Mds USD, leur plus bas niveau en quatre mois.

Cette chute dépasse largement le recul de 15 Mds USD enregistré la semaine du 24 octobre 2008, lors de la crise des *subprimes*, qui avait bouleversé les actifs financiers mondiaux et frappé durement les devises des marchés émergents après la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008.

La roupie a atteint un plancher historique de 84,50 contre le dollar américain le 21 novembre dernier, affichant une baisse de 1,5 % depuis le début de l'année. Cette dépréciation s'explique principalement par des sorties de capitaux étrangers des marchés, intensifiées par l'élection de Donald Trump à la Présidence des États-Unis, ainsi que par une aversion accrue au risque liée à l'escalade des tensions géopolitiques, notamment le conflit russo-ukrainien.

Les flux de portefeuille jouant un rôle clé dans les variations des réserves de change, les cessions massives des investisseurs étrangers, entraînant une chute de près de 10 % des principaux indices boursiers indiens en six semaines, ont participé à l'effritement des réserves de change via les interventions de la Banque centrale pour soutenir la devise.

En novembre, les investisseurs étrangers ont vendu pour 4 Mds USD d'actions et d'obligations, après avoir retiré 11,7 Mds USD en octobre, selon les données officielles.

La situation a été aggravée par l'effondrement des actions du groupe Adani, notamment une chute de plus de 20 % pour Adani Enterprises.

Par ailleurs, le précédent record des réserves, atteignant 704,9 Mds USD le 27 septembre dernier, coïncidait avec des sommets historiques des indices Nifty et Sensex, qui intègrent les variations de cours des cinquante plus grandes entreprises indiennes.

Maintien des taux directeurs lors du MPC du 6 décembre

Les appels en faveur d'une baisse des taux d'intérêt se multiplient, et ce, avant même la publication des données du PIB pour le troisième trimestre FY25, qui montrent un ralentissement de la croissance à 5,4 %, bien en dessous du consensus fixé à 6,5 %. La ministre des Finances, Nirmala Sitharaman, ainsi que le ministre du Commerce, Piyush Goyal, ont publiquement exhorté la Banque centrale à adopter une approche plus accommodante lors de la prochaine réunion du comité de politique monétaire, prévue le vendredi 6 décembre.

Cependant, la Reserve Bank of India était trop engagée dans sa campagne de lutte contre l'inflation pour envisager une réduction immédiate des taux directeurs. Certains économistes anticipent une baisse du taux repo de 50 points de base, à 6 %, qui devrait être toutefois différé à février prochain.

Au-delà du niveau des taux, la principale préoccupation réside dans l'accès au crédit. La croissance des prêts bancaires a chuté d'un niveau enregistré de 20 % en novembre dernier à seulement 11,15 % en glissement annuel, la RBI ayant renforcé les normes de prêt pour freiner les pratiques imprudentes, notamment dans le secteur des institutions financières non bancaires (NBFCs), et garantir la stabilité financière. Parmi ces mesures, on note des restrictions sur les prêts non garantis et les prêts adossés à l'or, ainsi que l'imposition de ratios de liquidité plus élevés. Ces contraintes ont obligé les banques et les NBFCs à resserrer considérablement leurs critères d'octroi de crédit. La croissance des dépôts a également diminué, atteignant 11,2 % au 15 novembre 2024, contre 13,6 % un an plus tôt.

Tout en maintenant le *statu quo* sur les taux directeurs, ce qui s'inscrit en conformité avec le consensus de marché, la RBI a décidé d'abaisser le coefficient des réserves obligatoires, de 0,5 % à 4 %, libérant ainsi 1200 Mds INR, ce qui devrait améliorer la liquidité bancaire, qui enregistre depuis plusieurs semaines de fortes tensions, consécutivement aux interventions de la RBI (cf. infra).

Déficit de liquidité dans le système monétaire

Le taux d'appel moyen pondéré (WACR), reflétant le coût d'emprunt à court terme des banques, a atteint 6,68 % mercredi, soit 18 points de base au-dessus du taux repo actuel de 6,50 % fixé par la Banque centrale.

Le WACR tend à augmenter en période de pénurie de liquidités, et reflète une demande forte de liquidité sur le marché interbancaire.

