



**MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA RELANCE**

Liberté
Égalité
Fraternité

Direction générale du Trésor



LA LETTRE TRIMESTRIELLE D'ASIE DU SUD

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE REGIONAL

DE NEW DELHI

N°1 – Décembre 2021 – Février 2022

Edito

Dans le contexte incertain qui prévaut aujourd'hui, Il nous semble nécessaire, au sein du réseau des services économiques de l'Asie du Sud, d'apporter un éclairage sur les grandes tendances structurant l'économie dans la zone. C'est pourquoi, le réseau des services économiques d'Asie du sud publiera désormais une lettre trimestrielle régionale dans un format nouveau, consacré au traitement d'une problématique commune à l'ensemble de la région.

Cette livraison de l'hiver 2022 en constitue le premier numéro, consacré à la situation macro-économique et financière des pays de la région en sortie de crise liée à la pandémie. Malgré leur hétérogénéité, d'autant plus prononcée que le poids économique de l'Inde dans ce groupe de pays a pu contribuer au faible degré d'intégration économique de la région, contrairement à l'ASEAN voisine, les pays de la zone ont tenté d'apporter des réponses similaires, sinon concertées, au choc exogène représenté par l'épidémie de Covid.

Ces réponses ont été essentiellement d'ordre budgétaire, les gouvernements cherchant à accommoder le choc en menant une politique de soutien économique active, faute de stabilisateurs automatiques suffisants d'une part et parce que l'ampleur du choc appelait une réponse calibrée d'autre part. Les politiques monétaires n'ont pas été en reste, visant, grâce à des injections de liquidité massives, à permettre aux banques d'absorber le surcroît de titres publics nécessaires au financement des plans de relance budgétaire. En outre, les banques centrales de la région ont piloté à la baisse les taux d'intérêt directeurs, de manière à inciter les banques à continuer de prêter à des conditions de financement favorables. Enfin, des moratoires sur les dettes ont été prononcés, de manière que le recours au crédit puisse se poursuivre.

Malgré l'ampleur de ces mesures, qui ont pu d'ailleurs revêtir des formes exceptionnelles dans le cas de l'Inde, avec des achats de titres publics par la Banque centrale dans le cadre d'un programme de *Quantitative Easing* (G-SAP), le bilan que l'on peut en dresser à la lumière de la reprise enregistrée, paraît en demi-teinte. Certes, ces mesures ont permis de pallier le risque d'un coup d'arrêt brutal à la croissance, mais au prix d'un endettement souverain en forte hausse et d'une inflation élevée. Dans la zone, il n'y a guère que le Bangladesh qui dispose encore de marges de manœuvre budgétaires, à condition toutefois de faire abstraction de la montée en régime des créances douteuses dans les bilans bancaires, actuellement sous-évaluées et de la nécessité d'une recapitalisation de certaines banques publiques. Dans la plupart des cas, les pays enregistrent en outre des déficits courants structurels, faute d'une épargne suffisante pour financer leur développement, que les déficits budgétaires auront pour effet d'aggraver (Népal, Bhoutan, Pakistan, Sri Lanka, Maldives). Enfin, le choc exogène résultant de la pandémie aura exercé des effets durables sur l'ensemble de la zone, en détruisant du capital humain et en affectant le potentiel de production, sans que ces éléments soient totalement appréhendés dans les comptes nationaux, en raison du degré élevé d'informalité. Pour autant, malgré la relance budgétaire, les populations les plus vulnérables n'auront guère bénéficié de *social safety nets*

permettant à la consommation des ménages de retrouver son niveau d'avant-crise. C'est le cas dans l'ensemble de la région, à l'exception du Bangladesh, une fois encore. Les défis à relever paraissent d'ampleur et devront intégrer les implications à venir du resserrement monétaire de la FED.

Benoit GAUTHIER
Chef du service économique régional de New Delhi

TABLE DES MATIERES

Situation des pays de la zone Asie du sud fin 2021 et perspectives

Inde.....	3
Bangladesh.....	7
Pakistan.....	13
Sri Lanka	17
Népal.....	21
Afghanistan	25
Bhoutan	28
Maldives.....	32
Indicateurs régionaux.....	36

Inde

Malgré le rebond enregistré au premier semestre de l'exercice fiscal 2021/2022, qui a permis à l'économie indienne de retrouver son niveau de PIB préexistant à la pandémie, les indicateurs publiés au troisième trimestre reflètent de nouveau un infléchissement de la conjoncture. Avec la dissipation des effets de base favorables, à l'origine d'un taux de croissance de l'ordre de 14% au premier semestre, le PIB en volume devrait enregistrer une progression de quelque 6% au second semestre. Ce fléchissement explique que la croissance annuelle ait été révisée en baisse sur l'exercice fiscal, tant par le gouvernement qui a ramené ses prévisions de 9,5% à 9,2% que par le FMI, qui les a réduites de 9,5 à 9,0%. Dans ce contexte, la politique budgétaire continue de reposer sur un plan de relance par les investissements d'infrastructure, et la politique monétaire poursuit son orientation accommodante, alors que la hausse des cours des matières premières, les tensions inflationnistes endogènes à l'économie indienne et les répercussions du resserrement de la politique monétaire américaine sur le risque du monde auraient probablement justifié une inflexion de celle-ci.

Le redressement du PIB masque de fortes disparités et les difficultés du secteur informel

Après une forte contraction de l'économie indienne sur l'exercice 2020/2021 (-7,3%, révisée à -6,6% fin janvier 2022), le PIB a fortement rebondi au premier semestre 2021/2022, de -15,9% à +13,7% d'un semestre à l'autre. Pour autant, ce rebond s'explique par un effet de base très favorable, à l'origine d'une forte croissance de 20% au T1 2021/22, puis à 8,4% au T2 2021/22, l'effet de base nettement moins important au T2 2020/21 qu'au T1 (-7,4% contre -24,4%) étant appelé à se dissiper au second semestre.

Si l'on s'en tient aux évolutions nominales, le PIB au T2 2021/22 retrouve son niveau préexistant à la pandémie fin mars 2020, ce qui implique une croissance nulle pendant dix-huit mois ainsi qu'un affaiblissement de la croissance potentielle à quelque 5,5%-6%, résultant notamment de la destruction de capital physique et humain pendant les deux vagues de pandémies et les séquelles qui en ont découlé.

Au cours du premier semestre, les secteurs de l'industrie, de l'agriculture et des services ont enregistré une croissance soutenue, grâce à des effets de rattrapage. L'industrie s'inscrit ainsi à 105% de son niveau constaté au moment de la pandémie, l'agriculture à 108%. En revanche, le PIB des services reste inférieur de 2,5% à leur niveau de pré-pandémie, notamment les activités de services à la personne (commerce, hôtellerie, transports), qui s'inscrivent à 91%.

Dans l'optique de la demande, l'un des principaux moteurs de la croissance, la consommation privée, 54,5% du PIB, a certes retrouvé son niveau de pré-pandémie en septembre 2021, après une contraction de 11,2% en g.a. un an plus tôt, même si une analyse approfondie permet de faire état d'une consommation duale, isolant les ménages riches consommateurs de biens durables importés, des autres ménages, qui consommaient à crédit avant la pandémie et dont le niveau actuel de consommation n'a pas retrouvé celui d'avant-crise. L'investissement en capital fixe retrouve son niveau de mars 2020, à la faveur du lancement d'un plan de relance par les infrastructures au début de l'exercice fiscal 2021/2022.

Ainsi, il convient d'intégrer la dualité de la reprise en cours, qui bénéficie essentiellement au secteur formel, nettement moins au secteur informel, pénalisé par les destructions d'emplois et l'absence de filets de sécurité sociale. En outre, la consommation des ménages bute sur des éléments structurels tels

que les faibles créations d'emplois formels (2-3 millions par an, alors que le marché du travail doit absorber une dizaine de millions de nouveaux entrants chaque année), une substitution capital-travail liée à l'automatisation et un partage de la valeur ajoutée défavorable aux salaires, notamment dans les entreprises petites et moyennes. Dès avant la pandémie, les ménages devaient prélever sur leur épargne ou recourir au crédit pour financer leur consommation, ce qui explique l'atonie de celle-ci.

Il n'est donc guère surprenant que les indicateurs de production industrielle reflètent un essoufflement de celle-ci, l'indice de production industrielle ayant crû de 0,4% en glissement annuel, soit la plus faible croissance depuis dix mois. Les secteurs les plus intensifs en facteur travail (industries légères dans le secteur des biens de consommation courante) s'inscrivaient ainsi 5,5 points de pourcentage en-deçà de leur niveau de pré-pandémie.

Le gouvernement a donc cherché à insuffler une nouvelle dynamique de croissance.

Une politique économique au service d'une relance par les infrastructures

Tout en faisant le constat de la poursuite d'une politique contra-cyclique rendue nécessaire par l'affaiblissement des moteurs de la croissance, le budget 2022/2023 a dû intégrer la contrainte imposée par une dette publique proche de 90% du PIB et d'une charge d'intérêt constituant le principal poste de dépenses et s'élevant à 3,6% du PIB. Les dépenses de fonctionnement ont ainsi fait les frais de l'ajustement budgétaire, en revenant de 84% des dépenses totales en 2021/2022 à 81% de celles-ci en 2022/2023 et en étant redéployées vers les dépenses d'investissement, qui représenteront 3% du PIB, un plus haut depuis deux décennies. Les dépenses d'investissement passent ainsi de 5500 à 7500 Mds INR (+35%). Le programme table sur un effet d'entraînement de l'investissement privé, qui contribue à l'essentiel de la FBCF, l'investissement public n'en représentant que 12%.

Les principaux bénéficiaires civils de ce programme de relance par les investissements d'infrastructure sont les télécoms (+500 mds INR), les chemins de fer (+300 Mds) et les routes (+1000 Mds INR), outre la défense (+200 Mds INR), soit pour l'ensemble un effort de l'ordre de 27 Mds USD, soit 1% du PIB.

La réussite du plan de relance reposera en grande partie sur la confiance des marchés financiers dans la croissance indienne, 200 Mds USD de titres du Trésor devant être émis en 2022/2023 pour assurer le refinancement de l'Etat central, dans le contexte nouveau de l'interruption du programme d'achat de titres d'Etat (G-SAP) depuis octobre par la RBI, qui est même devenue vendeuse nette de titres au dernier trimestre, pour absorber les excès de liquidité induits par une politique monétaire très accommodante jusqu'à cette date. L'inclusion indicelle des titres d'Etat indiens dans les grands indices obligataires internationaux, qui devait entraîner un flux d'achats de titres par les non-résidents de l'ordre de 10 Mds USD par mois, a été reportée *sine die*, alors que le marché l'anticipait. Conséquence immédiate, les taux à 10 ans se sont tendus de 20 points de base entre mardi 1^{er} et vendredi 4 février, de 6,7% à 6,9%. Le marché s'attend à la poursuite de la dérive des rendements à 7,50% au cours des six prochains mois.

De ce fait, malgré des tensions inflationnistes élevées, imputables à des effets conjoncturels mais également à des facteurs endogènes, comme le signale une inflation sous-jacente de l'ordre de 6%, la Banque centrale a été contrainte de maintenir un biais accommodant de politique monétaire lors du dernier Conseil de Politique Monétaire, le 10 février, alors que le marché prévoyait le retour à une orientation neutre et à un relèvement du taux des prises en pensions, maintenu à un niveau plancher de 3,35% depuis mai 2020. En effet, alors que la politique de gestion de la liquidité visait à apurer les excédents induits par une politique monétaire très accommodante au cours des deux dernières années, la RBI devra s'efforcer d'assurer une bonne absorption par le marché obligataire des titres émis pour financer le plan de relance par les infrastructures, à un moment où les banques, dont l'offre de crédit

progressent nettement plus vite que l'année dernière, seront probablement moins enclines que par le passé à investir en titres obligataires d'Etat.

Vers un nouveau cycle du crédit, alors que des incertitudes pèsent sur la Bourse

Les injections de liquidité de la Banque centrale et des taux d'intérêt faibles ont été le principal facteur de soutien des marchés boursiers indiens l'an dernier ; l'indice phare Sensex du BSE a ainsi progressé de 21% en 2021 et de plus de 90% par rapport au point bas de 29900 points, touché lors de la première vague de Covid le 20 mars 2020. Cette dynamique favorable a contribué à alimenter une vague d'introductions en bourse sans précédent, 63 entreprises ayant réussi à lever 1200 Mds INR (15 Mds USD), contre 9 Mds USD en 2020 ; la perspective d'un resserrement plus rapide que prévu des politiques monétaires, notamment américaine face à la recrudescence du risque inflationniste et les tensions concomitantes observées sur les taux à long terme ont toutefois entraîné une correction boursière de 10% par rapport aux records d'octobre, sans mettre un terme au mouvement d'introductions en bourse, qui ont été particulièrement nourries en décembre 2021, avec onze IPO. En outre, le resserrement attendu de la politique monétaire américaine a induit les non-résidents à prendre leurs bénéfices sur un marché boursier dont les valorisations, à l'instar d'autres places financières, apparaissent un peu décorrélées des perspectives de bénéfices.

Le canal du crédit, qui avait pâti de l'accumulation des créances douteuses par le secteur bancaire public bien avant la pandémie et de la nécessité d'une recapitalisation de ce dernier, est demeuré médiocrement orienté jusqu'en septembre 2021, les banques préférant notamment stocker leur excédent de liquidité sur leur compte auprès de la Banque centrale. Cet excédent atteindrait quelque 100 Mds USD, soit 5% du PIB et est assorti d'un coût d'opportunité, dans la mesure où il est rémunéré à 4%, alors que le coût des dépôts est estimé à 5%. Ces encaisses inutilisées pourraient être activées dans le sillage de l'accélération récente du crédit, à près de 9% en glissement annuel en janvier, soit deux fois plus qu'il y a un an, dans la mesure où les banques apparaissent bien capitalisées, ont enregistré une baisse de leurs taux de créances douteuses et où le dernier cycle du crédit aux entreprises remonte à 2015.

Cette dynamique attendue du crédit aux entreprises industrielles, atone entre 2015 et aujourd'hui, demeure subordonnée à la réussite du plan de relance par les investissements en infrastructure et aux effets d'entraînement attendus sur la FBCF privée, dans un contexte où la hausse des taux à long terme est susceptible d'affecter la rentabilité de l'investissement.

Quels facteurs de risque pour la croissance indienne en 2022

Les risques endogènes tiennent tout d'abord à la faiblesse des mesures de soutien à la consommation et au succès du plan de relance par les infrastructures, même si sur le plan théorique, le multiplicateur d'investissement paraît plus élevé que celui qui aurait résulté d'un plan de relance par la consommation. Pour autant, le plan de relance souffre d'une insuffisance de ressources budgétaires dévolues aux programmes sociaux, dont l'enveloppe aurait pu être augmentée pour soutenir la consommation, compte tenu des séquelles socio-économiques induites par le Covid, notamment de l'affaiblissement de l'épargne de précaution observée chez les ménages les plus démunis.

La réussite du plan est subordonnée en outre au bon degré d'absorption des projets, à l'engagement des Etats fédérés, qui joueront un rôle essentiel dans la mobilisation des financements, et à l'importance des effets d'entraînement sur le secteur privé, qui dépendra de l'intérêt des entreprises privées à soumissionner, dans un contexte où les financements publics risquent d'induire des effets

d'éviction se traduisant par une forte hausse des taux d'intérêt à long terme. Une autre réserve quant aux effets d'entraînement tient aux incertitudes quant à l'incidence sur l'emploi direct de l'investissement public dans des infrastructures traditionnelles, qui pourrait être beaucoup plus limitée que prévu.

