



**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 RÉGIONAL

DE NEW DELHI

N°3 –Juillet 2022 –Septembre 2022

Edito

Dans le sillage du précédent numéro de la lettre trimestrielle d'Asie du Sud, relatif aux modalités de financement des économies de la zone, la présente édition est consacrée à l'un des volets de ce financement, à savoir le développement et l'évolution des marchés financiers dans la zone sous revue. Au-delà du fait que les économies de la région recourent essentiellement à des financements intermédiés, le rôle des marchés financiers demeure marginal en Asie du sud, ce qui résulte de la faible inclusion financière de la zone et du degré élevé d'informalité de l'économie, et conduit à une stérilisation de l'épargne. Dans ce contexte, il n'est guère surprenant que les deux économies les plus pauvres de la région, Afghanistan et Bhoutan, ne disposent pas d'un marché organisé des capitaux.

Les autres pays présentent des caractéristiques communes, liées à leur trop forte dépendance à des financements bancaires, qui ne leur permet pas de financer dans des conditions satisfaisantes leur déficit en infrastructures. Les marchés obligataires (hors dette négociable de l'Etat), qui représentent une faible part du PIB, à quelque 0,13% au Bangladesh, 1% au Pakistan, 0,5% à Sri Lanka, et 16% en Inde, ne peuvent jouer ce rôle, d'autant plus que dans la plupart des pays, à l'exception de l'Inde, ce sont les institutions financières qui constituent les principaux émetteurs sur ce compartiment.

A l'exception des marchés boursiers indiens beaucoup plus sophistiqués, les autres places financières pâtissent sur le plan structurel d'une base d'actions cotées trop étroite, faiblement diversifiée au niveau sectoriel et d'une base d'investisseurs réduite à des petits porteurs, à l'exception de noyaux durs qui peuvent espérer optimiser leur recours ponctuel au marché boursier.

Enfin, les évolutions boursières récentes ont épousé les inflexions de politiques monétaires menées dans la zone au cours des dernières années, notamment dans le sillage des injections de liquidité massives conduites par les banques centrales pendant le Covid, celles-ci paraissant l'emporter aux yeux des investisseurs sur les fragilités intrinsèques du risque-pays. Au cours des derniers mois, dans une zone marquée par l'incidence du resserrement monétaire américain sur l'évolution du taux de change et dans un cadre de resserrement de la liquidité, les facteurs intrinsèques reprennent le dessus et expliquent la chute des cours de bourse dans les économies sous programme (Népal, Pakistan, Sri Lanka). L'Inde semble une exception toutefois, même si les niveaux de PER (Price-Earnings Ratio) actuels incitent à la prudence, dans un contexte où les non-résidents ont procédé à des ventes massives d'actions indiennes depuis janvier.

Benoit GAUTHIER

Chef du service économique régional de New Delhi

TABLE DES MATIERES

Les marchés financiers des pays de la zone Asie du Sud

G	Inde.....	3
G	Bangladesh.....	11
G	Pakistan.....	14
G	Sri Lanka.....	18
G	Népal.....	24
G	Maldives.....	26
G	Indicateurs régionaux.....	30



G Inde

Les marchés boursiers indiens, représentés essentiellement par le NSE et le BSE, jouent un rôle important dans le financement de l'économie. De 2014 à 2019, ils enregistrent une hausse continue, notamment grâce aux apports de capitaux de la part des non-résidents. A la suite du choc de la pandémie, les marchés enregistrent une forte chute et un rééquilibrage des investisseurs, les entrées des investisseurs locaux compensant dans leur quasi-totalité les sorties des non-résidents. Consécutivement à la forte reprise postpandémie, les marchés demeurent suspendus aux évolutions de la conjoncture internationale, dans le contexte d'une forte inflation et d'une hausse des cours des produits de base. L'évolution des marchés dépendra de la capacité des investisseurs nationaux à maintenir le rythme de leurs apports de capitaux et de la résilience de l'économie indienne face aux chocs exogènes.