Au 26 novembre, la liquidité nette du système bancaire – mesurée par les injections nettes de fonds de la Reserve Bank of India (RBI) – affichait un déficit de Rs. 36,418.24

crore, soit l'équivalent d'environ 4,4 Mds USD, d'après les données de la Banque centrale.

Une augmentation du WACR alourdit par voie de conséquence les coûts d'emprunt pour les entreprises, en particulier celles recourant à des instruments de dette comme les certificats de dépôt et les billets de trésorerie. Par ailleurs, la croissance du crédit a ralenti en novembre, passant de 20% un an auparavant à 11,5% désormais.

Les rendements des obligations d'État à dix ans sont restés stables, clôturant à 6,84 % mercredi 27 novembre, contre 6,85 % la veille. Au 3 décembre, le taux était à 6,75%.

Ce déficit de liquidité trouve en partie son origine dans le déséquilibre de la balance des paiements au cours du troisième trimestre de l'exercice en cours, lié au creusement du déficit commercial, mais surtout à l'intensification des sorties de capitaux étrangers depuis le mois d'octobre, obligeant la RBI à intervenir sur le marché des changes en vendant des dollars pour soutenir la roupie, réduisant ainsi la liquidité.

Parallèlement, les réserves de change de l'Inde ont chuté de 31 Mds USD entre le 18 octobre et le 15 novembre, atteignant leur niveau le plus bas en quatre mois, à 657,9 Mds USD, selon les données de la RBI. Parallèlement, le déficit commercial de l'Inde s'est creusé pour atteindre un record de 27,1 Mds USD en octobre, contre 20,8 Mds USD en septembre.

Performance décevante des émissions d'obligations vertes souveraines indiennes

Vendredi 27 novembre, la Reserve Bank of India (RBI) a organisé une vente aux enchères d'obligations vertes souveraines d'une valeur équivalente à 600 M USD. De ce montant, seulement 180,5 M USD ont été vendus, à un rendement de 6,79%. Le reliquat a dû être assumé par les négociants principaux - les banques ou les courtiers.

Pour rappel, les obligations vertes sont apparues pour la première fois sur les marchés en 2007, avec une émission de la Banque européenne d'investissement, afin de permettre aux investisseurs de financer des projets respectueux du climat. L'Inde a rejoint le club des obligations vertes bien plus tard, en lançant sa première obligation verte souveraine en janvier 2023 pour un total de 1 Md USD divisé en deux tranches pour une durée de respectivement de cinq et dix ans.

Bien que les obligations vertes semblent incontournables pour l'Inde, compte tenu des besoins en matière de financement vert du pays de l'ordre de 170 Mds USD par an, leur développement demeurent embryonnaires. Par ailleurs, les financements verts représentent approximativement seulement 44 Mds USD par an en Inde.

Pour contrer ce déficit, la Banque centrale a élargi la liste des titres d'État spécifiés dans lesquels les non-résidents peuvent investir dans le cadre de la *Fully Accessible Route* (FAR) en y incluant les *Sovereign Green Bonds* (SGrB) d'une durée de dix ans. Cette décision fait suite à l'inclusion des titres d'État indiens dans l'indice de référence *Emerging Markets Bond Index Global Diversified* (GBI-EM GD) de JP Morgan Chase depuis le 28 juin 2024.

Selon le calendrier indicatif pour l'émission de titres du gouvernement, y compris les obligations vertes souveraines (SGrB), pour la seconde moitié de l'exercice 2024-25 (du

01 octobre 2024 au 31 mars 2025), le gouvernement lèvera un montant proche de 80 Mds USD.

Nouveau scandale Adani : son PDG, Gautam Adani, accusé par la justice américaine de pots-de-vin

Après l'incidence du rapport du *hedge fund* américain Hindenburg, qui mettait en cause la gouvernance du groupe Adani et ses pratiques comptables délictueuses, son PDG, Gautam Adani, l'un des hommes les plus riches d'Inde, fait face à de nouvelles accusations de corruption émises par les procureurs américains.