Le deuxième risque porte sur les tensions inflationnistes, résultant tant de la rigidité des prix en Inde, malgré la persistance d'un *output gap* négatif, que de facteurs exogènes tels que les cours du pétrole et les prix des matières premières, qui sont susceptibles de s'inscrire durablement à des niveaux élevés. Pour rappel, tant la RBI que le ministère des finances, qui a bâti ses prévisions macroéconomiques autour de cours du pétrole beaucoup plus faibles que les niveaux actuels, semblent minorer le risque inflationniste et celui d'effets de second tour induits par l'écart élevé entre les prix de gros et les prix de détail, susceptible de se réduire au fur et à mesure que l'écart de production négatif se réduira. Il convient toutefois de rappeler que la hausse des prix de gros sera répercutée sur les prix de détail dans la mesure où les producteurs souhaiteront restaurer leurs marges et qu'ils seront d'autant mieux à même de le faire que la demande rebondira.

Le troisième risque, exogène mais indirectement lié au risque inflationniste d'origine externe, est induit par les répercussions du resserrement de la politique monétaire américaine sur les marchés émergents et en particulier sur l'Inde. A court terme, il conviendra de surveiller l'évolution du compte courant indien, qui s'est notablement dégradé au fur et à mesure de la reprise économique et de la hausse des cours des matières premières. Si l'Inde peut tabler sur des entrées de capitaux au titre des investissements directs, en revanche, la difficile négociation entre les fournisseurs d'indices obligataires et le ministère des finances sur le régime de taxation des plus-values sur titres a reporté dans le temps une inclusion indicielle qui avait été intégrée par les marchés financiers, d'où les tensions sur les taux à long terme indiens. Il est probable également que ce report *sine die* est imputable à la volonté indienne de continuer de mener une politique monétaire autonome. Toutefois, la roupie devrait faire partiellement les frais de cette décision, dans un contexte où le déficit courant pourrait être de l'ordre de 2-3% à la fin de l'exercice fiscal 2022-2023, contre -1,7% au T3 2021.

Commentaires

S'agissant de l'exercice fiscal 2022/2023, la réalisation des prévisions de croissance du gouvernement, telles qu'effectuées dans le cadre de l'*Economic Survey*, comprises entre 8,0% et 8,5%, sera tributaire de l'efficacité du plan de relance par les infrastructures et des créations d'emplois induites par les effets d'entraînement sur les investissements privés. Cependant, le budget traite peu les aspects liés à la nécessité d'un renforcement des mesures de soutien à caractère social (*social safety nets*), bien que le secteur informel, qui constitue une part prépondérante des agents économiques, ménages et entreprises, ait particulièrement pâti des conséquences du Covid. Enfin, malgré l'existence de réserves de change élevées, la Banque centrale devra composer avec les probables répercussions du resserrement monétaire, notamment aux Etats-Unis, plus rapide que prévu, sur les flux de portefeuille des non-résidents, dans un contexte où le déficit courant augmentera.



Bangladesh

L'économie bangladaise s'est à nouveau montrée particulièrement résiliente et enregistre sur l'exercice clos le 30 juin dernier une croissance de 5,43% contre 3,45% en 2019/20. En 2020/21, la crise n'a pas provoqué de choc majeur sur l'économie bangladaise qui a rapidement retrouvé son niveau de prépandémie, à la faveur d'une politique budgétaire active et d'une politique monétaire accommodante. Cependant la volatilité de la monnaie qui se poursuit en 2021/22 a conduit la Banque centrale à intervenir sur le marché des changes, compte tenu de sa politique monétaire accommodante qui n'apparaît en plus en phase avec la hausse des taux mondiaux et l'évolution de l'inflation. Les perspectives pour 2022 sont encourageantes, avec une croissance attendue de 7%, même si le système financier reste fragilisé par un niveau élevé de créances douteuses, logées pour l'essentiel dans les banques publiques.

L'économie la plus résiliente d'Asie du sud face à la pandémie

La pandémie n'a fait que ralentir un rythme de croissance très rapide qui a repris dès 2020/21

Après une décennie de croissance au-delà des 6% annuels, la pandémie de Covid-19 a conduit au tarissement des exportations, à l'arrêt de nombreuses activités et provoqué un ralentissement de la croissance du PIB à 3,5% en 2019/20. Cependant l'économie a rapidement retrouvé son niveau de prépandémie dans l'ensemble des secteurs. Sur l'exercice budgétaire 2020/21, clos le 30 juin 2021, le PIB s'élève à 34 840 Mds BDT soit 411 Mds USD. Les exportations augmentent de 12% après une contraction de 17% en 2019/20 et les importations de 11% après une contraction de 8,6%. La reprise a également été étayée par une consommation privée robuste, renforcée par les importants transferts des travailleurs expatriés en hausse de 35% en 2020/21, représentant 6,1% du PIB.

Les autorités ont été réactives face à la crise, le gouvernement bangladais ayant classiquement fait le choix d'une politique budgétaire expansionniste avec un programme de relance estimé à 6% du PIB, en soutien aux secteurs les plus affectés : santé, agriculture, protection sociale et alimentation. En parallèle, la Banque centrale a poursuivi une politique monétaire accommodante en abaissant ses taux directeurs *repo* et *reverse repo* de 6% à 4,75% et de 4,75% à 4% respectivement, tout en réduisant de 150 points de base le taux des réserves obligatoires en le ramenant à 4%. A l'instar d'autres banques centrales de la région, la banque centrale a injecté des liquidités pour faciliter le programme d'absorption des titres publics émis par l'Etat pour financer le programme de relance.

2020/21 : Indicateurs macroéconomiques rassurants, malgré une hausse de l'endettement

La pandémie a certes ralenti la progression de l'économie bangladaise mais n'en a pas pour autant fragilisé les fondements et la plupart des indicateurs macroéconomiques demeurent stables.

L'inflation se maintient à 5,6% contre 5,7% en 2019/20 et 5,5% en 2018/19. L'investissement ne s'infléchit guère pour atteindre 30,7% du PIB (investissement privé à 23,8% du PIB et publics à 7%) contre 31,3% en 2019/20 et 32,2% en 2018/19, en partie grâce à l'augmentation des dépenses publiques de 13,15%, en 2020/21. Par ailleurs, la hausse des dépenses, conforme au projet de loi de finances, conjuguée à des recettes réévaluées à la hausse de +23,6% (contre une prévision de 11%), conduit à un déficit public maîtrisé à 3,63% du PIB, contre 4,84% en 2019/20. La dette publique augmente toutefois de 35,7% du PIBⁱ à 38,9%, au titre de laquelle 24% sous forme de dette interne et 14% sous forme de dette externe.

ⁱ Avec un PIB base 2005-2006, chiffres du FMI.

Elle devrait atteindre 41% en 2021/22 selon les estimations du FMI mais présente un faible degré de risquesⁱⁱ. En ce qui concerne les réserves de change, elles atteignent 46,4 Mds USD à l'issue de l'exercice 2020/21 et représentent 7,8 mois d'importations contre 7,2 mois en 2019/20 et six mois en 2018/19. Enfin, la bourse reste dynamique et enregistre des recordsⁱⁱⁱ. Il convient de noter cependant que la pandémie aura tout de même été à l'origine d'une aggravation de la pauvreté, passée de 11,9% en 2020/19 à 12,9% en 2019/20^{iv}.

2021/22 : La croissance devrait poursuivre sa progression

Les prévisions concernant la croissance de l'économie bangladaise sont encourageantes, bien que le gouvernement ait annoncé une cible de croissance de 7,2% pour 2021/22, légèrement au-delà des prévisions du FMI (6,5% pour 2021/22 et 7,2% pour 2022/23) et de la Banque mondiale, qui s'inscrivent à 6,4% et 6,9% respectivement. La croissance du Bangladesh sera notamment portée par la dynamique de progression de la consommation privée (65% du PIB), qui a été multipliée par deux depuis 2013. Malgré un ralentissement induit par la pandémie, elle devrait rester le principal moteur de la croissance, à la faveur des 50 millions de nouveaux consommateurs que comptera le Bangladesh d'ici 2030, soit 85 millions au total (cf. [World Data Lab](#)) et 1,6% du total mondial, faisant du pays le 11^{ème} marché mondial de consommateurs (28^{ème} aujourd'hui).

Les défis de 2021/22 : gestion de la liquidité, stabilité du taux de change et créances

La volatilité du taux de change a obligé la Banque centrale à intervenir successivement pour contrecarrer les pressions haussières puis baissières de la devise^v

Si la pandémie n'a pas induit de choc majeur sur l'économie bangladaise en 2020/21, elle a néanmoins, par le biais des évolutions des transferts de la diaspora, eu un effet déstabilisant sur la monnaie, ce qui a contraint la Banque centrale à intervenir sur le marché des changes. La Banque a ainsi acquis un montant record de 7,68 Mds de dollars américains pour contrer l'appréciation du Taka, consécutive à la hausse des transferts des travailleurs migrants et la baisse des importations. Les interventions de la Banque ont eu pour effet d'accroître les excédents de liquidité créés par la Banque centrale, dans la mesure où les interventions de change n'ont pas été stérilisées. Cependant, dès le début de l'exercice 2021/22, la diminution des transferts des travailleurs migrants^{vi} liée à la reprise des canaux informels,

ⁱⁱ Moody's dans son rapport de [mai 2020](#) estimait que la dette du Bangladesh présentait peu de risque puisque l'accès aux prêts concessionnels des bailleurs multilatéraux et bilatéraux, qui représentent plus de 30% de la dette publique et plus de 80% de la dette extérieure totale, atténue les risques.

ⁱⁱⁱ Fin 2021, les capitalisations boursières à Dhaka et Chittagong affichaient une hausse respective de 21% et 25% par rapport à décembre 2020. La capitalisation boursière totale s'élève au 30 décembre 2021 à 119 Mds USD, équivalant à 29% du PIB courant de l'exercice 2020/21. Elle progresse sur un an de 23%, après une hausse de 35% entre 2019 et 2020.

L'année 2021 a vu un niveau record de levées de fonds avec une collecte de 12,33 Mds BDT (143 M USD) pour 14 sociétés, contre 9,85 Mds BDT en 2020. C'est le meilleur bilan enregistré depuis 2014. Sur l'année calendaire 2021, treize nouvelles sociétés ont été introduites en bourse. Le marché obligataire privé reste encore marginal.

^{iv} Chiffres de la Banque mondiale.

^v Monetary Policy Statement 2021/22, [Bangladesh Bank \(bb.org.bd\)](#) ; [Bangladesh Bank on dollar selling spree to keep taka steady | The Daily Star](#) ; [Bangladesh Bank buys record \\$7.7 billion to keep taka stable | The Daily Star](#).

^{vi} Les transferts de fonds des expatriés ont atteint 10,2 Mds USD sur la période juillet-décembre 2021, contre 12,9 Mds USD en g.a., marquant ainsi une chute de 21%. La baisse, perceptible depuis juillet 2021, s'explique largement par la reprise des transferts informels en numéraire (*hundi*), opérés par des personnes physiques dont les mouvements ont repris avec la réouverture des liaisons aériennes. Les deux exercices précédents avaient vu une progression remarquable des transferts formels portés par la décision d'inclure dans le budget depuis deux ans une incitation financière de 2% (le bonus est versé sur le compte sans contrôle

facilitée par l'assouplissement des restrictions sanitaires entraîne un effet inverse ; la hausse des prix sur le marché mondial et la fin des mesures de soutien aux paiements des importations^{vii}, ont conduit à une dépréciation continue du Taka. La Banque centrale est intervenue avec la vente de 946 MUSD entre août et septembre 2021, assortie d'effets limités dans la mesure où la devise a atteint un plancher historique de 85,95 BDT/USD, qui pourrait se répercuter à court terme sur le niveau de l'inflation déjà en hausse^{viii}.

Poursuite d'une orientation accommodante de la politique monétaire

La politique accommodante de la Banque centrale mise en place en réaction à la pandémie semble avoir été efficace dans la stimulation du crédit dans la mesure où le *weighted average lending rate* décroît et atteint 7,48% en février 2021 contre 9,62% en février 2020 et où la croissance du crédit s'est poursuivie, à 17,7% en 2019/20 et à 17,6% en 2020/21. Dans son dernier *Monetary Policy Statement*, la Banque centrale bangladaise a annoncé le maintien de sa stratégie accommodante pour 2021/22, en soutien à la reprise économique, tout en indiquant qu'elle œuvrerait à la stabilité des prix^{ix} et à celle du secteur financier. Ainsi, la Banque centrale ne semble pas avoir intégré dans sa fonction de réaction le *tapering* de la Réserve Fédérale américaine, ce qui a entraîné une dérive régulière des taux des obligations à dix ans de 5,4% en août 2021 à un plus haut de 7,4% à la mi-janvier 2022, suivi d'une stabilisation autour de 7,1% en février 2022. On peut supposer que l'incidence du *tapering* devrait être réduite si l'on considère la composition de l'endettement public^x, mais le taux de change de la devise pourrait être affecté d'un surcroît de volatilité.

Stabilité du secteur bancaire compromise par la progression des prêts non performants

Le secteur bancaire bangladais demeure fragilisé par les prêts non performants (PNP). Ainsi, fin septembre 2021, le ratio brut de PNP sur l'ensemble des encours s'élevait à 8,12% contre 7,66% fin 2020 et 9,3% fin 2019. Il atteignait 20% pour les six banques commerciales publiques et 11,4% pour les trois banques publiques spécialisées contre 5,47% pour les banques privées locales et 4,12% pour les banques étrangères. Les neuf établissements publics connaissent des fortunes diverses ; si le coût de gestion d'un réseau très étendu et celui de leurs missions de service public pèsent sur leurs résultats, plusieurs institutions n'ont semble-t-il pas été en mesure de gérer le risque de manière optimale.

pour les virements jusqu'à 1 500 USD), pour réduire l'usage des canaux non-officiels, qui représenteraient encore plus de la moitié des transferts depuis l'étranger. L'exercice 2020/21 a enregistré un montant record de transferts de 24,8 Mds USD, contre 18,2 Mds USD en 2019/20 et 16,5 Mds USD en 201/19.

^{vii} Notamment le doublement de la période de paiement différé pour assurer la chaîne d'approvisionnement des produits de base pendant la pandémie.

^{viii} L'indice mensuel des prix à la consommation (IPC) poursuit sa remontée observée depuis septembre 2021, porté à la fois par la reprise économique et la hausse des cours mondiaux des matières premières. Selon le Bureau des statistiques (BBS), l'inflation a atteint 5,98% en glissement annuel en novembre 2021 contre 5,7% en octobre dernier et 5,5% en novembre 2020. L'accélération constatée porte l'inflation à son plus haut niveau depuis huit mois.

^{ix} La Banque centrale a reporté, à l'occasion de son dernier Comité de politique monétaire, la transition d'une *quantity-based policy* à un ciblage de l'inflation, évoquant la nécessité de répondre en premier lieu à la crise.

^x L'Etat a moins emprunté que prévu auprès des banques (T Bonds, T Bills, Sukuk) pour un total de 440 Mds BDT (à peine 55% de l'enveloppe) et davantage auprès des ménages via les *National Savings Certificates* (420 Mds BDT contre 330 Mds BDT budgétés).