Evolution des marchés boursiers et obligataires indiens de 2014 à 2019

Le NSE et le BSE représentent l'essentiel des marchés organisés indiens

Mumbai est la principale place financière indienne avec les deux premières bourses du pays, le National Stock Exchange (NSE) et le Bombay Stock Exchange (BSE), qui représentent l'essentiel du marché boursier indien. Depuis une décennie, l'Inde s'est en effet engagée dans un processus de centralisation boursière, le nombre de places boursières actives passant de 35 à 7 entre 2013 et 2022ⁱ. Les marchés indiens de capitaux sont régulés par le Securities and Exchange Board of India (SEBI), organe créé en 1992 qui a été l'élément fondateur et structurant des réformes et du développement du marché boursier indienⁱⁱ. Le SEBI est parvenu à mettre progressivement en place un cadre réglementaire assurant la transparence du marché et à promouvoir un système de gestion considéré comme efficace et sûr. Depuis 1994 le système boursier indien est entièrement informatisé et dématérialisé, offrant de formidables gains en rapidité, qualité et sécurité des transactions.

Le BSE et le NSE représentent 99% de la capitalisation boursière indienne, soit 3300 Mds USD. La particularité de l'environnement boursier indien est que les entreprises sont cotées à la fois sur le BSE et le NSE (contrairement par exemple au système américain où le S&P500 et le NASDAQ représentent des types de sociétés différents). La justification de ce système repose sur deux piliers: d'une part il s'agit d'une garantie de sécurité au cas où l'une des deux places serait en butte à des problèmes techniques, d'autre part, en dépit de la vocation du NSE d'incarner la place boursière nationale, le syndicat du BSE est très puissant et refuse le démantèlement de cette bourse historique (première place boursière d'Asie, 1875). Le NSE, beaucoup plus récent (1994), représente toutefois plus de 90% des transactions boursières. Celui-ci compte 60 millions d'investisseurs et plus de 2000 entreprises cotées.

Le marché boursier indien se caractérise par une forte concentration des portefeuilles de titres. Le premier décile des entreprises en termes de capitalisation boursière représente 90% des actifs détenus par les non-résidents, 85% des actifs détenus par les investisseurs institutionnels locaux et 81% des actifs détenus par les fonds de pension.

ⁱ Des bourses d'importance secondaire existent à Calcutta (*Calcutta Stock Exchange*) et Mumbai : *Metropolitan Stock Exchange of India* (qui fermera le 15 septembre 2022), *Multi Commodity Exchange of India*, *National Commodity & Derivatives Exchange*, *Indian Commodity Exchange*

ⁱⁱ D'autres régulateurs incluent la RBI (Banque centrale), *l'Insurance Regulatory and Development Authority (IRDA)*, le NSE et le BSE, ces deux derniers étant eux-mêmes placés sous l'autorité du SEBI

Un rôle accru des marchés boursiers dans le financement de l'économie indienne, dans un contexte de hausse régulière des cours

La capitalisation boursière totale atteint 3300 Mds USD en 2022, soit 125% du PIB. Les deux indices principaux sont le NIFTY50 (1720 Mds USD, 52% de la capitalisation boursière) et le SENSEX BSE30 (1455 Mds USD, 45% de la capitalisation boursière), la plupart des grandes entreprises étant cotées sur ces deux indices simultanément. En outre, le crédit aux agents résidents représente 2220 Mds USD, soit environ 56% du PIB (chiffres du NSE). Les marchés boursiers jouent donc un rôle non négligeable dans le financement de l'économie indienne, et sans équivalent par rapport aux autres marchés boursiers de la région. A titre comparatif, en France fin 2021 la capitalisation boursière est d'environ 100% du PIB (le CAC all tradable, qui a remplacé le SBF 250 en 2011, était de 2335 Mds EUR en juin 2022, soit 93% du PIB), et le crédit aux résidents s'élève à 2749 Mds EUR soit 110% du PIB (chiffres de la Banque de France). Le crédit demeure cependant prépondérant par rapport aux levées de capitaux. En 2021, les 63 introductions en bourse ont permis de lever 1368 Mds INR, soit 17,2 Mds USD, contre 11708 Mds INR (147,3 Mds USD) de crédit bancaire et non bancaire apporté aux entreprises au cours de l'exercice 2021/22 (données de la RBI).