Il est notamment accusé d'avoir orchestré le versement de pots-de-vin d'environ 265 M USD pour obtenir des contrats d'énergie solaire en Inde. Son neveu, Sagar Adani, ainsi que six autres personnes, sont également impliqués dans l'affaire.

Selon les procureurs, les pots-de-vin auraient été versés à des fonctionnaires dans plusieurs États indiens, notamment l'Andhra Pradesh, l'Odisha, le Tamil Nadu, le Chhattisgarh et le Jammu-et-Cachemire, entre 2021 et 2023. Nonobstant ces accusations, Adani et ses associés sont suspectés de manipulation de documents financiers et d'obstruction à des enquêtes menées par la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'agence de régulation des marchés boursiers américaine. Les contrats ainsi obtenus auraient généré environ 2 Mds USD de profits pour Adani Green Energy, une des entités du conglomérat.

Dans un communiqué officiel, Lisa H. Miller, procureure adjointe des États-Unis, a qualifié ces actions de stratagèmes visant à corrompre des fonctionnaires indiens, à tromper les investisseurs et les banques pour ainsi décupler les lever de fonds.

Ces accusations ont eu des conséquences significatives sur le groupe Adani, qui a vu la capitalisation boursière de ses dix entreprises cotées chuter de plus de 2,60 lakh crore INR (environ 31 Mds USD). Adani Enterprises a enregistré la baisse la plus importante, avec une chute de 23 % en une journée.

Sur le plan international, les répercussions sont également notables. Au Kenya, le président William Ruto a annulé un projet attribuant la gestion de l'aéroport principal du pays au groupe Adani. Il a également mis fin à un contrat de trente ans, d'une valeur de 736 M USD, entre le ministère de l'Énergie kenyan et une filiale d'Adani pour la construction de lignes électriques.

Par ailleurs, TotalEnergies, qui détient 19,75 % d'Adani Green Energy via deux entités, a annoncé qu'elle ne ferait plus d'investissements supplémentaires dans le groupe. Ces entités, TotalEnergies Solar Wind Indian Ocean Ltd (3,55 %) et TotalEnergies Renewables Indian Ocean Ltd (16,20 %), centralisent les participations de TotalEnergies dans les énergies renouvelables en Inde.

Maldives

Signature d'un protocole d'accord visant à promouvoir l'utilisation des monnaies locales pour les transactions bilatérales entre l'Inde et les Maldives

La Maldivian Monetary Authority et la Reserve Bank of India ont signé un protocole d'accord visant à établir un cadre favorisant l'utilisation des monnaies locales – MVR et INR – pour les transactions entre les deux pays.

Moody's maintient la notation des Maldives à Caa2 avec perspective négative

Moody's note des progrès récents en matière d'amélioration de la transparence budgétaire et de lutte contre la corruption. L'agence justifie le maintien de sa notation par l'accord de swap de devises signé avec l'Inde, qui montre que les Maldives bénéficient toujours d'un accès aux financements bilatéraux et par la nouvelle réglementation sur les devises étrangères et les réformes fiscales, qui ont amélioré les perspectives en matière de réserves de change. Dans le même temps, Moody's souligne les risques de liquidité externe persistants et les déficits jumeaux enregistrés par le pays.

Népal

Le Népal a reçu sa première notation souveraine par l'agence de notation Fitch

L'agence Fitch Ratings a attribué une note de crédit souverain BB- avec perspective stable au Népal. Bien que cette notation soit un cran en dessous de celle de l'Inde, elle surpasse celles des autres économies d'Asie du Sud.

Selon Fitch, cette évaluation repose principalement sur le faible niveau d'endettement public du Népal, largement concessionnel, qui s'élève à 44 % du PIB pour l'exercice 2023/24, en deçà de la médiane de 55 % observée parmi les pays classés dans la catégorie BB. Par ailleurs, le secteur bancaire se distingue par une forte liquidité, soutenue par d'importants transferts de fonds en provenance de l'étranger et des taux d'intérêt bas.

Cependant, l'instabilité politique chronique reste un défi majeur pour le pays. Depuis 2014, le Népal a connu huit changements de gouvernement, marqués par des rivalités politiques et des alliances fluctuantes, ce qui entrave l'élaboration de politiques

efficaces et la planification à long terme. Fitch souligne néanmoins que cette instabilité n'a eu qu'un impact limité sur le fonctionnement de la Banque centrale.