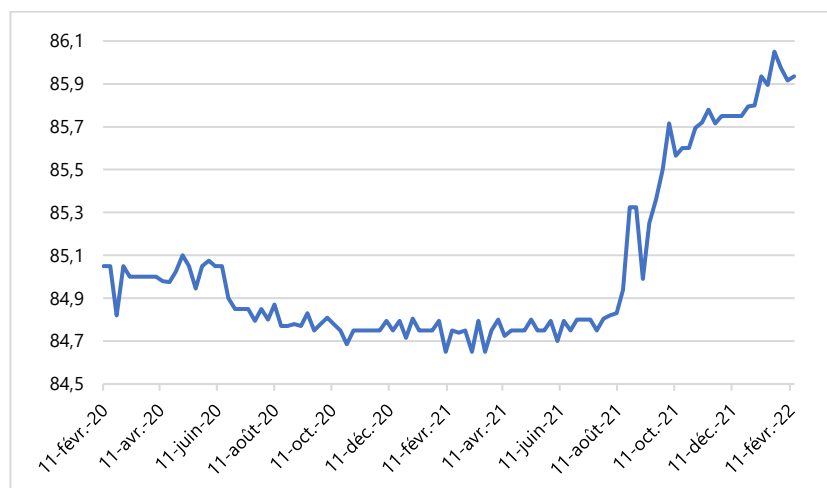
ANNEXES

Annexe n°1 : Indicateurs macroéconomiques

Key Indicators	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24
	Actual			Revised Budget	Projection		
Real Sector							
GDP growth constant price base 2015-16 (%) (projection IMF)	7.32	7.88	3.45	5.43	6.5	7.2	7.2
CPI Inflation (%)	5.8	5.5	5.7	5.6	5.3	5.2	5.1
Consumption (% GDP Base 2015-16)	73.6	73.1	72.9	73.5	-	-	-
Private	67.6	66.9	67	67.5	-	-	-
General Govt.	6	6.2	6	6	-	-	-
Investment (% GDP Base 2015-16)	31.8	32.2	31.3	30.7	-	-	-
Private	24.9	25.3	24	23.8	-	-	-
Public	6.9	7	7.3	7	-	-	-
Fiscal Sector (% of GDP Base: 2005-2006)							
Total Revenue	9.6	9.9	9.5	11.9	11.3	11.3	11.5
Tax Revenue	8.6	8.9	7.9	10.9	10.0	10.1	10.3
Non-Tax Revenue	1.0	1.0	1.6	1.0	1.2	1.2	1.2
Public Expenditure	14.3	15.4	14.9	17.9	17.5	17.0	17.0
Budget Balance	-	-5.8	-5.6	-4.2	-	-	-
Domestic Financing	3.5	3.9	3.7	3.5	3.3	3.5	3.5
External Financing (net)	1.2	1.3	1.6	2.5	2.9	2.3	2.1
Fiscal Sector (% of GDP Base: 2015-16)							
Total Revenue	9.8	10.7	11	10	-	-	-
Tax Revenue	9.8	9.8	9.9	9.1	-	-	-
Non-Tax Revenue	1.0	0.9	1.1	1	-	-	-
Public Expenditure	14.1	15	15.8	15.5	-	-	-
Budget Balance (including grants)	-	-5.0	-4.84	-3.63	-	-	-
Domestic Financing	-2.5	-2.7	-3.1	-3.3	-	-	-
External Financing (net)	-1.6	-1.6	-1.7	-2	-	-	-
Money and Credit (Year-on-year % change)							
Domestic Credit	14.7	12.3	13.7	17.4	16.0	16.0	16.0
Credit to the Private sector	16.9	11.3	8.6	14.8	15.0	15.0	15.0
Broad Money	9.2	9.9	12.7	15.0	15.1	15.2	15.3
External Sector (% Change)							
Export, f.o.b	4.7	9.1	-17.1	12.0	15.0	13.0	12.0
Import, f.o.b	25.2	1.8	-8.6	11.0	14.0	13.0	11.0
Remittances	15.1	10.2	11.2	35.0	20.0	15.0	10.0
Remittances (% GDP Base 2015-16)	-	4.8	4.9	6.1	-	-	-
Current Account Balance (% GDP Base 2005-06)	-3.49	-1.69	-1.47	-0.05	0.01	0.05	0.07
Gross Foreign Exchange Reserves (Bn USD)	32.86	32.72	36.04	44.00	51.02	53.66	55.40
Forex. Reserve in the month of Import	6.2	6.0	7.2	7.8	7.8	7.2	6.6

Source : Bangladesh Economic Review 2021, Chapter 1: Macroeconomic Situation | 10 et Gross Domestic Product by Expenditure Categories at Current Prices (Base: 2015-16)

Annexe n°2 : Evolution du taux de change BDT/USD



Annexe n°3 : Lancement d'une nouvelle base révisée du PIB

Le Bureau des Statistiques (BBS) a mis en place une nouvelle base révisée de calcul du PIB. Elle utilise le nouveau Système de comptes nationaux 2008 (*System Of National Accounting*) et prend l'année fiscale 2015/16 comme base de référence; effective au 1^{er} juillet 2020 (année fiscale 2020/21), elle détaille désormais 21 secteurs d'activité contre 15 précédemment. Dans l'agriculture, 22 nouvelles récoltes ont été incluses portant la collecte de données à 144 produits, et dans l'industrie, sont désormais couverts les entrepôts frigorifiques, le démantèlement des navires et la collecte des déchets ménagers; enfin, les services distinguent désormais le transport aérien public et privé, les services privés de santé, le co-voiturage, les services financiers mobiles et les réseaux d'agents bancaires (*Agent Banking*). Enfin, les créations de grandes entreprises dans les secteurs déjà couverts (énergie, banques, immobilier, etc.) ont été intégrées. Par ailleurs, la nouvelle base est appliquée au calcul de l'inflation et de l'indice des prix à la consommation (IPC).

Cette révision s'est traduite par une baisse des niveaux de croissance de ces cinq dernières années, les écarts étant cependant minimes (0,04 à 0,06 points de pourcentage) sur les deux derniers exercices. A l'inverse, le nouveau mode de calcul porte le PIB pour l'année 2020/21 à 409 Mds USD (prix courants avec un taux de change de 85 BDT pour 1 USD), contre 354 Mds USD avec l'ancienne base, et le revenu par habitant atteint 2554 USD contre 2227 USD, soit une hausse respective de 15,5% et 14,7%.

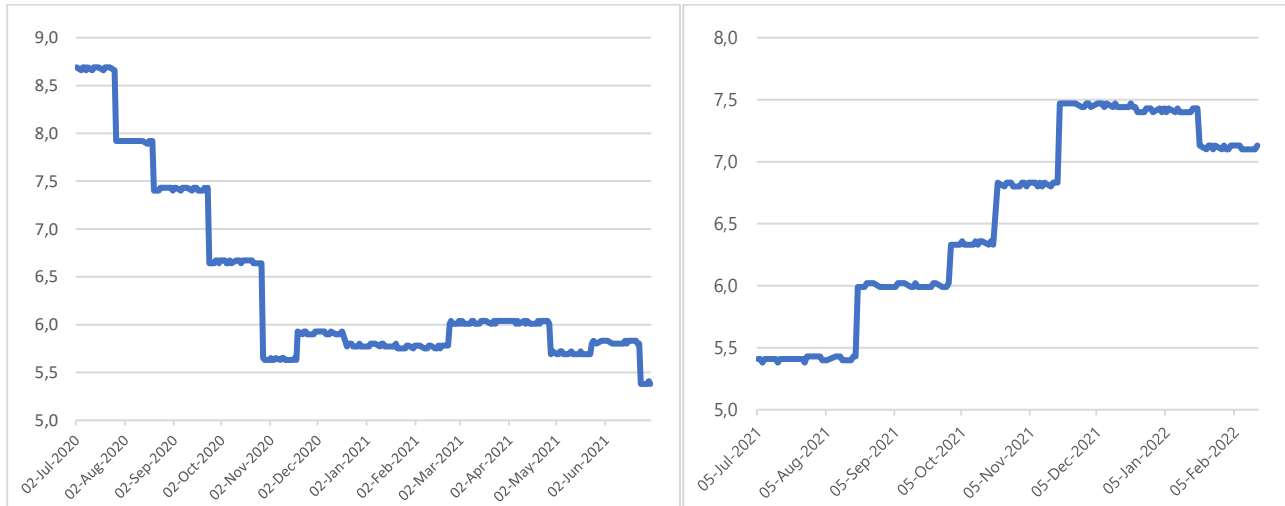
La dernière révision, intervenue en 2013 et remplaçant l'exercice budgétaire 1995/1996 par celui de 2005/2006, s'était traduite par une hausse de près de 12% du PIB. Le BBS souhaiterait pouvoir ramener des 10 ans actuels à 5 ans le délai de révision, pour davantage anticiper l'évolution de l'économie, et prévoit de publier un PIB trimestriel à partir du 1^{er} juillet 2022.

Taux de croissance du PIB révisés, Source : BBS

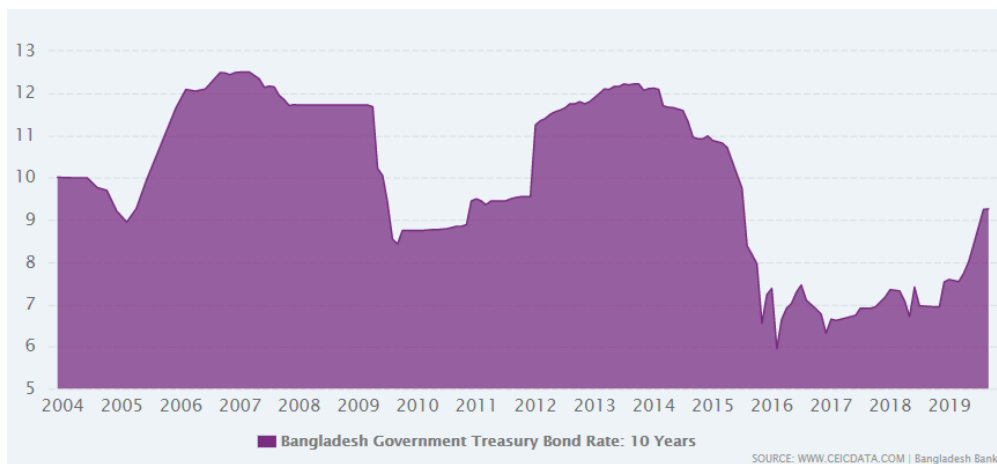
Base	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
2015/16	6,59%	7,32%	7,80%	3,45%	5,43%
2005/06	7,28%	7,86%	8,15%	3,51%	5,47%
Écart	0,69%	0,54%	0,35%	0,06%	0,04%

Cette révision, saluée par les économistes, permet au Bangladesh de présenter un portrait plus proche de la réalité de son économie et de sa comptabilité nationale.

Annexe n°3 : Taux des obligations de l'Etat bangladais à 10 ans



Annexe n°4 : Taux des obligations de l'Etat bangladais à 10 ans de 2004 – 2019, [CEIC Data](#)



Pakistan

Troisième économie de la zone, loin derrière l'Inde, à la faveur d'une révision statistique opportune ayant permis de porter le PIB nominal à 350 Mds USD, le Pakistan a enregistré un fort rebond au cours de l'exercice 2020/2021. Le biais budgétaire contra-cyclique retenu lors de l'exercice 2021/2022 a conforté la poursuite de la croissance, tout en l'assortissant de graves déséquilibres, tant internes (déficit budgétaire et inflation) qu'externes (déficit courant et dépréciation concomitante du taux de change) conjugués à des doutes croissants quant à la soutenabilité de la dette externe. Dans ce contexte, le gouvernement a dû revenir à une politique de consolidation budgétaire en fin d'année, afin de pouvoir sécuriser le déblocage d'un nouveau versement du FMI, dans le cadre de l'EFF.

Une reprise de la croissance, assortie de déséquilibres croissants

Après une contraction de 0,5% en 2019/2020 (révisée à -1% après le changement de base statistique intervenu en janvier), la croissance du PIB a nettement rebondi à près de 4% au cours de l'exercice fiscal 2020/2021 se terminant en juin 2021 (+5,6% après le changement de base statistique), grâce à une politique budgétaire active conjuguée à une politique monétaire accommodante destinées à contrecarrer l'incidence de la pandémie. Du côté de l'offre, la contribution du secteur agricole à la croissance s'est élevée à 0,5 point de PIB, légèrement inférieure à celle de l'industrie, de 0,7 point, cependant que les services constituaient le principal moteur, avec une contribution de 2,7 points au PIB. Du côté de la demande, si la consommation publique n'a contribué que pour 0,5 points de PIB à la croissance, le rebond de la consommation privée lui a permis de contribuer à hauteur de 6 points, à la faveur d'une amélioration de la confiance des ménages, des transferts de migrants et de transferts en numéraire aux plus pauvres. La FBCF a contribué pour 0,7 points de PIB à la croissance, grâce à l'investissement public. En revanche, la contribution des exportations nettes a été fortement négative à hauteur de -3,3 points de PIB, ce qui aurait dû constituer un signal d'alerte pour le gouvernement.

La dynamique de croissance alimentée par un *policy-mix* accommodant s'est poursuivie au cours du premier semestre de l'exercice 2021/2022, comme le reflètent les projections de croissance de la Banque centrale (SBP) comprises entre 4 et 5% et la cible de 4,8% poursuivie par le ministère des Finances. La politique budgétaire a continué d'être expansive, malgré l'affichage du gouvernement souhaitant ramener le solde de 7,1% en 2020/2021 à 6,3% en 2021/2022. Le déficit primaire, alimenté par une politique de relance budgétaire fondée notamment sur la revalorisation du salaire minimum et l'augmentation des revenus des fonctionnaires, s'est ainsi creusé, dans un contexte où la charge de la dette représente selon Fitch près de 40% des recettes fiscales, faute d'une assiette fiscale large.

Parallèlement, l'impulsion budgétaire a entraîné une accélération de l'inflation, mesurée par l'IPC, qui s'inscrit à 13% en janvier 2022 contre 8,4% au début de l'exercice fiscal 2022/2023, dépassant ainsi de très loin la fourchette haute de la cible définie par la Banque centrale entre 7 et 9% et entraînant une dérive des anticipations d'inflation.

Sur le plan externe, le déficit commercial a doublé au cours du premier semestre juillet-décembre 2021, par rapport à la période correspondante de 2020, pour atteindre 12 Mds USD, contre 5 Mds au cours de la période correspondante de 2020-2021, tendance qui devrait se poursuivre, compte tenu de l'évolution de la facture pétrolière ; quoique les transferts de migrants, estimés par le gouvernement à 31,3 Mds USD, compensent en partie ce déficit, le creusement de ce dernier explique que le FMI anticipe un déficit courant de 4% du PIB sur l'ensemble de l'exercice 2021/2022. Dans un contexte de creusement du déficit courant, de pressions baissières sur le taux de change, et au vu de la surchauffe de l'économie, la Banque centrale a donc relevé à trois reprises son taux directeur de 275 points de

base depuis septembre 2021, le portant à 9,75%, cependant que le gouvernement se voyait confronté à une forte diminution des réserves de change.

Détérioration du risque-pays, en lien avec les interrogations sur la capacité du pays à rembourser sa dette à court terme (soutenabilité de la dette)

La détérioration du risque pays mesurée, notamment sur la base de l'écart de taux avec les Etats-Unis ou les CDS à cinq ans, reflète tant l'évolution de la dette publique, passée de 76% du PIB sur l'exercice 2017/2018 à 89% du PIB en 2020/2021, que la dérive de la dette externe publique, passée de 23% à 31% du PIB sur la période. Cette détérioration intègre également la forte baisse des réserves de change, revenues de 25 Mds USD fin juillet à 16 Mds USD fin novembre, soit trois mois d'importations, alors que le déficit courant pour les six premiers mois de l'année atteignait un seuil critique de 9 Mds USD, soit 6% du PIB. On notera cependant qu'il ressort des discussions du conseil du FMI à l'occasion de la revue au titre de l'article IV, le fait que le Pakistan ne présenterait pas de risque de soutenabilité de sa dette.

L'écart de taux (spread) à dix ans avec les titres d'Etat américains d'échéance comparable est ainsi passé de 884 points de base à 984 points de base au cours du premier semestre août 2021-janvier 2022. Faute de pouvoir émettre, mi-novembre, deux Eurobonds d'un montant de 2 Mds USD, le ministère des finances a donc fait appel dans l'urgence à trois banques commerciales pour se substituer à ces opérations : la Dubai Bank a effectué un prêt de 1,1 Md USD aux conditions exorbitantes de 12% pour une durée de cinq ans ; les conditions des deux autres prêts (Standard Chartered Bank pour 487 M USD, Crédit Suisse pour 343 M USD) ne sont pas connues mais sont probablement tout aussi draconiennes.

De même, la récente émission en janvier 2022 d'un emprunt sukuk de 1 Md USD à sept ans a été assortie d'un taux de rendement de 7,95%, soit 630 points de base au-dessus de l'emprunt de référence américain d'échéance comparable, bien que le gouvernement ait dû parallèlement assortir cet emprunt d'une sûreté réelle, en gageant une portion de l'autoroute Lahore-Islamabad.