Les marchés boursiers indiens ont connu une forte envolée depuis 2014, avec une multiplication par plus de deux en valeur. Le NIFTY50 est ainsi passé de 8000 points en août 2014 à 17500 points en août 2022 (119%), tandis que le BSE30 a été porté de 26600 à 58500 points (+120%) sur la même période. Le marché boursier indien est resté dynamique, avec un niveau record de 63 introductions en bourse (IPO) en 2021. L'introduction en bourse en mai de 3,5% (2,64 Mds USD, 75 Mds USD de capitalisation) du capital de la Life insurance corporation (LIC), principale compagnie d'assurances du pays, a été une réussite compte tenu des mauvaises conditions de marché (l'opération a été sursouscrite trois fois) mais les dernières IPO sont davantage mitigées. Le rythme devrait se ralentir en 2022 à 3-5 opérations par mois. En particulier, la privatisation des banques, régulièrement annoncée par le gouvernement, n'est pas à l'ordre du jour, étant donné la perspective prochaine des élections de mai 2024. En effet, les banques sont l'un des employeurs les plus importants du pays, leurs salariés disposent de puissants syndicats, le gouvernement s'appuie sur les banques publiques pour prêter à nombre d'entreprises - notamment publiques - et une partie des aides sociales est distribuée par le concours des banques publiques, qui jouent un rôle d'agent administratif.

Un rôle croissant des acteurs locaux et de l'épargne financière

Les actifs boursiers indiens étaient détenus en mars 2022 à quelque 20% par les investisseurs non-résidents (660 Mds USD), à 14% par les investisseurs institutionnels nationaux (460 Mds USD), à 7,5% par les petits porteurs (250 Mds USD), à 6% par l'Etat (180 Mds USD) et à 2,2% par les particulier fortunés (75 Mds USD). L'essentiel, soit près de la moitié est détenu par les personnes désignées sous le vocable de promoteur, c'est à dire des personnes ayant joué un rôle essentiel dans le développement de l'entreprise dont ils détiennent le capital, et dont les actions n'entrent pas dans le capital flottant. Les investisseurs privés nationaux (petits porteurs, particuliers fortunés et investisseurs institutionnels locaux) détiennent 23,3% des actifs (770 Mds USD) sur le marché boursier indien en mars 2022, en nette progression sur le temps long (18% en 2014) et en légère augmentation sur les dernières années (22,5% en décembre 2020, 22,8% en décembre 2021).

Le marché boursier se caractérise par la part croissante des investisseurs particuliers (petits porteurs et grandes fortunes), portée de 8% à 9,7% entre 2014 et 2022. La part détenue par les petits porteurs