Un autre élément semble minimisé par Fitch, la montée des provisions pour créances douteuses qui devrait peser durablement sur la rentabilité du système bancaire et partant sur sa capacité à prêter.

Indicateurs macroéconomiques

À la mi-octobre 2024, l'indice des prix à la consommation (IPC) au Népal a enregistré une hausse en glissement annuel de 4,82 %, marquant un ralentissement par rapport au taux de 7,5 % observé un an plus tôt. Toutefois, des pressions inflationnistes subsistent, principalement accentuées par une augmentation de 7,18 % des prix des denrées alimentaires. Par ailleurs, le Népal subit une inflation importée, en lien avec la progression de l'IPC en Inde, qui a atteint 6,21 % en octobre 2024. Cette tendance laisse entrevoir une possible réaccélération de l'inflation népalaise en novembre.

Sur le plan des équilibres extérieurs, le Népal enregistre une baisse des exportations de biens au cours des trois premiers mois de l'exercice 2024/25 (mi-juillet à mi-octobre), qui ont reculé de 6,1 %. Ce repli s'explique principalement par une diminution des exportations vers l'Inde (-5,3 %), sous l'effet des restrictions commerciales imposées par ce partenaire, et une contraction de 24,6 % des exportations à destination de la Chine, deuxième partenaire commercial du pays. Les importations de biens ont également diminué de 4,2 % sur la période.

En revanche, les transferts de fonds ont poursuivi leur progression, augmentant de 11,5 % pour atteindre 3,04 Mds USD sur les trois premiers mois de l'exercice. Parallèlement, les réserves de change ont enregistré une hausse de 8,7 %, atteignant 16,6 Mds USD, soit l'équivalent de 39,1 % du PIB.

Ralentissement des IDE au Népal

Les investissements directs étrangers (IDE) au Népal ont enregistré une baisse de 4,58 % au cours du premier trimestre de l'exercice budgétaire 2024/25 (mi-juillet à mi-octobre). D'après la Banque centrale népalaise, le stock net d'IDE s'est limité à 36 M USD sur cette période. Cette évolution reflète un niveau structurellement faible des IDE, qui représentaient seulement 0,1 % du PIB au cours de l'exercice 2023/24. En outre, la répartition sectorielle des IDE entrants demeure concentrée, avec 42,9 % dirigés vers la production électrique, 35,9 % vers l'industrie manufacturière, et 18,1 % dans les services financiers et d'assurances. Cette concentration témoigne d'un manque d'opportunités d'investissement diversifiées pour les investisseurs étrangers. En parallèle, le cadre réglementaire restrictif, notamment en matière de rapatriement des dividendes, et les complexités administratives liées à l'enregistrement des sociétés, freinent l'attractivité du pays pour les IDE.

Selon la CNUCED, cette contraction s'explique principalement par l'intensification des tensions géopolitiques. Sur le plan national, les analystes soulignent l'instabilité politique et les lacunes dans la gouvernance des politiques publiques comme des freins majeurs à l'investissement étranger, une analyse corroborée par l'agence de notation Fitch.

Le Népal et la Chine ont signé un cadre de coopération sur les Nouvelles Routes de la Soie

Le Népal et la Chine ont signé cette semaine à Pékin un accord sur le cadre de coopération de la Nouvelle Route de la Soie, "Belt and Road" (BRI), un projet phare de développement et de connectivité mondiale lancé par la Chine en 2013. Bien que le Népal et la Chine aient conclu un accord en 2017, aucun projet n'a encore été mis en œuvre dans ce cadre. Cet accord constitue une étape importante pour le Népal, qui espère bénéficier d'investissements dans les infrastructures et le transport dans le cadre de la BRI, facilitant ainsi son intégration dans les corridors commerciaux régionaux. Par ce partenariat, le Népal vise à améliorer ses connexions économiques avec ses voisins et à attirer des financements pour des projets stratégiques, tout en renforçant son rôle dans le commerce régional. Pour rappel, la Chine est le deuxième partenaire commercial du Népal, représentant 13% de son commerce extérieur, loin derrière l'Inde, qui totalise près de 60%. De son côté, la Chine perçoit cette coopération comme une opportunité d'étendre son influence économique dans la région.