La dégradation du risque pays explique la quasi-stagnation (+1%) de la Bourse, alors que la situation des banques demeure à ce stade satisfaisante

Le KSE-100, l'indice de référence de la Bourse de Karachi (PSX), a fini l'année conventionnelle 2021 à 43 901 points, en quasi-stagnation (croissance de 1%), après une correction à la baisse de 15% intervenue en octobre 2021.

Ce résultat, pour paradoxal qu'il soit dans un contexte où l'année 2021 reflète une forte amélioration des profits des entreprises du KSE 100, avec une rentabilité en hausse de 62 %, est imputable aux dégagements des investisseurs institutionnels, notamment en octobre 2021, consécutifs à l'enlisement des négociations avec le FMI.

En revanche, le secteur bancaire apparaît bien capitalisé, les ratios d'adéquation de capital des banques étant très supérieurs aux minima exigés (18% contre 11,5%) ; leur politique de provisionnement demeure également marquée par la prudence, le taux de couverture des créances douteuses par les provisions s'élevant à 88%. Pour autant, on peut craindre que l'intermédiation financière ne soit pas optimale, eu égard aux crédits servis au secteur privé, qui situent le Pakistan nettement en-deçà de ses pairs. En revanche, les banques ont une nette appétence pour le crédit au souverain (70% des encours de crédit),

notamment sous forme d'obligations, ce qui en cas de défaut pourrait fragiliser durablement le secteur bancaire (boucle entre risques bancaires et souverains).

Les perspectives

Le creusement du déficit courant, la nette diminution des réserves de change et le recours de plus en plus coûteux à des sources de financement de marché pour permettre au pays de répondre à des échéances externes élevées (8-10 Mds USD par an) n'ont offert au gouvernement d'autre possibilité que de réactiver le programme du FMI mis en place en juillet 2019. Ce programme, d'une durée de 39 mois et d'un montant de 6 Mds USD (dont 2,5 Mds USD versés à ce stade), suspendu en 2020 en raison de la pandémie, a été réinitialisé en mars 2021 et donné lieu au décaissement d'une nouvelle tranche de 500 MUSD. Si le gouvernement pakistanais a pendant quelque temps cherché des solutions alternatives au FMI, le tarissement des réserves de change, ramenées à trois mois d'importations et le niveau record du déficit courant à la fin du premier semestre 2021/2022 (9 Mds USD contre un excédent de 1,3 Md un an auparavant) l'ont conduit à transiger et à introduire une loi de finances rectificative fondées sur des mesures d'austérité. Nombre d'exemptions fiscales dont bénéficiaient les ménages et/ou de subventions ont ainsi été supprimées, notamment sur l'électricité et le gaz, la TVA a été portée de 8% à 17%, une augmentation des taxes sur les carburants, ce qui devrait peser sur la consommation et l'investissement. Un ralentissement de l'économie est déjà perceptible avec la division par deux de la production de ciment en année glissante qui reflète une érosion des projets dans le BTP. Parallèlement, le gouvernement s'est engagé à promulguer, sous la pression du FMI, une loi garantissant l'autonomie de la banque centrale, de manière à restreindre le recours de l'Etat à des opérations d'emprunt et de monétisation du déficit public. Enfin, la mise en place d'un impôt à la source pour les employés à partir de la prochaine loi de finance, à laquelle le ministère des finances s'est engagé auprès du FMI, pourrait être un autre facteur de ralentissement de la consommation en 2022/2023 même si on estime que 70% de la population active pakistanaise travaille dans le secteur informel.

En outre, de manière exogène, le Pakistan pourrait pâtir du resserrement de la politique monétaire américaine, dans la mesure où il devra recourir à des renouvellements d'émissions pour financer les précédents emprunts arrivant à échéance. Compte tenu de son rating et du risque de le voir assorti d'une perspective négative, les prochaines émissions devraient être assorties de conditions de financement beaucoup moins favorables que celles dont le pays a pu bénéficier au cours des dernières années.

Encadré : Le changement de base du PIB pakistanais et son incidence

L'administration pakistanaise a annoncé le 21 janvier un changement de base opportun de la série de comptes nationaux à partir desquels est calculé le PIB, l'année de référence devenant 2015-16 au lieu de 2005-2006 précédemment. Le changement de base aurait été réalisé avec l'aide technique de la Banque mondiale depuis près de quatre ans, à partir de 42 études couvrant l'essentiel des secteurs de l'économie. Pour autant, la révision statistique a donné lieu à un certain nombre de critiques quant à son faible degré de transparence et à son manque d'exhaustivité (le travail méthodologique ayant surtout concerné l'industrie, au détriment des services et de l'agriculture), d'autant plus que son incidence n'est pas neutre sur le résultat final du PIB, réévalué de 298 Mds USD (base 2005-2006) à 347 Mds USD dans le cadre de la nouvelle base.

Le changement de base permet au Pakistan d'afficher un PIB nominal plus élevé

Sur la base des calculs du PBS (bureau des statistiques pakistanais) et d'une couverture améliorée, l'estimation de la valeur ajoutée produite au cours de 2015-16 (nouvelle année de référence) est révisée en hausse de 11,3 % par rapport à l'ancienne base. Le PIB de 2017-2018 atteint 357 Mds USD (une croissance de 6,1% du PIB contre 5,5% sur l'ancienne base). La croissance de 2018/2019 est revue à la hausse de 2% à 3,1%; celle de 2019/2020 est revue à -1%. Le PIB nominal ayant été porté à 347 Mds USD en 2020/21, la croissance en 2020/2021 est revue à la hausse de 3,9% à 5,6%. Le PIB par habitant est passé à 1 666 USD en 2020-21, en hausse de 8% par rapport aux anciennes données.

La nouvelle répartition sectorielle du PIB et les statistiques concernant la croissance du PIB souligne une plus grande faiblesse de l'industrie :

La part du secteur des services dans l'économie est réévaluée de 56 à 56,6 % du PIB.

La part de l'agriculture dans l'économie est réévaluée de 23 % à 24 % du PIB.

La part de l'industrie dans l'économie est revue à la baisse de 21 % à 19,4 % du PIB.

La croissance du secteur agricole pour 2020/21 est réévaluée de 2,8 à 3,5 % au cours de l'exercice 2020-21. La croissance du secteur industriel pour 2021 est révisée à la baisse de 9 % à 7,8 %. La croissance du secteur des services pour 2020/21 est réévaluée de 4,9 % à 5,7 %.

Le « rebasage du PIB » survient à point nommé en modifiant un certain nombre de ratios stratégiques pour le pilotage économique du pays

La décision de procéder à un changement de base, de l'exercice 2005-2006 à 2015-2016, ramène le ratio impôts/PIB à 8,5 % du PIB, contre 9,6 % avec l'ancienne méthodologie. La dette publique/ PIB reviendrait de 83,5 à 71,8 % pour l'exercice 2020-21, améliorant nominalement la capacité d'endettement, sans modifier *a priori* le risque-pays, dont l'évolution dépendra de l'aptitude du Pakistan à honorer ses échéances. Les marchés et les agences de notation risquent de considérer le changement de base et ses implications en matière de comptabilité nationale comme un artefact statistique ne modifiant nullement la donne.

L'opération a suscité quelques critiques quant à l'intervalle de plus de quinze ans par rapport au précédent changement de base (qui devrait être effectuée tous les cinq à dix ans), le dernier rebasage remontant à 2005, à l'absence de transparence concernant la méthode utilisée et à la promptitude avec laquelle le changement de base aurait été effectué. Le ministre du plan, qui présidait le Comité des Comptes Nationaux ayant arrêté le changement de base, a également pu prêter le flanc à la critique, compte tenu de la communication autour du taux de croissance révisé à plus de 5% auquel le changement de base a donné lieu.

Sri Lanka

Sri Lanka a enregistré en 2021 une reprise économique (3 à 4% de croissance) limitée par des fragilités structurelles accentuées par la crise sanitaire. Le déficit budgétaire se creuse (11,1% du PIB) en raison d'une collecte fiscale limitée et de dépenses alourdies par les intérêts de la dette. Le solde commercial s'aggrave (-8,2 Mds USD) ainsi que le déficit courant (3,7% du PIB *a minima*), en raison du tarissement des entrées de touristes et de la baisse des transferts de devises des migrants. La chute continue des réserves officielles oblige le pays, qui ne souhaite pas recourir au soutien du FMI, à rechercher des financements auprès de la Chine et de l'Inde. L'indisponibilité des devises caractérise le début de l'année 2022, marquée par l'apparition de pénuries, alors que plane le risque de défaut.

La reprise économique est contrainte par la pandémie et la perte de confiance des investisseurs

En 2020, le PIB de Sri Lanka accusait le coup de la crise sanitaire (-3,6%, à 80,7 Mds USD). L'année 2021 signale un léger rebond de la croissance, qui atteint 4,4% en g.a. sur les neuf premiers mois (4,3% en g.a. au T1, 12,3% au T2, et -1,5% au T3 du fait d'un confinement). Le PIB réel reste inférieur sur la période de 1,3% à celui de 2019. Sur l'année 2021, les prévisions de croissance varient entre 3 et 4% (Banque mondiale : 3,3%, FMI : 3,6%). La Banque centrale (CBSL) l'estime à 4%, ce qui supposerait une croissance au T4 de 3,0% en g.a. et induirait un rattrapage du PIB réel de 2019 (+0,26%). Sur les neuf premiers mois de 2021, la consommation finale contribue pour 85,5% du PIB (+13,0% en g.a. en valeur réelle), l'investissement pour 23,0% du PIB (+6,9%), et la demande extérieure nette pour -8,5% du PIB (creusement de 51,7%). Le secteur agricole représente 8,6% du PIB nominal sur la période (+5,3% de croissance), l'industrie 28,7% (+6,8%) et les services 57,5% (+2,7%).

En 2021, le Colombo Stock Exchange (CSE) bat plusieurs records en 2021 (croissance de l'indice ASPI de 80,5% à 12226,01 points, de la capitalisation boursière de 85,4% à 27,1 Mds USD). 28 IPOs ont été enregistrées, dont treize ouvertures de capital, toutes sursouscrites. Cette performance du CSE est cependant peu significative : elle tient plutôt à l'injection de liquidités dans l'économie et la hausse de la demande (+70% de participants) qu'à de bonnes performances économiques. Le retrait des investisseurs étrangers en témoigne, dont les flux nets sortants atteignent 246 MUSD en 2021 et qui ne comptent plus que pour 5% du volume d'activité (47% en 2017).

Après une année 2020 difficile, la situation des banques locales s'est améliorée en 2021. Leurs ROA et ROE après impôts sont en nette hausse, à 1,30-1,40% et 15,1-16,5%. Le CAR baisse quelque peu mais reste élevé (16,2% au T3). Le taux de NPL s'améliore, à 4,8% au T3 (contre 5,4% au T2 2020), et 2,2% net des provisions (contre 3,2%). Pour les sociétés financières et compagnies de *leasing*, la situation est plus critique : le taux de NPL atteint 12,8% au T3, et 3,45% nets des provisions, en baisse mais bien supérieur aux niveaux d'avant-crise. Surtout, les compagnies de *leasing* ont un taux de NPL de 19,30%, et de 8,10% nets des provisions. Les moratoires sur les dettes ayant été prolongés, ces taux pourraient s'aggraver à l'avenir. Fortement détentrices d'Eurobonds et de Sri Lanka Development Bonds, les banques sont par ailleurs très exposées au risque de restructuration de la dette extérieure.

En 2022, l'incertitude sur le contexte macro-économique, la pénurie de devises, la crise agricole induite par les restrictions sur les engrais chimiques pèseront sensiblement sur la croissance. La plupart des institutions et agences internationales en prévoient ainsi le ralentissement, entre 2 et 3,3%.

Le déficit budgétaire se creuse et la politique monétaire n'a pas contenu l'inflation

La collecte fiscale, traditionnellement faible, accuse encore le coup des décisions prises fin 2019 qui ont fait chuter le nombre de contribuables de 33,5% en un an. Les estimations du budget révisé pour 2021 chiffrent ainsi les recettes budgétaires à 9,5% du PIB, contre 12,6% en 2019. Les dépenses prévues s'élèvent à 20,6% du PIB, soit 217% des recettes. Les intérêts de la dette représentent 67,8% des recettes, et les salaires et pensions de la fonction publique 56,8%. Les dépenses courantes incompressibles contraignent les dépenses publiques d'investissement, réduites à 3,5% du PIB (routes rurales, autoroutes, accès à l'eau...). Le déficit budgétaire en 2021 atteindrait ainsi 11,1% du PIB, deux fois révisé à la hausse par rapport à l'annonce du budget 2021 (8,9% du PIB).

En 2022, le déficit budgétaire devrait atteindre des niveaux proches de ceux de 2021 : le budget voté en novembre surestime largement les ressources de l'Etat. La réduction des dépenses est par ailleurs contrainte par l'annonce d'un plan de soutien au pouvoir d'achat de 1,1 Md USD début janvier.

Au début de la pandémie, la CBSL a cherché à faciliter le crédit et accompagner la reprise économique par une politique monétaire accommodante. En 2020, elle avait abaissé ses taux directeurs (taux de refinancement, SLFR, et taux de rémunération des dépôts, SDFR) de 200 pb et le ratio de réserves statutaire (SRR, c'est à dire les réserves obligatoires à constituer, élément discrétionnaire de la liquidité bancaire) de 300 pb. Ils ont été maintenus jusqu'au 19 août, date à laquelle elle a augmenté de 50 pb les premiers et de 200 pb le dernier afin de prévenir des pressions inflationnistes. Confrontée à la dépréciation du taux de change de la roupie depuis le début de l'année, la CBSL a par ailleurs arrimé celle-ci au dollar (au taux de 1 USD = 203 LKR) en août 2021, ce qui a aussitôt asséché le marché des changes.

La CBSL a également largement financé le déficit budgétaire par des achats obligataires sur le marché primaire (encours multiplié par 2 en 2021 à 7,0 Mds USD, et par 20 depuis le début de la pandémie). Face à la hausse de l'inflation, elle a réduit ces achats dès octobre en levant le plafonnement des rendements, qui ont crû fortement à 7,24%, 8,03% et 8,06% pour les bons à 3, 6 et 12 mois fin 2021 (+ 2,5 à 3 points sur l'année) et 9,70%, 10,90%, et 11,61% pour les obligations à 3, 6 et 9 ans (+ 3 à 4 points sur l'année). L'action de la CBSL a ainsi alimenté l'accélération de l'inflation. La fermeture des frontières à une liste évolutive de produits pour limiter les importations, la dépréciation de la roupie et la hausse des prix des denrées essentielles importées ont également tiré les prix à la hausse. L'offre, à prix plafonnés, s'est d'autant réduite, provoquant des pénuries accentuées par des comportements de stockage. Les autorités ont ainsi dû lever le contrôle des prix sur certains produits de première nécessité et réévaluer le prix de l'essence. L'inflation a atteint 12,1% en g.a. en décembre (+22,3% pour les produits alimentaires), bien au-delà de la fourchette où la CBSL voulait la contenir (4-6%). En janvier 2022, celle-ci a ainsi dû rehausser de 50pb le SDFR (à 5,50%) et le SLFR (6,50%).

La hausse des importations et la chute des transferts des migrants creusent le déficit courant

La reprise économique est caractérisée en 2021 par la vigueur des exportations (12,4 Mds USD, soit +18,4% par rapport à 2020), néanmoins surcompensées par la hausse des importations (20,6 Mds USD, +24,5%) malgré les mesures de restriction : le déficit commercial retrouve le niveau de 2019, à 8,2 Mds USD. Le tarissement des flux du tourisme sur l'essentiel de l'année 2021 (261,4 MUSD de revenus, contre 3,6 Mds en 2019) pèse fortement sur les échanges de services, néanmoins bénéficiaires à +886 MUSD sur les neuf premiers mois, tirés en premier lieu par les services informatiques (+744 MUSD).