(moins de deux lakhsⁱⁱⁱ INR par an, soit 2500 USD) a rapidement augmenté sur les dernières années : 6,9% en décembre 2020, 7,3% en décembre 2021, niveau record de 7,5% en mars 2022. Cette hausse s'explique d'abord par l'émergence d'une classe moyenne non négligeable, même si elle reste relativement faible par rapport à l'ensemble de la population. Au cours des trois dernières années, environ 50 M de comptes de particuliers ont été ouverts, et l'on dénombre 60 M de comptes actifs sur une population totale de 150 M d'individus disposant d'un revenu suffisant pour pouvoir investir (plus de 300 USD par mois), soit une pénétration du marché de près de 40%. La tendance devrait se poursuivre puisque l'on est passé de 400 000 ouvertures de compte par mois en 2019/2020 à 2,6M par mois en 2021/2022, ce qui peut cependant susciter des interrogations quant au caractère d'investisseurs avisés de ces nouveaux intervenants avec de réels enjeux d'éducation financière. D'autre part, l'épargne a partiellement été réorientée vers davantage de produits financiers. L'épargne brute représente 31% du PIB selon les chiffres de Bank of America, un taux comparable à celui des autres pays de la région mais qui s'inscrit en recul par rapport à la décennie 2000. Le taux d'épargne financière brute se situe à 11% du PIB, dont moins de 1% du PIB sur les marchés de capitaux (3% de l'épargne). Jusqu'à 2015, la grande majorité de cette épargne était placée dans des actifs non productifs, principalement l'or et l'immobilier. La démonétisation et l'introduction de la GST (Goods and Services Tax, équivalent de la TVA) en 2016 ont contribué à une formalisation partielle de celle-ci, tout en entraînant une diminution du taux d'épargne net, tandis que le développement rapide de plateformes de courtage en ligne lors de la crise du covid a incité les ménages à se tourner vers des produits offrant un meilleur retour sur investissement. Si l'épargne financière devrait continuer à croître sur les cinq prochaines années, il faut rappeler que 50% de la population rurale n'a toujours pas de compte bancaire, ce qui limite la réorientation de l'épargne vers des canaux formels.

Les investisseurs institutionnels locaux (fonds de pension, fonds communs de placement, compagnies d'assurances, banques, caisses de retraite) détiennent 13,7% du marché, en légère progression par rapport à 2020 (13,6%) et en forte hausse par rapport à 2014 (9,5%). Parmi eux, les fonds de pension représentent 7,8%, contre 3% en 2014, soit une multiplication par 2,5. Cette hausse vertigineuse a été alimentée par les flux de Systematic Investment Plan (SIP) qui ont fortement augmenté sur la période, multipliés par plus de quatre. Les compagnies d'assurances (LIC, Max Life Insurance Company, HDFC, ICICI, Tata AIA) détiennent environ 5% du marché, dont 3,8% pour la seule LIC.

La part du gouvernement s'inscrit dans une tendance longue de vente de ses positions, son poids sur les marchés ayant constamment diminué depuis 2009 (6% en 2022 contre 22,5% en 2009). L'Etat s'est en effet engagé dans un processus de « désinvestissement », évitant ainsi soigneusement le terme de « privatisation », en vue de lentement réduire ses prises de participation dans les entreprises publiques. La part de l'Etat central est cependant en légère progression sur le court terme, de 5,3% en décembre 2021 à 6% en mars 2022 (chiffres du NSE).

Un rôle prépondérant des non-résidents se traduisant par des apports de capitaux importants entre 2014 et 2021

Les non-résidents ont pris des positions longues entre 2014 et 2021, dans le contexte des politiques monétaires expansives menées dans la plupart des économies développées et de taux d'intérêt à court terme élevés servis sur les dépôts en roupies. La part des non-résidents dans la capitalisation boursière du Nifty500 est ainsi passée de 19% en 2013 à 23% en 2021. Sur la période, les non-résidents ont ainsi

ⁱⁱⁱ 1 lakh = 100 000 unités

apporté 85 Mds USD sur les marchés de capitaux indiens en flux nets - en dépit d'un ralentissement notable à partir de 2016 – soit l'équivalent de 10% de la valorisation du capital flottant en 2014^{iv}. Ces apports de capitaux témoignent de l'attractivité de l'Inde dans la phase d'expansion du cycle du crédit avant la crise du covid, le taux directeur de la RBI étant ramené de 8% en 2014 à 4% en 2020.

Les non-résidents jouent un rôle essentiel dans les mouvements de marché, puisqu'ils détiennent entre 40 et 45% du capital flottant sur la période (chiffres du NSE). Ils constituent ainsi de loin le premier détenteur du capital flottant, devant les investisseurs institutionnels nationaux (28%) et les particuliers (20%). Si les flux positifs des non-résidents n'ont pas suffi à enrayer la lente dépréciation de la roupie face au dollar (-30% entre 2014 et 2022), ils ont contribué à alimenter la hausse significative des réserves de change avec un quasi doublement sur la période, de 350 Mds USD en 2015 à 640 Mds USD fin septembre 2021. Si cette dynamique est favorable, il convient de relativiser le poids des investissements de portefeuille au regard des flux massifs d'IDE entrants sur la période (440 Mds USD), qui ont financé dans sa quasi-totalité le déficit courant.