Pakistan

L'arrêt complet de l'économie pour des raisons de sécurité -dans le nord du pays- entre le 23 et le 25 novembre aurait coûté plus de 2 Mds USD

A l'annonce d'une manifestation du PTI -le parti d'opposition dirigé par M. Imran Khan- le 25 novembre, les autorités ont interdit l'utilisation des autoroutes dans les provinces du Pendjab, du Khyber-Pakhtunkhwa et dans la zone spéciale d'Islamabad à partir du 23 novembre, ce qui a rendu impossible tout approvisionnement de marché ou d'usine (les usines ont été fermées dans le nord du pays à partir du 23 novembre). Pendant la même période, le réseau internet a été doté d'une très faible bande passante pénalisant notamment le secteur des services informatiques. Selon le ministère des Finances, pendant la période allant du 23 novembre jusqu'à la matinée du 26 novembre, le Pakistan a subi une perte économique de 2,1 Mds USD. Dans ce contexte la puissante chambre de commerce et d'industrie de Lahore considère « que le confinement a été excessif et qu'en cas de nouvelle manifestation, il conviendrait de trouver un meilleur équilibre dans la gouvernance entre le souci sécuritaire et la nécessité économique ».

Baisse de l'inflation mais maintien des pressions inflationnistes sous-jacentes

L'indice des prix à la consommation (IPC) pour le mois de novembre s'établit à 4,9% en g.a. atteignant son plus bas niveau depuis six ans. L'IPC moyen au cours des cinq premiers mois (juillet-novembre) de l'exercice est à 7,9 %. Dans ce contexte, le ministère des Finances revoit ses prévisions d'inflation pour l'année budgétaire de 12 % -prévues au moment du vote de la loi de finances en juin 2024- à une fourchette située entre 5,8 % et 6,8 %. La Banque centrale (State Bank of Pakistan-SBP) s'attend quant à elle à une inflation située autour de 5 %. L'inflation sous-jacente calculée après exclusion des produits énergétiques et alimentaires affiche une tendance en demi-teinte, s'accroissant à 8,9 % dans les villes mais ralentissant pour atteindre 10,9 % dans les zones rurales.

Baisse des taux d'intérêt réels

La baisse de l'inflation a entraîné la baisse des taux d'intérêt réels à 10,1 % (le taux directeur s'établissant à 15%), ce qui pourrait donner à la SBP la marge de manœuvre suffisante pour introduire une nouvelle réduction du taux directeur lors de la prochaine réunion du Comité de politique monétaire du 16 décembre 2024.

Vente avant échéance des bons du Trésor sur le marché secondaire depuis novembre

Les ventes anticipées de bons du Trésor (T-Bills), qui sont libellés en monnaie locale, ont atteint 46 M USD lors de la première semaine de novembre (pour des achats à hauteur de 10,5 M USD). La deuxième semaine de novembre, les ventes anticipées de T-Bills s'établissaient à 48 M USD (dont 41 M USD par des fonds britanniques et 5 M USD par des fonds émiratis) pour des achats à hauteur de 9,5 M USD. Entre le 15 et le 22 novembre 2024, les ventes anticipées de T-Bills s'établissaient à 38 M USD pour 10 M USD d'achats par les banques pakistanaises. On notera que c'est la première fois que la SBP communique sur la prédominance des acteurs étrangers par rapport aux banques pakistanaises sur ce marché. Au niveau conjoncturel, le désinvestissement net du marché obligataire reflète la baisse des rendements des bons du Trésor, le rendement à trois mois ayant chuté à 12,9974 % lors de l'émission de bons du Trésor du 27 novembre, son niveau plancher depuis avril 2022. Sur le fond, il semble que les acteurs financiers mettent en doute la capacité du Pakistan à améliorer sa situation en termes de liquidités financières (les IDE entrants ne pourront pas compenser l'abondement des réserves de change par les IFIs actuellement très dynamiques) et à ce que la roupie pakistanaise reste à son niveau actuel (278 PKR en moyenne pour 1 USD depuis un an).