Les transferts des travailleurs à l'étranger n'ont atteint que 5,5 Mds USD en 2021 (-22,7% en g.a.). Au niveau des années précédentes au S1, ils ont été largement détournés vers le marché parallèle (taux de 15 à 20% supérieurs) après l'ancrage de la roupie sur le dollar. La chute des transferts est depuis continue (-60% en g.a. en décembre) malgré les mesures de la CBSL (digitalisation, contrôle des bureaux de change, offre de 10 LKR supplémentaires par dollar converti...).

Le déficit du compte courant se creuse ainsi fortement sur les trois premiers trimestres, à 2,2 Mds USD (3,7% du PIB sur la période), et devrait s'accroître au T4 avec la chute des transferts des migrants.

Le compte financier atteint quant à lui -2,6 Mds USD sur les neuf premiers mois. Les sorties nettes d'investissements de portefeuille sont importantes (1,2 Mds USD) et les IDE entrants limités (438 MUSD) bien que supérieurs à 2020 (+27%).

Sous l'incidence du service de la dette, de la chute des transferts et des recettes touristiques, les réserves officielles sont en chute : elles passent de 5,7 Mds USD fin 2020 à 3,1 Mds USD fin 2021 (1,8 mois d'importations de marchandises), après être tombées jusque 1,6 Md USD fin novembre. Le pays, confronté à une pénurie de dollars, rencontre des difficultés pour assurer la fourniture de certains produits importés comme le gaz ou l'essence, et les entreprises à obtenir des lignes de crédit pour financer leurs importations intermédiaires.

Les acteurs économiques s'endettent, avec un risque de défaut souverain sur la dette extérieure

Fin 2020, la dette du gouvernement atteignait 101% du PIB (81,5 Mds USD). L'estimation gouvernementale de 102,8% du PIB fin 2021 sera sans doute nettement dépassée. Fitch la projette ensuite à 110% du PIB fin 2022. Fin août 2021, la dette publique externe s'élève à 33,9 Mds USD. Entre janvier et août, son service s'est élevé à 2,8 Mds USD (1,98 Mds USD pour le principal, dont le règlement d'un Eurobond de 1 Md en juillet, et 789 M pour les intérêts), soit 35% des exportations sur la période. Il est projeté à près de 4 Mds sur l'année 2021. La dette publique totale atteignait 109,7% du PIB fin 2020 ; elle est projetée à 116,5% fin 2021 par la Banque mondiale, puis à 121,9% fin 2022.

Le crédit net des banques au gouvernement a fortement augmenté (+1,5 Md USD soit +33,5% de janvier à novembre 2021), et l'endettement des entités économiques hors Etat, CBSL et banques augmente lui aussi. Les crédits accordés à ceux-ci par les banques et autres institutions de dépôts domestiques ont crû de 1 Md USD entre janvier et novembre 2021 (+14,1%) à 8,1 Md USD, date à laquelle le taux moyen pondéré des prêts existants en roupies accordés au secteur privé par les banques agréées atteignait 9,79%. Leur endettement externe (hors prêts intragroupes) est en hausse à 7,0 Mds USD au T3 2021 (+4,5% par rapport à 2020), essentiellement du fait d'une hausse des crédits commerciaux à court terme à un niveau record de 2,8 Mds USD, qui peuvent traduire des difficultés de paiement.

Au T3 2021, la dette extérieure totale représente 51,1 Mds USD, soit 62% du PIB (61% fin 2020).

Le risque de défaut souverain, du fait de l'endettement et de la contrainte sur les financements externes, a motivé plusieurs dégradations de la note souveraine en 2021 : en août par Standard & Poor's (CCC+, perspective révisée de stable à négative), en octobre par Moody's (Caa2, stable) et en décembre par Fitch (CC), puis en janvier 2022 par Standard & Poor's (CCC, négative). L'OCDE a par ailleurs dégradé la note du risque de crédit de 6 à 7 mi-2021.

Refusant de faire appel au FMI, qui accompagnerait son soutien d'une restructuration de la dette, et n'ayant plus accès aux marchés internationaux, Sri Lanka a recherché des soutiens bilatéraux auprès de la Chine (prêts de la CDB en avril et août, ligne de swap de 1,5 Md USD obtenue en mars et activée en décembre) et de l'Inde (en janvier 2022, swap de 400 MUSD, ligne de crédit pétrolière de 500 MUSD,



report du règlement d'un crédit de 515,2 MUSD ; potentielle ligne de crédit de 1 Md USD pour des produits essentiels à venir). Ce soutien a permis le règlement d'un Eurobond de 500 MUSD en janvier 2022 mais n'offre qu'un répit de durée limitée : le service de la dette libellée en devises est projeté à 6,9 Mds USD en 2022 (dont un Eurobond de 1 Md USD arrivant à échéance le 25 juillet) et 26 Mds USD entre 2022 et 2026. En 2022, la recherche d'IDE risque par ailleurs de pousser le pays à brader ses actifs.

Commentaires

La politique économique du gouvernement poursuit des objectifs contradictoires, ce qui ne permet pas de contenir la crise, en particulier la détérioration des comptes extérieurs. Elle impose aux acteurs économiques des restrictions (notamment des coupures électriques) qui vont peser sur la croissance et l'investissement. Malgré la dégradation de la situation économique et les tensions sociales qu'elle induit, le gouvernement persiste à ne pas demander le soutien du FMI et compte sur un soutien de l'Inde et la Chine, qui demandent des contreparties. Ses marges de manœuvre sont désormais extrêmement réduites et il est probable que la réalité le contraigne à changer de cap, notamment dans la perspective du remboursement de l'Eurobond d'1 Md USD en juillet prochain. Enfin, le resserrement de la politique monétaire américaine risque d'aggraver la dépréciation de la devise ainsi que les tensions sur les taux d'intérêt sri lankais.

Népal

Petite économie enclavée, le Népal enregistrait déjà un ralentissement de la croissance avant que ne survienne le choc exogène lié au Covid. Il est avant tout tributaire de l'aide externe et des transferts de migrants, qui représentent 22% du PIB, soit deux fois plus que les exportations de biens et services du Népal. Le pays gagnerait sans doute à instaurer une politique de promotion des investissements directs étrangers, qui restent négligeables, à quelque 0,3% du PIB, dans la mesure où les transferts de migrants atteignent un étiage et où les prêts concessionnels multilatéraux demeureront insuffisants pour financer un déficit courant en hausse à près de 10% du PIB.

Une économie durement touchée par la pandémie

La crise sanitaire amplifie les difficultés économiques dans un contexte tendu politiquement

L'épidémie de Covid-19, même si elle semble relativement contenue à ce stade, a durement touché l'économie népalaise déjà fragile et dépendante de l'aide internationale. Ces vulnérabilités ont été exacerbées par le tarissement des flux touristiques, revenus de 2% du PIB en 2018/19 à 0,2% du PIB en 2020/21ⁱ, par l'informalité de l'économie, le manque d'amortisseurs sociaux et par le défi résultant du passage à un fédéralisme fiscal en période de vaches maigres.

Sur le plan politique, le nouveau Premier ministre a obtenu un vote de confiance du Parlement et a pris ses fonctions en juillet dernier. De nouvelles élections devraient cependant avoir lieu dès la fin de l'année 2022, ce qui constitue un aléa supplémentaire, notamment pour les investisseurs internationaux.

Des fondamentaux économiques fragiles

Au plan macroéconomique, le rôle contra-cyclique de l'instrument budgétaire a paradoxalement été atténué par les effets du confinement et les difficultés rencontrées par les autorités à exécuter la loi de finances dans son intégralité, conjuguée à des recettes budgétaires exceptionnelles de l'ordre de 2,2% du PIB : en conséquence le déficit des administrations publiques est revenu de 5,3% du PIB en 2019/20 à 4,2 % du PIB en 2020/21, ce qui soulève la question de la mise en œuvre des financements et de l'efficacité de la dépense publique. En outre, le solde courant s'est détérioré (équivalent à -8,2% du PIB en 2020/21 après -1% en 2019/20) sous l'incidence de la fermeture des frontières qui a pesé sur les recettes du tourisme. En revanche, les transferts des travailleurs népalais à l'étranger qui représentent près du quart du PIB népalais ont joué un rôle d'amortisseur de crise en demeurant stables sur la période.

La roupie népalaise est restée globalement stable en raison d'une moindre demande de devises liée à la modération de l'activité économique et dans la mesure où d'importants flux de financement officiels ont permis de maintenir à un niveau satisfaisant les réserves brutes de change (10,9 Mds USD mi-juillet) qui couvraient jusqu'à une date récente plus de huit mois d'importations, avant de s'inscrire à 6,8 mois fin décembre 2021, en liaison avec la dérive du déficit courant. Il convient toutefois de rappeler que cette stabilité résulte d'un ancrage *de facto* de la roupie népalaise à la roupie indienne à 1,6 NPR pour un INR, inchangé depuis 1993. Cet ancrage est probablement coûteux pour la Banque centrale et l'économie du pays, dans la mesure où il impose d'une part un niveau plancher de réserves et d'autre part une régulation très stricte des importations lorsque le niveau de réserves atteint un seuil critique.

ⁱⁱ L'exercice budgétaire au Népal débute le 16 juillet et s'achève le 15 juillet de l'année suivante.

Il permettrait néanmoins de réduire l'inflation, même si la corrélation entre l'IPC indien et l'IPC népalais paraît faible.

Enfin, la dette publique est estimée à 47,2% du PIB au terme de l'exercice 2020/21 et devrait culminer à 55,3% du PIB à l'horizon 2024/25. La part de la dette externe reste modérée (21% du PIB) et demeure constituée aux quatre cinquièmes par des passifs concessionnels (à près de 90% multilatéraux) ; la part résiduelle est entièrement financée par les résidents. La projection sur le temps long doit toutefois être prise avec de nombreuses précautions liées aux importants aléas économiques et sanitaires.

Les inquiétudes sur le secteur bancaire apparaissent justifiées

La forte augmentation des encours de crédit (+26,3% en 2020/21), notamment au secteur privé dans un contexte de marge de manœuvre limitée pour diversifier les portefeuilles de prêts au-delà des secteurs de l'immobilier, des terrains et de la construction, et d'un cadre réglementaire fragile constitue un risque à ne pas négliger, d'autant plus que les encours de crédits rapportés au PIB sont passés de 48% en janvier 2013 à 108% du PIB en décembre 2021. D'après les données de la Banque centrale népalaise, les banques commerciales seraient bien capitalisées, avec des ratios de fonds propres au-dessus des préconisations de Bâle IIIⁱⁱ. Les indicateurs de solidité financière rapportés masquent probablement des vulnérabilités (surtout avec la rapide expansion du crédit) et probablement une sinistralité accrue en termes de créances douteuses une fois les dispositifs de suspension du service de la dette (*forbearance*) caducs, ce qui impliquera des besoins de recapitalisation du secteur bancaire. En dehors du système bancaire existent également plusieurs milliers de coopératives, qui ne sont pas sous la supervision de la banque centrale. Les autorités provinciales devraient à l'avenir en assurer la supervision dans des conditions qui restent à préciser.

A plus long terme, un modèle économique en quête d'un second souffle

D'après le FMI, la reprise économique, estimée à 2,7% pour 2020/21, devrait s'accélérer à 4,7% en 2021/22, sous l'effet d'un déficit public appelé à se creuser pour atteindre 6,3% du PIB, en raison des retards dans la mise en œuvre de la dépense publique et de la reprise des dépenses d'investissement en infrastructure. Au-delà, une croissance de 5-5,5 % est envisageable sur le moyen terme, subordonnée toutefois à l'évolution de la situation sanitaire, à l'assainissement du secteur bancaire et à l'amélioration du climat des affaires permettant un cadre propice à l'investissement privé, aujourd'hui quasiment inexistant.

Le défi de la fédéralisation

La fédéralisation du pays est sans doute sur le fond un élément positif. Mais les nouvelles compétences dévolues aux autorités locales et les conditions de leur mise en œuvre doivent encore être précisées, notamment la question de la disponibilité des ressources humaines par exemple pour gérer les budgets locaux et la supervision des banques coopératives. Le coût « marginal » pour le gouvernement central est estimé par la Banque mondiale entre 8 et 9 % du PIB par an (soit près de 30 % du budget annuel).

La faiblesse des investissements directs étrangers

Les autorités affichent une ferme volonté d'attirer les investissements étrangers, pour le moment négligeables (0,3% du PIB en 2020/21). Elles ont créé des zones économiques spéciales au sein desquelles

ⁱⁱ Le *Capital Adequacy Ratio* et le *Tier 1* seraient de respectivement 14,2 et 11,1% en 2020/21 (contre 14,2 et 12% un an auparavant).

les entreprises bénéficient, sous réserve d'exporter 60% de leur production, de dix ans d'exemption fiscale et de la suppression du droit de grève. Malgré l'existence d'un *Investment Board*ⁱⁱⁱ, ces ZES ne sont pas opérationnelles et les autorités paraissent peu en mesure de remédier à cette situation à brève échéance. En dehors du cas des ZES, l'annonce en mai 2019 d'une forte augmentation du montant minimal des IDE ne semble pas cohérente avec la volonté de faciliter ces investissements.

Peu de marge de manœuvre pour réduire la dépendance du Népal à l'Inde

L'Inde est le premier partenaire commercial du Népal, absorbe 75% des exportations népalaises et fournit 63% des biens sur les marchés népalais. La balance commerciale bilatérale est par ailleurs largement excédentaire en faveur de l'Inde. C'est pourquoi il existe un risque non-négligeable d'inflation importée en provenance de l'Inde, compte tenu de l'ancrage à la roupie indienne et de la dérive attendue des prix dans ce dernier pays. Cette évolution pourrait contribuer à une poursuite de la dégradation du pouvoir d'achat des ménages, dans le sillage de la crise.

Commentaires

Après plusieurs années de croissance forte dans le cadre de la reconstruction du pays après les séismes de 2015, l'économie népalaise stagne depuis 2020. La consommation privée, les services comme le tourisme et la restauration, ainsi que la production industrielle et la construction ont été affectés par la crise sanitaire. Malgré la forte hausse de la dette publique pendant la crise, le risque de soutenabilité de celle-ci reste faible. Le déficit courant reste structurellement élevé et devrait se creuser en 2021/22 (-9,1% selon le FMI), malgré le niveau élevé de transferts de la diaspora. Le financement de la balance des paiements devrait être assuré par des prêts multilatéraux et concessionnels, tandis que les réserves en devises constituent encore des coussins de sécurité conséquents, tout en ayant décliné en-deçà du niveau plancher de sept mois d'importations que s'impose la Banque centrale. S'agissant du secteur bancaire, la supervision prudentielle doit être améliorée. C'est pourtant dans ce contexte pour le moins fragile que l'Assemblée générale de l'ONU a adopté en novembre dernier la proposition de son conseil économique et social de faire sortir le Népal de la catégorie des pays les moins avancés, dans laquelle il figurait depuis 1971, pour intégrer celle des pays en développement à revenu intermédiaire à l'horizon 2026.

ⁱⁱⁱ Dont les compétences seront partiellement reprises par les autorités locales dans le cadre de la fédéralisation.