Le marché obligataire reste largement insuffisant au regard des besoins de financement

La présence d'un marché obligataire efficace demeure cruciale pour financer les investissements des entreprises indiennes, en particulier au regard des besoins en infrastructures qui nécessitent d'importants apports de fonds si l'Inde veut assurer un développement pérenne. Cependant, le marché obligataire demeure insuffisamment développé. D'après la RBI, le ratio obligations d'entreprises/PIB n'est que de 17% en 2017, contre 19% en Chine et 123% aux Etats-Unis. Dans la zone Asie du Sud, toutefois, ce ratio reste le plus élevé.

Cela s'explique par le faible nombre d'investisseurs (principalement des investisseurs institutionnels, les particuliers ne représentant que 3% des investissements), ainsi que par les réglementations contraignantes en vigueur sur les marchés, en particulier concernant les non-résidents. Cependant, au cours des dernières années les plafonds ont été levés et les restrictions assouplies, permettant davantage de flux en provenance de l'étranger : l'introduction de la voluntary retention route (VRR) par la RBI en 2020, instrument financier qui permet aux investisseurs non-résidents d'investir sur le marché de la dette indienne avec un assouplissement des réglementations, en contrepartie du maintien en Inde d'un pourcentage minimum des fonds investis sur une période donnée, a permis des apports de +3,4 Mds USD en 2020 et 4,5 Mds USD en 2021.

La pandémie et le retournement du cycle haussier du crédit provoquent une chute des marchés et un rééquilibrage des investisseurs

Les effets de la pandémie ont conduit à une chute brutale des marchés

La pandémie a fortement affecté les marchés financiers indiens. Au plus fort du choc provoqué par la pandémie (avril 2020), le Nifty50 avait perdu 4000 points, soit une chute de 30%, en lien avec l'arrêt brutal de l'économie indienne. Au T1 2020/21 (avril – juin), celle-ci connaît sa première contraction depuis 1979 à -24,4% en glissement annuel, soit le recul le plus sévère depuis l'indépendance et la partition de l'Inde en 1947. Si la contraction se poursuit au T2 (-7,3%), la croissance repart timidement au T3 (+0,5%), ce qui alimente la reprise des marchés boursiers.

^{iv} Part du capital effectivement susceptible d'être échangée sur le marché boursier

Le rythme des introductions en bourse marque un coup d'arrêt avec 17 IPO, soit autant qu'en 2019, et deux IPO annulées. Surtout, un grand nombre d'entreprises attendront la stabilisation des marchés et retarderont leur introduction en bourse jusqu'en 2021 (nombre record de 63 IPO).

La crise provoque un rééquilibrage de la répartition des investisseurs, marqué par l'entrée massive des particuliers

Au niveau de la répartition des investisseurs, la crise a d'abord eu pour effet un recul des flux en provenance des non-résidents, perdant environ deux points de pourcentage de détention du marché au plus fort de la crise. Les investisseurs institutionnels nationaux ont également enregistré un recul de l'ordre de 1,5 point. En septembre 2020, les proportions se rééquilibrent pour revenir à celles d'avant-crise.

A partir de fin 2020, la part des non-résidents a diminué (-4 points, de 23,5% à 19,5%) tandis que la part des particuliers s'est accrue, portée d'un peu plus de 8% à 9,7% entre mars 2020 et mars 2022. La part du gouvernement a également légèrement augmenté, de 5% à 6% (chiffres du NSE). La part des investisseurs institutionnels nationaux est restée stable (14%), avec cependant un rééquilibrage au profit des fonds de pension et au détriment des banques et compagnies d'assurance. En matière de capital flottant, ces tendances sont encore plus marquées, les non-résidents perdant près de cinq points de pourcentage, tandis que les particuliers progressent de trois points et les investisseurs institutionnels nationaux d'un point.