Débat autour des effets macroéconomiques d'une sous-évaluation de la roupie pakistanaise (PKR) imposée par le FMI

La presse évoque cette semaine une discussion autour de la sous-évaluation de la PKR à partir d'une « note d'alerte économique » rédigée par M. Ashfaq Tola (actuellement à la tête d'un cabinet d'experts comptables), l'un des secrétaires d'Etat aux Finances de 2022 à février 2023 et ancien président de la « Commission des réformes et de la

mobilisation des recettes ». M. Ashfaq Tola considère que le cours de la PKR n'est pas le résultat des fondamentaux de marché mais qu'elle est sous-évaluée d'au moins $\frac{1}{4}$ de sa valeur (le taux de marché devrait donc être de 211,5 PKR pour un dollar plutôt que 278 PKR). M. Dar, vice Premier ministre et ancien ministre des Finances considère que le taux de change effectif réel de la PKR (valeur de la PKR corrigée d'un différentiel d'inflation avec les monnaies des autres pays) devrait s'établir entre 235 et 240 PKR pour 1 USD. Pour M. Ashfaq Tola, la SBP a acheté 6 Mds USD sur le marché international et 722 M USD sur le marché domestique au cours de l'année budgétaire 2024. Selon l'ancien secrétaire d'Etat, si la PKR avait été négociée à son taux de change effectif réel, au lieu d'être à 8,7% en moyenne sur les quatre premiers mois de l'année 2025, l'inflation sur cette période se serait établie à 4,67%, le taux directeur de la SBP aurait été à 2% (et non à 15%) et le remboursement annuel de la dette intérieure aurait pu entraîner des économies de 6,4 Mds PKR.

Critères de performance du FMI avec lesquels le gouvernement doit se mettre en conformité

Il ressort d'une présentation par des hauts-fonctionnaires du ministère des Finances à la Commission des Finances de l'Assemblée nationale que le Pakistan doit améliorer les critères quantitatifs de performance du programme du Fonds monétaire international (FMI) d'ici la première revue du programme de l'EFF : (i) le plafond des recettes fiscales nettes perçues par le FBR (agence autonome de perception des impôts) ; (ii) l'adhésion effective des provinces au « National Fiscal Pact » (seul le Pendjab s'est doté d'une loi permettant de percevoir un impôt sur le revenu agricole) ; (iii) le plafond des dépenses budgétaires des administrations publiques en matière de santé et d'éducation n'est pas atteint (du fait du lien existant dans la loi de Finances de l'année 2025 entre les revenus provinciaux et les dépenses dans ces domaines) ; (iv) amélioration des délais de paiements auprès des banques locales des titres de créance domestiques en monnaie locale ; l'extinction progressive d'une double programmation budgétaire (la loi de Finances est votée en parallèle avec un programme de développement du secteur public) ; (v) question de la maturité de la dette (le Pakistan doit en effet rembourser 100 Mds USD entre l'année budgétaire 2025 et 2029).

Le gouvernement a annoncé qu'il allait supprimer le programme de développement du secteur public (PSDP)

Le gouvernement a annoncé tout d'abord qu'il allait réduire progressivement le Programme de développement du secteur public (PSDP) à partir de l'année budgétaire 2026. Le PSDP était jusqu'à présent voté en juin, en parallèle avec le budget de l'Etat. Il entend se mettre en conformité avec les exigences du FMI et assurer l'achèvement en temps voulu des projets prioritaires. Un examen de tous les projets approuvés sur le plan technique sera axé sur la réduction du portefeuille de développement de 9 Mds PKR et l'établissement des priorités pour accélérer l'achèvement des projets.

Critères pour le maintien du GSP+ : annonce d'adhésion à la convention de l'OIT relative au travail forcé

Le cabinet du Premier ministre a approuvé la ratification du Protocole à la Convention sur le travail forcé de 1930. Le cabinet indique que le ministère des Pakistanais de l'étranger et du développement des ressources humaines (PPRH) sera responsable de la préparation de cette loi ainsi que de la loi sur l'autonomie du financement de la sécurité sociale (le FMI insiste pour que le gouvernement commence cette réforme). Ce ministère devient l'interlocuteur direct des organisations internationales sur ce sujet. La presse indique qu'un progrès rapide est nécessaire dans le cadre des dialogues commerciaux avec l'UE (maintien du GSP+) et avec le Royaume-Uni (mise en place d'un GSP).