ANNEXES

Annexe n°1 : Principaux indicateurs de l'économie népalaise, données FMI décembre 2021

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22 (e)	2022/23 (e)
PIB (Mds USD, prix courants)	34,2	34	34,7	37,2	40,5
Croissance du PIB réel (% g.a.)	6,7	-2,1	2,7	4,4	6,3
Inflation moyenne (% g.a.)	4,6	6,1	3,6	5,7	5,8
Epargne (% PIB)	34,4	27,4	33,3	35,5	35,6
Investissements (% PIB)	41,4	28,4	41,5	44,6	41,8
Exportations de biens (% g.a.)	12,1	-6,4	30	7,8	8,8
Importations de biens (% g.a.)	5,4	-18,2	25,7	10,9	0,9
Remises des travailleurs étrangers (% PIB)	22,7	22,2	23,5	22,1	21,3
Solde courant (% PIB)	-6,9	-1	-8,2	-9,1	-6,2
Recettes publiques (% PIB)	22,4	22,1	24,2	24,7	25,6
Dépenses publiques (% PIB)	27,3	27,4	28,5	31	30,9
Déficit public (% PIB)	5	5,3	4,2	6,3	5,5
Déficit primaire (% PIB)	4,5	4,7	3,4	5,4	4,5
Dette (% PIB)	33,1	42,2	47,2	51,6	53,6

Annexe n°2 : Principaux indicateurs de la dette publique népalaise, FMI, décembre 2021

2019/20	M USD	% de la dette	% PIB
Dette externe	6723	48,6	19,8
Dette multilatérale dont :	5930	42,8	17,5
Banque mondiale	3341	24,1	9,8
Banque asiatique de développement	2243	16,2	6,6
FMI	280	2	0,8
Autres multilatéraux	66	0,5	0,2
Dette bilatérale dont :	793	5,7	2,3
JICA	296	2,1	0,9
Exim Bank of China	216	1,6	0,6
Exim Bank of India	206	1,5	0,6
Exim Bank of Korea	52	0,4	0,2
Dette domestique	7121	51,4	21
Dette détenue par les résidents dont :	7121	51,4	21
t-bonds	3338	24,1	9,8
Prêts	1818	13,1	5,3
t-bills	1763	12,7	5,2

Afghanistan

L'économie afghane, caractérisée par la prépondérance de l'agriculture et de l'informalité, ne parvient pas à retrouver un sentier de croissance stable et durable, le pays étant régulièrement en proie à des forces centrifuges. Si l'aide multilatérale est parvenue à maintenir l'économie à flot, l'arrivée au pouvoir des talibans constitue un nouveau choc exogène. Le gel des réserves de change, la pénurie de liquidités et la suspension de l'aide au développement ont mis un coup d'arrêt au statu quo existant depuis une dizaine d'année. Les conditions sur lesquelles les Etats donateurs s'accorderont pour reprendre le soutien financier à l'Afghanistan, indispensable aujourd'hui à la survie de la population, constitueront un élément déterminant de la capacité du pays à s'inscrire dans une trajectoire de reprise.

L'économie afghane confrontée à de nombreux défis et sous perfusion

L'économie afghane stagne depuis 2013

Après une décennie de croissance moyenne à 9,3%, l'économie afghane a fortement ralenti à partir de 2013, n'enregistrant plus qu'une croissance moyenne de 1,6% sous l'effet de l'instabilité et des violences perpétrées par les groupes terroristes et plus récemment la pandémie de Covid-19 en 2020 (cf. *infra*). En outre, depuis quelques années, la croissance étant inférieure à celle de la population, le PIB par habitant stagne, n'ayant augmenté que de 5% entre 2010 et 2020ⁱ.

L'économie afghane est agricole, dépendante des importations et majoritairement informelle

L'économie afghane se caractérise par : (i) l'importance du secteur agricole en expansion constante malgré la pandémie (+7,5% en 2019, +5% en 2020ⁱⁱ), qui représente un quart du PIB et dont 60% de la population dépendⁱⁱⁱ, (ii) sa dépendance structurelle aux importations qui comptent en moyenne pour 34% du PIB entre 2018 et 2020 et le déficit commercial 30%^{iv}, et enfin (iii) son niveau d'informalité qui représenterait 80% à 90% de l'activité économique totale en 2017 selon le Bureau des statistiques afghan. Les tensions sécuritaires préviennent le développement du secteur privé, alors que la corruption gangrène les institutions, l'Afghanistan apparaissant ainsi comme 168^{ème} sur les 180 pays classés par *Transparency international*^v. Par conséquent, l'économie est fortement pénétrée par les activités illicites, tel le trafic de l'opium qui représenterait entre 6 et 11% du PIB, soit davantage que les exportations afghanes de produits licites^{vi}, et dont la culture empiète sur celles des denrées alimentaires, finance le terrorisme et alimente l'insécurité. Les minéraux et pierres semi-précieuses font également l'objet de trafics qui ne profitent pas à l'économie. Ces ressources sont exploitées à petite

ⁱ En 2020 le PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat était de 2 328 USD (dollar de 2017)

ⁱⁱ Les chiffres pour 2020 et 2021 sont des estimations

ⁱⁱⁱ [Background | Agricultural production assessment and scenarios in Afghanistan | Food and Agriculture Organization of the United Nations \(fao.org\)](#)

^{iv} L'Inde et le Pakistan sont les premières destinations à l'export des produits afghans. En 2019, 47,9% de ces derniers rejoignent le marché indien contre 35% le marché pakistanais. La Chine est le troisième partenaire à l'export avec 5% en 2019 (4% en 2018). Pour ce qui est des importations, l'Afghanistan se tourne surtout vers, les pays d'Asie centrale qui représentent, en 2019, 24% du total des exportations, suivis par l'Iran avec 18%, puis la Chine 17%, le Pakistan 13% et l'Inde 6%.

^v En juin 2020 un rapport des Nations Unies regrettait que la stratégie anti-corruption, définie en 2017, ne se soit pas poursuivie en 2019 ;

^{vi} Cette culture est bien souvent une stratégie de survie pour de nombreux agriculteurs vivant sous le seuil de pauvreté et reflète les difficultés rencontrées par ces derniers pour accéder aux marchés légaux.

échelle et bien souvent par les talibans alors que la valeur ajoutée de cette industrie est estimée à 1 Md USD^{vii}.

L'aide au développement, indispensable à l'économie et à la population

Malgré les progrès réalisés ces dix dernières années du côté des recettes publiques qui sont passées de 3% du PIB en 2002 à 14,1% en 2019 (en partie liée à l'évolution du dénominateur), un chiffre comparable aux performances des pays à faible revenu, l'Afghanistan reste largement tributaire de l'aide internationale^{viii}. Celle-ci représentait 40% de son PIB et finançait en grande partie son déficit courant avant la prise de pouvoir des talibans.

L'aide au développement est d'autant plus indispensable qu'une grande partie des dépenses publiques sont captées par la sécurité qui couvre à elle seule 36% du total des dépenses^{ix} et représente 10% du PIB en 2020, alors qu'en moyenne les pays à faible revenu n'y consacrent que 3% du PIB selon la Banque mondiale. A titre de comparaison, les dépenses d'éducation et de santé comptent pour quelque 1,7% du PIB seulement.

L'incidence de la pandémie

Une économie durement touchée par la pandémie

La crise du Covid-19 a fait reculer l'économie de 1,9% en 2020, après une croissance de 3,9% en 2019. La pandémie a également eu un impact significatif sur l'inflation. Historiquement volatile, elle atteint en moyenne 5,4% en 2020 contre 2,3% en 2019.

Selon les estimations de novembre 2020 du PNUD, l'économie afghane aurait nécessité quatre ans pour être en mesure de revenir à la situation de pré-Covid^x. En janvier, l'Inspecteur général spécial américain pour la reconstruction de l'Afghanistan (SIGAR) estimait, par ailleurs, que la pauvreté était passée de 55% à 72% en 2020. La campagne de vaccination a débuté en février mais a été rapidement contrainte par la disponibilité des vaccins et les lacunes des capacités administratives.

La réponse nationale et internationale face à la pandémie

Le gouvernement afghan a répondu significativement à la crise sanitaire avec 2,1% du PIB consacrés à la lutte contre la pandémie en 2020. Cette mobilisation a été rendue possible par un large support financier de la communauté internationale. Eu égard à la ventilation de l'aide au développement apportée en 2020, 26% a été consacrée à la lutte contre la pandémie (454 MUSD sur les 1,7 Md USD d'aide totale au développement). Cependant, l'effort budgétaire consenti par les autorités afghanes a conduit à une aggravation du déficit (-2,2% en 2020 contre -1,1% en 2019) et de l'endettement public (7,5% du PIB en 2020 contre 6,1% en 2019^{xi}).

^{vii} Le rapport annuel de l'*UN Analytical Support and Sanctions Monitoring Team* estimait en 2014 que les talibans recevaient plus de 10 M USD par an de l'exploitation de 25 à 30 mines illégales dans la province de Helmand.

^{viii} L'aide internationale apportée à l'Afghanistan est à moitié constituée d'une aide opérationnelle dans le domaine de la sécurité et pour l'autre d'une aide liée aux problématiques de développement. Cette dernière est elle-même scindée en une aide discrétionnaire^{viii} et non discrétionnaire, la seconde l'emportant sur la première.

^{ix} Chiffres du gouvernement afghan *Medium Term Fiscal Framework 2021*

^x Dans son rapport *Socio-economic impacts of COVID-19 in Afghanistan – Country Note IV – Fiscal Options in Response to Coronavirus Crisis*, le PNUD estime que le pays aura besoin d'une augmentation de 6 Mds USD d'aide internationale mais aussi de réformes sociales et d'échanges internationaux approfondis.

^{xi} Chiffres du FMI

L'avenir de l'économie afghane après la prise de pouvoir des talibans

À l'été 2021, les talibans ont rapidement pris le contrôle des postes frontières, des principales villes et enfin de la capitale, sans grande résistance de la part des autorités. Sous l'autorité talibane, l'avenir de l'économie afghane apparaît désormais très incertain.

En premier lieu, l'aide multilatérale a été drastiquement réduite et en particulier celle allouée au développement. Cette dernière est en effet suspendue à l'accord de la communauté internationale sur la reconnaissance du gouvernement taliban. Les positions divergent entre les Etats prêts à reconnaître le gouvernement taliban (Chine, Russie) et les Occidentaux plus prudents, conditionnant leur reconnaissance à des engagements envers les droits humains^{xii}. Une partie de l'aide humanitaire a cependant été maintenue, le Trésor américain (*Office of Foreign Asset Control*) ayant délivré une licence pour faciliter le flux d'aide à l'Afghanistan fin août 2021 et l'Union européenne annoncé un plan de soutien de 1 Md EUR à destination de l'Afghanistan et des réfugiés afghans dans les pays voisins.

Néanmoins, en réaction à l'arrivée au pouvoir des talibans, le FMI, sous la pression américaine, a gelé les réserves de l'Etat afghan, pour la plupart domiciliées sur le territoire américain et estimées à 9,4 Mds USD en avril 2021. Le gel des réserves a asséché les liquidités et selon un récent rapport du PNUD, les systèmes bancaire et financier afghans, déjà fragiles, pourraient s'effondrer. Le total des dépôts du système bancaire afghan a été ramené de 2,8 Mds USD fin 2020 à 2 Mds USD en septembre et aurait poursuivi son recul à 1,7 Md USD fin 2021. En outre, le marché du crédit s'est effondré et le ratio des prêts non-performants a doublé depuis la fin de l'année 2020, porté à 57% fin septembre. En réaction, les talibans ont imposé un plafond de retrait, d'un maximum de 400 USD.

L'interruption de l'aide non humanitaire, le gel des avoirs en devises et les pénuries de liquidités induites pourraient provoquer une contraction de 20 à 30 % du PIB^{xiii}. La première solution pour l'Afghanistan résiderait dans les investissements de pays avec lesquels le gouvernement taliban négocie déjà, en particulier la Chine, l'Iran, le Pakistan, le Qatar ou les Emirats arabes unis.

Commentaires

La situation de l'économie afghane, largement sous perfusion avant la prise de pouvoir par les Talibans en août 2021, s'est nettement dégradée depuis et fait courir un risque humanitaire élevé à une grande partie de la population. Les positions de la communauté internationale ont donc évolué au cours des six derniers mois, qui a admis à tout le moins la nécessité d'une réponse humanitaire aux maux dont souffre la population afghane. Pour autant, le défi est de taille, car même si le Trésor américain a délivré plusieurs licences facilitant le transfert de l'aide humanitaire, celle-ci, majoritairement apportée par les bailleurs multilatéraux, bute sur la distribution effective des enveloppes aux ayants-droits, faute d'un système bancaire en état de fonctionner et de la faible acceptation des paiements digitaux. En outre, il n'est pas exclu qu'en l'absence de contrôle de l'acheminement des fonds, cette aide ne soit détournée de sa finalité.

^{xii} Le montant exact détenu aux Etats-Unis n'a pas été communiqué ;

^{xiii} Déclaration de Jihad Azour, directeur du département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI à l'occasion de la publication du dernier rapport économique régional ;

Bhoutan

Le Bhoutan appartient à la catégorie des **pays les moins avancés** selon la classification de la CNUCED. Depuis les années quatre-vingt, sa **croissance annuelle moyenne (7,5%) figure parmi les plus rapides au monde** et la **pauvreté**ⁱ a été **réduite** de près de deux tiers (36% à 12%) entre 2007 et 2017. Le royaume himalayen se caractérise par sa **géographie difficile et son enclavement**, alors que sa frontière avec la Chine est fermée depuis les années cinquante. **L'Inde est son principal partenaire commercial** (90% de ses exportations et 77% de ses importations en 2020)ⁱⁱ, son premier créancier avec 70% de la dette extérieure. Enfin, l'économie bhoutanaise est tributaire des transferts de la diaspora qui représentaient 8% du PIB en 2020ⁱⁱⁱ et 3% de janvier à juillet 2021^{iv}, et fortement dépendante de la production d'hydroélectricité (26% du PIB), exportée vers l'Inde, et du tourisme dont les revenus représentaient 3,8% du PIB en 2019.

Bilan 2021 : l'économie bhoutanaise fortement affectée par la crise sanitaire

Ralentissement de la croissance et hausse de l'inflation

La pandémie de Covid-19 a mis à l'arrêt de nombreuses activités, l'économie s'étant contractée de 0,8% en 2019/20. Le PIB aurait continué d'enregistrer une récession de 1,9% en 2020/21 avant de reprendre le chemin de la croissance en 2021/22 à 4,2%^v. Au 22 décembre 2021, le Bhoutan ne recensait pourtant que trois décès liés au Covid-19, plus de 73% de sa population étant vaccinée. Toutefois la pandémie et les restrictions sanitaires pourraient remettre en cause les progrès réalisés ces dernières années, comme le reflète le recul du PIB par habitant de 3 359 USD en 2019/20, à 3 296 USD en 2020/21. En outre, la pauvreté pourrait progresser à 11,6% en 2020, contre 10,9% en 2019^{vi}.

La pandémie et la fermeture des frontières terrestres avec l'Inde ont également perturbé les chaînes d'approvisionnement et conduit à une hausse de l'inflation à 4,2% en moyenne en 2019/20, contre 2,8% en 2018/19, la hausse étant estimée à 6,3% pour 2020/21 et 6,9% pour 2021/22^{vii}. Or l'accélération de l'inflation s'accompagne de l'aggravation de l'insécurité alimentaire, dans la mesure où l'inflation est majoritairement portée par la hausse des prix des denrées alimentaires.

Seul le secteur hydroélectrique a connu une croissance significative de 31,5%^{viii} en 2020/21. Mais cette hausse est surtout conjoncturelle puisqu'attribuée à des pluies plus abondantes et à la mise en service du projet *Mangdechhu*^{ix}.

L'activité du second secteur de l'économie, le tourisme, est restée atone. S'il lui a permis de générer d'importants revenus, estimés à 88,65 M USD en 2019 et d'employer 16% de la population en âge de travailler^x, les revenus de 2020 ne représentent que 9,2 M USD, soit quelque 10% de ceux de 2019.

Dégradation des finances publiques alors que le service de la dette pèse sur la relance

En parallèle, les recettes publiques ont chuté de 13% entre 2019/20 et 2020/21 en raison des mesures de soutien et d'allègement fiscal, de la diminution de la consommation privée ainsi que des importations. Au-delà, la faiblesse des recettes est structurelle, l'assiette fiscale étant étroite, en raison du faible développement du secteur privé et les prélèvements obligatoires représentent 9% du PIB contre environ 20% au Népal et 18% en Inde. Par conséquent, le déficit public se creuse de 2,8% en 2019/20 à 9,6% du PIB en 2020/21 et 7,1% en 2021/22^{xi}.

Avec un endettement à hauteur de 123,4% du PIB en 2020/21, le Bhoutan apparaît comme le pays le plus endetté d'Asie du Sud. La dette est majoritairement externe et liée au développement de centrales hydro-électriques (72% du total de la dette publique), financées en partenariat avec l'Inde, alors que l'indexation de la monnaie bhoutanaise au pair avec la roupie indienne permet de réduire le risque de change. En outre, la dette extérieure non hydroélectrique (20,4% du PIB en 2020/21^{xii}) est principalement constituée de passifs concessionnels auprès de la Banque asiatique de développement et de la Banque mondiale. Ainsi 95% de la dette est de long terme, d'échéance moyenne à onze ans, et la part domestique compte pour seulement 2,2% du PIB. Si le risque de défaut paraît faible, son niveau actuel et l'alourdissement des échéances constituent un défi pour une reprise pérenne de l'économie bhoutanaise. En effet, le ratio service de la dette/exportations est attendu en hausse de 11,7% en 2020/21 à 21,2% en 2021/22 et les remboursements s'accéléreront dès 2026 avec les premières échéances du prêt de la centrale hydroélectrique Punatsangchhu-I.

Les perspectives

Si la relance de l'économie bhoutanaise est étroitement liée à l'évolution de la pandémie, qui déterminera entre autres la reprise des activités touristiques, d'autres pistes pourraient être explorées en vue de permettre au Bhoutan de desserrer les contraintes bridant son développement.

La première piste à moyen terme serait de relancer les investissements, en particulier dans les infrastructures, alors que ces derniers diminuent de 29% en 2019/20 et devraient continuer à se contracter, de 8,1% en 2020/21^{xiii}. Malgré une épargne équivalente à 27,2% du PIB en 2020/21 contre 14,4% en 2019/20, cette baisse résulte d'un effet de base favorable consécutif à la contraction du PIB ainsi qu'au développement d'une épargne de précaution. Il s'agirait ainsi de favoriser le développement du secteur privé et surtout de diversifier l'économie. En effet, alors que le tourisme est à l'arrêt, la dépendance du Bhoutan à l'hydroélectricité, malgré son dynamisme, le rend vulnérable aux chocs climatiques d'une part, et macroéconomiques d'autre part, pouvant affecter le cycle d'investissement indien. La diversification de l'économie permettrait ainsi d'augmenter les emplois, insuffisants dans le secteur hydroélectrique et d'élargir les assiettes fiscales, dans un contexte où près de 90% de l'emploi est informel^{xiv}. Sur ce dernier point, le gouvernement pourrait réinscrire à l'ordre du jour la mise en œuvre de la GST (TVA), repoussée en raison de la pandémie. Toutefois les opportunités de diversification en particulier vers l'industrie apparaissent limitées, compte tenu de l'enclavement du pays, de la faiblesse de ses ressources, et de sa géographie montagneuse.

En complément, la relance des investissements bénéficierait d'une ouverture plus importante aux investissements directs étrangers (IDE)^{xv}. Le cadre amendé en 2012 demeure restrictif dans certains secteurs et le processus d'approbation est lourd et chronophage. Le Bhoutan se classe ainsi 89^{ème} au classement *Ease of doing business 2020* de la Banque mondiale et perd 24 places par rapport à 2019. Il accuse notamment un important retard sur les critères relatifs au démarrage d'une activité (103^{ème} ; -15 places) et à l'obtention de crédits (94^{ème} ; -17 places).

Ce dernier critère montre enfin la nécessité de poursuivre les efforts d'inclusion financière, nonobstant d'importants progrès, notamment du côté des équipements : si le nombre de DAB a presque doublé entre 2017 et 2020, seuls 22% des adultes disposaient d'une facilité de crédit en 2019 alors que 76% étaient titulaires d'un compte épargne^{xvi}. Pour ce faire, le gouvernement parie notamment sur le développement du numérique et des paiements en ligne favorisés par la pandémie^{xvii} et seul secteur à même de désenclaver le Bhoutan.

Commentaires

Les perspectives économiques à court terme paraissent cependant grevées par le niveau élevé de la dette du pays, l'évolution de la conjoncture économique et du commerce mondial ainsi que par les aléas pesant sur le cycle économique de l'Inde, principal débouché du Bhoutan. La croissance, qui devrait être négative sur l'ensemble de l'exercice 2020/2021, rebondira en partie grâce à l'incidence favorable de l'effet de base. Dans un contexte où les assiettes fiscales, conjuguées à un faible taux d'épargne, demeurent étroites, le financement de l'investissement productif devrait continuer à s'effectuer de manière externe et de manière prépondérante par l'Inde.

ⁱ Vivre avec moins de 3,2 USD par jour, selon la Banque mondiale.

ⁱⁱ Ministère du Commerce, [rapport annuel](#)

ⁱⁱⁱ Sur le total des envois de fonds reçus par l'intermédiaire de canaux formels, 80% proviennent d'Australie tandis que ceux des États-Unis et du Moyen-Orient représentent respectivement 10% et 2,5%.

^{iv} Royal Monetary Authority, [Monthly Statistical Bulletin](#) décembre 2021

^v FMI, World Economic Outlook, octobre 2021

^{vi} Données de la Banque mondiale

^{vii} FMI, World Economic Outlook, octobre 2021

^{viii} Druk Green Power Corporation

^{ix} Le projet hydroélectrique de Mangdechhu est une centrale d'une capacité de 720 MW construite sur la rivière Mangdechhu dans le district de Trongsa Dzongkhag, au centre du Bhoutan, dont la construction a commencé en 2012 et financée à 70% par un emprunt auprès du gouvernement indien et 30% par des subventions. Source : [Mangdechhu Hydroelectric Project, Bhutan, News on Renewable, Nuclear, Fossil, Technology, Market Data - Power Technology \(power-technology.com\)](#).

^x Selon les données du Tourism Establishment Census of Bhutan 2021 et du [Covid-19 and social protection in South Asia](#), UNICEF septembre 2020

^{xi} FMI, World Economic Outlook, octobre 2021

^{xii} Royal Monetary Authority, [Monthly Statistical Bulletin](#) décembre 2021

^{xiii} Données Banque mondiale.

^{xiv} [Covid-19 and social protection in South Asia](#), UNICEF et l'OIT, septembre 2020

^{xv} Selon le rapport annuel des IDE publié début 2021, sur les dix projets d'IDE approuvés en 2020, cinq projets concernaient le secteur manufacturier et six celui des services. Les ferro-alliages et l'informatique ont été les secteurs les plus attractifs. Si le nombre de projets approuvés est en diminution (12 en 2019), leur valeur augmente de 80 % et passe de 1 166 Mds BTN en 2019 à 2 104 Mds BTN en 2020. L'Inde est le premier investisseur étranger au Bhoutan (47%) suivi par Singapour (19%) et la Thaïlande (11%). 92 projets ont été financés par des IDE au Bhoutan et 64 % des IDE approuvés ont pour l'instant débouché sur une activité commerciale.

^{xvi} [State of the Financial Inclusion 2020, Royal Monetary Authority](#), on compte en 2020 5,7 DAB pour 10 000 adultes.

^{xvii} La branche internationale de la *National Payment Corporation of India* (NPCI) et la Banque centrale bhoutanaise (RMA) se sont associées en 2021 pour développer le système de paiement par code QR (BHIM UPI QR-code based) au Bhoutan via le *Bharat Interface for Money* (BHIM). Le système BHIM devrait ainsi permettre des transactions facilitées entre les citoyens indiens et bhoutanais, améliorer la transparence des transactions et réduire les coûts de transaction. Le paiement par QR-code s'est largement développé au Bhoutan avec la pandémie et on dénombre désormais 356 157 utilisateurs de « QR-code », à partir d'un compte enregistré dans le pays, pour un total de 780 000 habitants.

ANNEXES

Annexe n°1 : Principaux indicateurs de l'économie bhoutanaise, données FMI octobre 2021

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22 (e)	2022/23 (e)
PIB (Mds USD, prix courants)	2,5	2,5	2,5	2,7	3,0
PIB/hbt (USD, prix courants)	3 371	3 359	3 296	3 605	3 889
Croissance du PIB (% g.a.)	4,3	-0,8	-1,9	4,2	5,7
Epargne (% PIB)	12,7	14,4	27,2	28,5	29,8
Investissements (% PIB)	38,3	34,5	40,8	40,5	39,6
Exportations de biens et services (% g.a.)	-0,1	5,2	27,5	34	15
Importations de biens et services (% g.a.)	2,0	-9,3	-24,8	18,8	0,8
Inflation (% g.a.)	2,8	4,2	6,3	6,9	5,2
Recettes publiques (Mds USD)	556	696	605	698	747
Recettes publiques (% PIB)	24,3	29,5	24,9	26,0	25,0
Dépenses publiques (Mds USD)	582	761	838	889	887
Dépenses publiques (% PIB)	25,5	32,3	34,5	33,2	29,7
Déficit public (% PIB)	1,2	2,8	9,6	7,1	4,7
Déficit primaire (% PIB)	0,2	2,3	8,5	5,8	3,4
Dette (% PIB)	106,6	120,7	123,4	120,6	117,4

Annexe n°2 : Principaux indicateurs de la dette publique bhoutanaise, Banque centrale, décembre 2021

Part dans la dette publique totale du Bhoutan	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Dette en USD	26%	26%	29%	29%
<i>Banque mondiale</i>	9%	10%	11%	11%
<i>Banque asiatique de développement</i>	10%	11%	12%	12%
<i>JICA</i>	2%	2%	1%	1%
Dette en INR	74%	74%	71%	71%
<i>Hydroélectrique</i>	66%	66%	61%	62%
<i>Ligne de crédit du gouvernement indien</i>	4%	4%	3%	3%
<i>Swap de la RBI</i>	4%	4%	7%	6%

Maldives

Situation de l'économie en 2020/21 et perspectives

En 2021, Les Maldives ont enregistré un spectaculaire rebond de la croissance porté par le dynamisme du tourisme grâce à une bonne gestion de la crise sanitaire. Mais les déficits public et courant sont élevés ainsi que le niveau de la dette, que le FMI juge insoutenable. Toutefois, à court terme, l'archipel est parvenu à repousser les risques de défaut grâce à des émissions de *Sukuk*. Le gouvernement a décidé de poursuivre son plan d'investissement dans les infrastructures, financé à crédit par l'Inde, qui fait peser un risque important sur les équilibres macroéconomiques.

Une reprise économique d'une ampleur imprévue, mais fragile

Les Maldives bénéficient d'une reprise spectaculaire de l'activité touristique en 2021 (1,3 M d'entrées, +138% en g.a., et 76% des entrées mais 94% des nuitées de 2019). Les trois premiers trimestres sont ainsi marqués par un très fort rebond de la croissance (+30,8% en g.a.). Sur l'année, les projections tendent vers 30% (après -33,5% en 2020), bien au-delà des estimations initiales du FMI et de la Banque mondiale (18,9 et 22,3%). La Banque centrale (MMA) table sur 31,6%, ce qui permettrait un rattrapage partiel (-12,4%) du PIB réel de 2019. Le PIB nominal atteindrait ainsi en fin d'année 5,0 Md USDⁱ, soit 8790 USD par habitant (82,3% du niveau de 2019 en valeur réelle).

La vigueur de la reprise tient avant tout à la bonne gestion de la crise sanitaire qui a permis le redémarrage du tourisme (réouverture du pays dès le 15 juillet 2020, 68% de la population vaccinée avec deux doses, campagne pour la troisième entamée) mais également à l'important soutien public pour faire face à l'épidémie de Covid : 188 MUSD en 2020 (4,7% du PIB) puis 60,7 MUSD en 2021 (1,2% du PIB) pour les programmes *COVID Health and Social Spending* et *Economic and Relief Package*. Au cours des neuf premiers mois, le secteur tertiaire compte pour 76,9% du PIB (24,0% pour le tourisme au sens strict, 10,9% pour les transports et télécommunications, 10,2% pour l'administration publique, 7,9% pour l'immobilier), le secteur secondaire pour 9,0% (4,5% pour la construction) et le secteur primaire pour 4,8% (3,5% pour la pêche).

Tiré par la reprise du tourisme (+113% en g.a.), le secteur tertiaire porte la croissance (+34,6% en g.a. pour les neuf premiers mois). Le secteur primaire, qui n'avait pas souffert de la crise, croît plus faiblement, à 1,8% sur la période. Le secteur secondaire accuse encore le coup de la crise, à -6,1% en g.a., et -28,7% par rapport à 2019, principalement du fait du recul du secteur de la construction (-13,7% en g.a. et -41,0% par rapport à 2019).

Avec la reprise économique, les institutions de dépôts réalisent d'excellentes performances sur les trois premiers trimestres : leur revenu net après opérations exceptionnelles et impôts double en g.a. (+42% par rapport à 2019 en valeur nominale), leur ROA oscille entre 3,5 et 4,3% (après une chute à 1,7% au T4 2020) et leur ROE entre 16,2 et 32,0% (après une chute à 7,7%), retrouvant des niveaux d'avant-crise. Leur exposition au risque diminue : les fonds propres ajustés du risque (*Capital Adequacy Ratio*) sont très élevés, à 48,8% au T3 2021, et le taux de NPL chute à 7,5% sur ce trimestre. Ils sont provisionnés à 98,7%.

En 2022, en raison du poids du tourisme dans l'économie, les évolutions de la croissance seront étroitement corrélées à l'évolution de la crise sanitaire, tant localement que dans le reste du monde.

ⁱ Par la suite, c'est cette estimation qui est retenue pour les montants rapportés au PIB.

Une nette dégradation des finances publiques

En dépit de la reprise économique, les finances publiques constituent l'un des talons d'Achille du pays. Le budget révisé pour 2021 estime les recettes à 1,3 Md USD (+29,2% par rapport à 2020), portées notamment par la taxe sur les biens et services touristiques (un tiers des recettes fiscales). Les dépenses progressent aussi, à 2,1 Mds USD (+13,0%), avec une hausse importante des opérations liées à la dette publique (22% du total). Le déficit budgétaire est très élevé, à 846 M USD, soit 16,9% du PIB (après 22,7% en 2020 et 6,6% en 2019). Son financement est externe pour 46,2% du total, et domestique pour les 53,8% restants.

Malgré la dégradation des finances publiques, le gouvernement a poursuivi son ambitieux plan d'investissement public (PSIP, 339 MUSD) qui vise d'abord à améliorer la connectivité de l'archipel afin d'augmenter la fréquentation touristique.

Le budget 2022 table sur une hausse des recettes dans une proportion supérieure aux dépenses. Il prévoit néanmoins un déficit qui reste élevé, à 11,2% du PIB. L'approche de l'élection présidentielle, en 2023, pourrait inciter à la dépense publique dans les projets d'infrastructures. Les dépenses environnementales occupent une place accrue.

La politique monétaire de la MMA est demeurée peu active en 2021. Après avoir abaissé les ratios de réserves obligatoires sur les dépôts en rufiyaa et en devises de 250bp en 2020 à 7,50%, elle a ramené le premier à 10,00% et réduit plus avant le second, à 5,00%, afin de favoriser les liquidités en devises. Ses autres taux sont inchangés depuis 2014 : taux Lombard à 10,00%, taux de prise en pension à 7,00%, taux de rémunération des dépôts à 1,50%. Son encours obligataire est stable sur l'année (383 MUSD). Ses avances et prêts au gouvernement augmentent un peu à 233,8 MUSD, dans le cadre d'une facilité mise en place au début de la crise et prolongée jusqu'en avril 2022.

La rufiyaa reste ancrée sur le dollar (au taux de 1 USD = 15,4 MVR), ce qui a contribué à maintenir l'inflation à un faible niveau (0,13% en novembre en g.a., après -1,3% en 2020). L'écart de taux pratiqué sur le marché parallèle (jusqu'à 1 USD = 18-19 MVR) s'est réduit avec l'arrivée des touristes et l'abondance de dollars.

La dollarisation est très importante (46,5%), du fait de l'ouverture de l'économie, d'une faible épargne intérieure et de l'importance des banques étrangères. Une politique de dé-dollarisation, bien qu'évoquée, reste à concrétiser.