Etude de PwC : la cybercriminalité est une préoccupation majeure des banquiers pakistanais

PwC Pakistan a interrogé les trente principaux banquiers du pays sur leurs préoccupations majeures. L'enquête du PwC révèle que pour 90 % des Présidents de banques pakistanaises, la cybercriminalité est le défi le plus important auxquels ils sont confrontés. La fraude est mentionnée par 70% des Présidents de banques comme la deuxième préoccupation de sécurité et le financement du terrorisme est considéré par 60% des dirigeants de banques comme la troisième préoccupation. Pour relever ces défis et atténuer les niveaux élevés de risque de criminalité financière, les responsables de la sécurité et de la conformité des banques interrogées estiment que les banques pakistanaises ne sont pas performantes en matière de lutte contre les technologies utilisées par le cybercrime, ce qui rend incontournables des investissements adaptés au cours des douze prochains mois. Cette étude vient à point nommé alors qu'un projet de loi concernant la cybercriminalité va être prochainement présenté à l'Assemblée nationale.

Les plus grandes entreprises pakistanaises préfèrent thésauriser plutôt qu'investir

Selon la State Bank of Pakistan (SBP), 327 comptes bancaires d'entreprises sont dotés d'un montant d'au moins 18 M USD (75% des comptes appartenant à des sociétés publiques non-financières). Selon la SBP, cette situation est liée à des reports d'investissements de la part des entreprises. Selon le Business Recorder, cette trop grande thésaurisation bancaire par les entreprises s'explique par le nouveau contexte légal décidé en juin dernier qui exonère les gros déposants d'un impôt à hauteur de 5% des profits de leurs épargne bancaire (cet impôt avait existé de 2013 à juin 2024).

Une société chinoise victime d'importations illégales

La société chinoise Century Steels Mills a envoyé un courrier au Premier ministre pour se plaindre des privilèges de franchise de droits d'importations concernant des produits métalliques dont bénéficient les ex-territoires tribaux (« FATA ») - qui font officiellement partie de la province du Khyber Pakhtunkhwa depuis 2018 – mais continuent à bénéficier de privilèges fiscaux liés à leur ancienne qualité de territoire

spécial. Century Steels Mills, dont l'usine est située à l'extérieur des FATA indique que du fait que les produits métalliques importés par les FATA sont distribués vers le reste du Pakistan (en contravention avec le principe de la franchise de taxe liée aux seuls consommateurs locaux), elle a perdu pour une valeur de 7,5 M USD en produits métalliques. De ce fait, elle voudrait obtenir un dédommagement de la zone économique spéciale (ZES) de Rashakai (une ZES dont le capital est détenu en partie par la province du Khyber Pakhtunkhwa). Le groupe de travail qui s'est constitué pour régler cet irritant sino-pakistanaï indique qu'il sera difficile à la société métallurgique chinoise d'obtenir gain de cause du fait de la réticence d'une autre société chinoise - la China Road & Bridge Corporation- qui est le premier actionnaire de la ZES.

Sri Lanka

Confirmation de l'accord au niveau des services avec le FMI dans le cadre de la 3^{ème} revue du programme en cours

La mission qui vient de se terminer (cf. Brèves de la semaine 47) présentera son rapport au Conseil d'administration du FMI pour examen et décision en janvier ou plus probablement février prochain. S'il est approuvé, le Sri Lanka aura accès à un financement d'environ 333 M USD. L'accord est subordonné à la mise en œuvre par les autorités sri lankaises d'actions préalables, y compris la présentation d'un budget 2025 conforme aux objectifs du programme, la confirmation des contributions de financement par les autres partenaires multilatéraux et les progrès dans la restructuration de la dette.