Malgré une embellie, le déficit du solde courant est structurellement important

La reprise économique est caractérisée par une forte hausse des importations (carburant, denrées alimentaires, équipements mécaniques, produits chimiques et manufacturés...), à 2,3 Mds USD entre janvier et novembre (+36,4% en g.a.). Les exportations, faiblement diversifiées (produits de la pêche surtout) et d'un volume habituellement limité, progressent peu, à 252,7 MUSD (+0,5% en g.a.), encore en-deçà des niveaux d'avant-crise. Le déficit commercial, structurel et tiré par le tourisme et la construction, fortement importateurs, est projeté à 2,1 Mds USD (creusement de 47,6% par rapport à 2020), soit 42,9% du PIB. Rapporté au PIB, il retrouve son niveau en 2019 (2,4 Mds USD). La MMA l'estime encore à 42,5% du PIB en 2022. A l'inverse, les échanges de services profitent nettement de la reprise du tourisme. D'après les dernières projections, sans doute encore sous-estimées, les exportations atteignent 3,2 Mds USD (+63,5% par rapport à 2020) et sont très supérieures aux importations (1,0 Md USD, +38,7%). Le solde sur l'année serait largement excédentaire, à 2,1 Mds USD (+169,7% par rapport à 2020), supérieur à celui de 2019 (2,0 Mds USD).

Les revenus primaires et secondaires sont négatifs. Les revenus d'investissement se creusent de 46,7% à -469,5 MUSD et se rapprochent des niveaux d'avant-crise. Les transferts de devises vers l'étranger, par

les travailleurs migrants installés aux Maldives, reprennent (+25,0% à 495,7 MUSD, après une chute d'un tiers en 2020).

Le déficit courant atteindrait 901,3 MUSD, soit 18,0% du PIB, nettement en-deçà de 2020 (29,9% du PIB) et 2019 (26,5% du PIB), y compris en valeur absolue. La MMA prévoit son creusement à -1,18 Md USD en 2022 (20,9% du PIB).

Le compte financier affiche un excédent de 444,9 MUSD en 2021. Les entrées nettes d'investissements de portefeuille reprennent fortement (+307,5 MUSD, 3,46 fois le niveau de 2020). Les IDE entrants, à 425 MUSD, restent néanmoins faibles (44,2% du niveau de 2019), et même inférieurs au niveau de 2020.

La trajectoire de la dette publique apparaît non soutenable

Sous l'effet de la hausse du PIB, la dette de l'Etat recule à 101% du PIB au T3 2021 (5,0 Mds USD), contre 115% fin 2020. Elle est néanmoins en forte hausse en valeur nominale (+16,2% depuis fin 2020, +42,7% depuis fin 2019). Sa part externe atteint 39,4% du PIB au T3 (1,97 Md USD) et sa part en devises étrangères 48% du total au T2.

La dette publique interne est à 98% constituée de titres obligataires au T2 2021, détenus essentiellement par le secteur bancaire et financier. Les bons du Trésor sont adjugés à taux fixe (3,5% à 1 mois, 4,23% à 6 mois, et 4,6% à 1 an) et souscrits intégralement. Les obligations (maturité supérieure à 1 an) sont adjugées sur la base de placements privés.

Le précédent gouvernement s'était appuyé sur la Chine pour financer ses investissements (notamment le pont de l'amitié qui relie l'aéroport à Male et la construction de tours d'habitations dans la ville nouvelle d'Hulhumale). Ainsi fin 2020, la dette extérieure publique (à 2,5 Mds USD) était détenue à 53% par des créanciers chinois. En 2018, le nouveau gouvernement a effectué un renversement d'alliance et s'appuie désormais massivement sur l'Inde (1,3 Md de nouveaux engagements depuis 2019) pour financer des infrastructures dont la rentabilité économique est parfois sujette à caution. En juin 2021, la dette extérieure de l'Etat se décomposait en crédit-acheteur pour 36%, dette multilatérale pour 24%, obligations pour 21% et dette bilatérale pour 19%. 35% du total était détenu par l'Eximbank chinoise. Le Fonds Abu Dhabi pour le Développement, la Banque mondiale, le Fonds saoudien pour le développement, la BASD et le Fonds OPEC pour le développement international en possédaient 5 à 6% chacun.

La dette garantie, qui recouvre essentiellement des prêts aux entreprises publiques effectués par des créanciers externes, atteint 18 Mds MVR, soit 23% du PIB et 1,2 Mds USD. La dette publique totale (incluant la dette garantie) atteint ainsi 124% du PIB (95,4 Mds MVR et 6,2 Mds USD) au T3 2021 : elle est à moitié externe (62% du PIB).

Les crédits au secteur privé accordés par les banques commerciales sont en hausse, à 28,0 Mds MVR (1,8 Md USD, +4,9% en g.a.), mais ne comptent que pour 36,4% du PIB fin 2021 : le secteur touristique compte pour 39,5% du total, le secteur de la construction pour 20,9%. Les crédits aux entreprises publiques croissent de 56,7% sur l'année, à 176 M USD. Ces crédits sont caractérisés par des taux élevés (8,1-8,3% en moyenne en devises, 8,6-11,6% en rufiyaa).

Le service de la dette extérieure de l'Etat a représenté 227 M USD au S1 2021 (dont 214 M USD pour le principal), soit 166% des exportations sur la période, ce qui inclut néanmoins le règlement anticipé de 76,8% d'un Eurobond de 250 M USD devant arriver à échéance mi-2022. En 2022, le service de la dette extérieure de l'Etat représentera 224 M USD et 205 M USD de dette garantie arriveront à échéance. Par ailleurs, les Maldives ont bénéficié de l'initiative ISSD, qui a permis une suspension temporaire d'une partie du service de la dette (32,5 M USD au S1 2021).

Selon le FMI, le risque pesant sur la soutenabilité de la dette publique est élevé. La dégradation des finances publiques, l'exposition du pays aux chocs externes (notamment à un reflux du tourisme), le

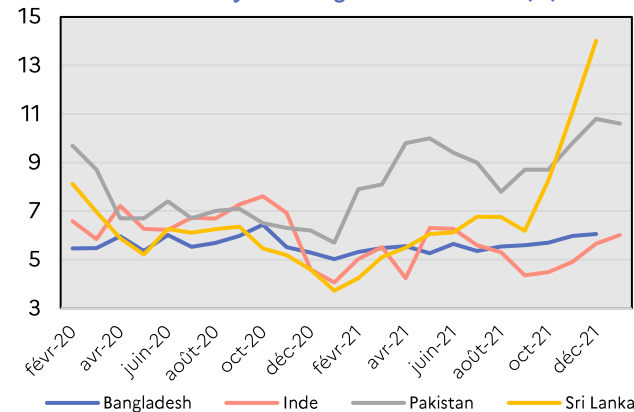
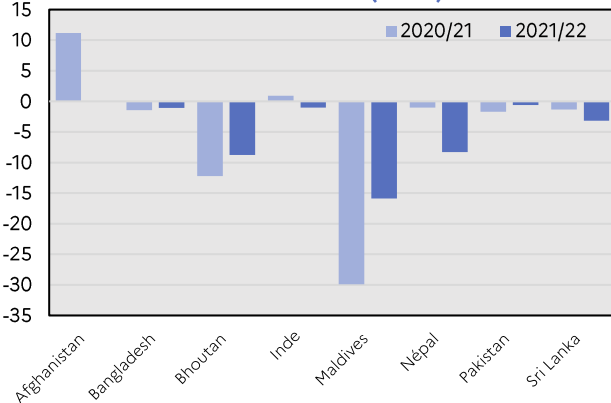
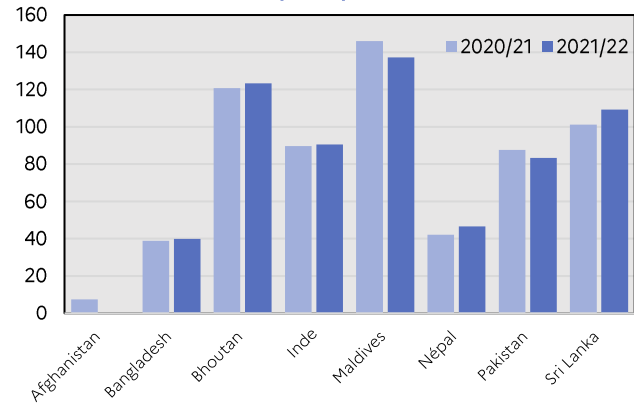
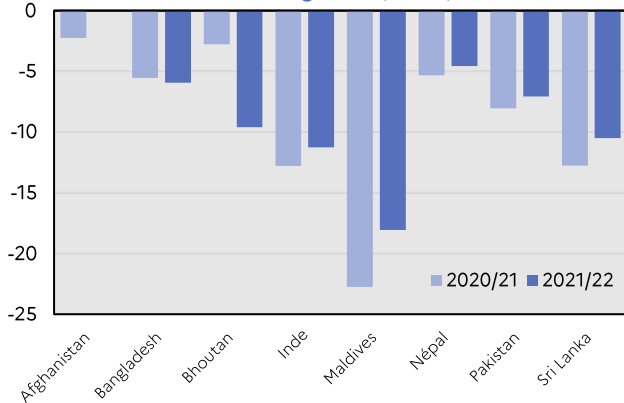
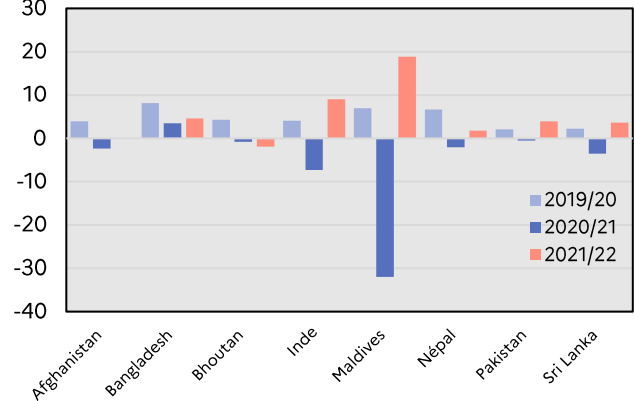
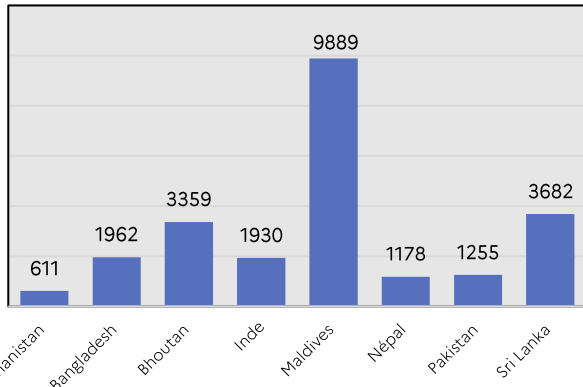


volume et la composition de la dette publique, le coût croissant de son refinancement et sa sensibilité à une variation des taux de change ou une hausse des taux d'intérêt font peser plusieurs risques. La note souveraine des Maldives a ainsi été dégradée par Moody's en août 2021 (Caa1, stable).

Les autorités soulignent cependant le succès des trois premières émissions d'obligations islamiques (*Sukuk*) menées en 2021 pour 500 MUSD (dont le rendement, autour de 10%, est néanmoins élevé), qui ont permis de maintenir les réserves à 791,2 MUSD en décembre, soit 3,8 mois d'importations et d'écarter le risque de défaut en 2022. Avec l'amélioration de la situation économique, ces émissions réussies ont ainsi motivé Fitch à rehausser la note du pays en octobre (B-, stable).

Selon le Ministre des finances, le haut niveau de concessionnalité d'une grande partie de la dette, la politique de soutien à l'investissement et la reprise du tourisme devraient permettre au pays de connaître une reprise durable de la croissance (12% en 2022), et d'honorer ses engagements. L'objectif du gouvernement est de réduire la dette à 100% du PIB en 2024 sans avoir recours à une restructuration dans le cadre du *Common framework*.





		Afghanistan	Bangladesh	Bhoutan	Inde	Maldives	Népal	Pakistan	Sri Lanka
Repères structurels									
Population (million hab)	2020	38,9	164,7	0,77	1380	0,5	29,1	220,9	21,9
PIB/hab. (USD) à prix courants	2020	611	1962	3359	1930	9889	1178	1255	3682
Prévisions	2021	n/a	2139	3296	2116	11899	1173	n/a	3666
PIB à prix courants (Mds USD)	2020/21	20,1	323	2,5	2660	3,7	34,0	261,7	80,7
Prévisions	2021/22	n/a	356	2,5	2946	4,6	34,3	n/a	80,8
Taux de croissance PIB constant (%)	2019/20	3,9	8,2	4,3	4,0	7,0	6,7	2,1	2,3
	2020/21	-2,4	3,5	-0,8	-7,3	-32,0	-2,1	-0,5	-3,6
Prévisions	2021/22	n/a	4,6	-1,9	9,0	18,9	1,8	3,9	3,6
Inflation moyenne (%)	2019/20	5,6	5,6	4,2	6,2	-1,6	6,2	10,7	4,6
	2020/21	n/a	5,6	6,3	5,6	1,4	3,6	8,9	5,1
Taux de change USD	2020	76,7	84,9	74,1	74,1	15,4	118,6	161,8	185,5
	2021	83,4	85,1	73,9	73,9	15,4	118,3	162,8	198,4
Finances publiques									
Solde budgétaire (% PIB)	2020/21	-2,2	-5,5	-2,8	-12,8	-22,7	-5,3	-8,0	-12,8
Prévisions	2021/22	n/a	-5,9	-9,6	-11,3	-18,1	-4,6	-7,1	-10,5
Solde budgétaire primaire (% PIB)	2020/21	-2,2	-3,4	-2,3	-7,4	-20,4	-4,7	-1,7	-6,2
Prévisions	2021/22	n/a	-3,8	-8,5	-5,7	-14,4	-3,8	-1,3	-4,3
Dette publique (% PIB)	2020/21	7,4	38,9	120,7	89,6	146,0	42,2	87,6	101,2
Prévisions	2021/22	n/a	39,9	123,4	90,6	137,2	46,7	83,4	109,3
Comptes extérieurs									
Balance courante (% PIB)	2020/21	11,2	-1,5	-12,2	0,9	-29,9	-1,0	-1,7	-1,3
Prévisions	2021/22	n/a	-1,1	-8,8	-1,0	-15,9	-8,3	-0,6	-3,2
Réserves de change (Mds USD)	2020/21	8,4	41,0	1,5	542	1,0	11,1	14,5	5,2
Prévisions	2021/22	n/a	42,9	n/a	570	n/a	9,0	16,0	n/a
Réserves de change (mois d'import)	2019/20	13,1	6,7	n/a	10,7	3,1	8,1	3,2	4,0
	2020/21	15,4	10,7	n/a	17,7	6,4	12,7	3,8	3,9
IDE (flux) (M USD Prix courants)	2020	13,0	1143	-2,8	64362	440,7	126,6	n/a	n/a
	2021	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Transferts des migrants (% GDP)	2019/20	4,63	5,78	1,66	2,83	0,07	27,26	7,92	7,79
	2020/21	4,12	6,61	3,33	3,07	0,11	23,51	9,93	8,85
Echanges commerciaux avec la France en 2021 en millions d'euros									
Exportations françaises		24	191	609	5887	23	19	411	88
Importations françaises		7	3068	317	6702	15	14	1113	397
Solde commercial		17	-2877	292	815	8	5	-702	-309
Part de marché française		0,4%	0,5%	n/a	1,7%	1,4%	0,2%	1,0%	0,6%

Sources : FMI World Economic Outlook octobre 2021 ; Banque mondiale ; Douanes françaises.

Les données sont exprimées selon l'exercice budgétaire de chaque pays, exceptées les données population, PIB/hbt, taux de change, IDE et commerce bilatéral exprimées en années calendaires.

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-	Stable	BBB-	Négative	A4	B
Bangladesh	Ba3	Stable	BB-	Stable	BB-	Stable	C	D
Pakistan	B3	Négative	B	Positive	B-	Stable	D	D
Sri Lanka	Caa2	Stable	CCC	Négative	CCC	-	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