Amélioration de l'exécution budgétaire sur les neuf premiers mois de 2024

Les recettes ont progressé de 38% par rapport à la même période de 2023 (grâce notamment à la hausse de la TVA intervenue au 1^{er} janvier 2024) alors que la progression des dépenses restait contenue à 4% (4% pour les dépenses courantes, qui représentent 90% du total et 14% pour les dépenses en capital). Le déficit général a baissé de 40% entre les neuf premiers mois de 2023 et 2024 ; il est financé à hauteur de 83% par des ressources internes, et s'établit à 3,1% du PIB, à comparer à 5,8% au cours des neuf premiers mois de 2023.

Assouplissement monétaire limité

La Banque centrale (CBSL) a décidé de mettre en œuvre un taux directeur unique (*Overnight Policy Rate* - OPR) en remplacement des deux taux qu'elle utilisait jusqu'à présent (*Standing Deposit Facility Rate* – SDFR – et *Standing Lending Facility Rate* - SLFR). Cette décision, qui était recommandée par le FMI, doit permettre d'améliorer la lisibilité et l'efficacité de la politique monétaire du pays. L'OPR a été fixé à 8% à compter du 27 novembre, ce qui équivaut à une réduction effective du taux directeur d'environ 50 pdb par rapport au niveau actuel de l'Average Weighted Call Money Rate

(AWCMR), qui continue à servir de base dans le cadre du régime flexible de cibles d'inflation (FIT).

Le budget 2025 ne sera adopté que fin mars 2025

Il sera présenté au Parlement en première lecture le 9 janvier, en deuxième lecture le 17 février et sera débattu en troisième et dernière lecture du 27 février au 21 mars. En attendant son adoption, le gouvernement fonctionnera par « Vote on Accounts », c'est-à-dire par autorisations temporaires du Parlement pour engager des dépenses.

La restructuration de la dette extérieure privée officiellement lancée

Les détenteurs d'obligations souveraines (ISB) ont jusqu'au 12 décembre pour échanger leurs titres (12,55 Mds USD environ) contre de nouveaux instruments (cf. Brèves de la semaine 39 pour les caractéristiques de l'accord). Les principes de l'accord avaient été acceptés par une majorité des créanciers en septembre dernier. Le Local Consortium of Sri Lanka (LCSL), composé de onze banques et institutions financières sri lankaises et qui détient environ 12% des ISB en circulation, a d'ores et déjà indiqué qu'il procéderait à cet échange. Il en va de même pour l'*Ad Hoc Group* (AHG) qui détient environ 40% des titres de dette. Selon Moody's, le poids de la dette dans le PIB devrait tomber à 95% fin 2024, après la restructuration et à moins de 90 % d'ici deux à trois ans, à comparer à un pic de 114% à la fin de l'année 2022.

La confiance des consommateurs au plus haut depuis 2022

L'Institute for Health Policy (IHP) vient de publier l'indice de confiance des consommateurs d'octobre 2024 calculé à partir de son enquête Sri Lanka Opinion Tracker Survey. Il atteint son niveau le plus haut depuis le début de son suivi en 2022, avec une progression de 8 points par rapport au mois précédent pour atteindre 40. Son augmentation s'explique par une meilleure perception des finances personnelles et de la situation financière du pays à court et à long terme par les sondés.

Notation des obligations souveraines à long terme par les principales agences et notes-pays Coface

	Moody's		Standard & Poor's		Fitch		Coface	
	Note-pays	Perspective	Note	Perspective	Note	Perspective	Risque-pays	Climat des affaires
Inde	Baa3	Stable	BBB-	Positive	BBB-	Stable	C	A4
Bangladesh	B1	Stable	BB-	Négative	BB+	Négative	C	C
Pakistan	Caa3	Stable	CCC+	Stable	CCC+	Négative	D	C
Sri Lanka	Ca	Stable	SD	Négative	CCC-	-	D	B
Népal	-	-	-	-	BB-	Stable	C	B
Maldives	Caa1	Stable	-	-	B-	Stable	C	C

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 régional de New Delhi

david.karmouni@dgtresor.gouv.fr

Rédaction : SER de New Delhi, SE d'Islamabad, SE de Colombo, SE de Dhaka, et Antenne de Bombay

Abonnez-vous : david.karmouni@dgtresor.gouv.fr