La pandémie, en particulier lors des confinements, a fortement accéléré la création de comptes de Systematic Investment Plan (SIP) via des plateformes de courtage en ligne du fait de la perte de revenus liés aux activités économiques, en particulier les services, incitant à la recherche d'une meilleure rentabilité de l'épargne comme source alternative de revenu. D'après les chiffres du NSE, les flux de capitaux apportés par les SIP ont explosé, portés de 80 Mds INR (1 Md USD) à 120 Mds INR (1,5 Md USD) mensuels entre mars 2020 et mars 2022. Ces flux ont alimenté le redressement des fonds de pension, qui avaient été fortement affectés par la crise. La pandémie a ainsi engendré un important changement de tendance dans la structure de marché, avec l'entrée massive des particuliers et des investisseurs institutionnels nationaux qui sont venus compenser les sorties des non-résidents. En 2020/21, plus de 14,2 millions de comptes d'investissement pour les particuliers ont été créés, un niveau jamais atteint auparavant. Le nombre mensuel de création de comptes est ainsi passé de 400 000 en 2019/20 à 2,6 millions en 2021/22.

La reprise post-covid et le risque d'éclatement d'une bulle dans le sillage de la crise ukrainienne

En lien avec la reprise post-covid, les marchés atteignent des niveaux records

Après la forte correction lors de la crise du covid, les marchés ont connu une large reprise, atteignant des plus hauts sur dix ans. Dès octobre 2020, les marchés boursiers retrouvent leur niveau d'avant-crise, soit 12 000 points pour le Nifty50 et 40 000 points pour le Sensex. L'envolée se poursuit presque sans discontinuer jusqu'en octobre 2021, atteignant 18 000 et 60 000 points respectivement, soit des plus hauts historiques 50% plus élevés que les records précédents. Le Price Earnings Ratio (PER) a été porté de 17,2 au plus bas de la crise (mars 2020) à 41,8 au plus haut (février 2021), avant de fluctuer autour de 28 durant le restant de l'année calendaire 2021, ce qui montre que les entreprises ont retrouvé des niveaux de profits élevés (le PER d'avant crise était également proche de 28).

Cette forte hausse des marchés s'explique par la forte reprise de l'économie suite à la pandémie (8,4% de croissance du PIB réel estimée pour 2021/22), soutenue par un important plan de relance de la part du gouvernement indien (300 Mds USD). La relance est également liée à la politique accommodante de la Banque centrale qui a rendu possible l'apparition d'un excès de liquidités d'environ 100 Mds USD et une baisse du taux d'actualisation favorable à l'investissement.

L'exercice budgétaire 2021/22 est marqué par le retrait massif des non-résidents

Les non-résidents ont procédé à des cessions à hauteur de 36 Mds USD sur les marchés indiens entre octobre 2021 et juillet 2022, ramenant leur part de 23,5% à 19,5% (600 Mds USD) de détention de la capitalisation boursière (40% du capital flottant) entre décembre 2021 et juillet 2022. Du fait d'un recul généralisé des marchés boursiers américain, chinois et européens suite à la guerre en Ukraine et à la perspective d'une hausse des taux par la FED plus élevée qu'attendu, les non-résidents ont souhaité prendre leurs bénéfices sur le marché indien, qui affiche à ce stade de meilleures performances que nombre d'autres marchés^v. Ce retrait s'applique d'une manière plus générale à l'ensemble des marchés émergents.

Le secteur bancaire a été le plus touché par le retrait des non-résidents. Les autres secteurs frappés sont ceux qui dépendent le plus des marchés mondiaux, notamment le secteur informatique (*Information Technology* (IT)) et le secteur pharmaceutique, qui bénéficiait de liens étroits avec la Russie. L'énergie, la métallurgie et le ciment devraient jouer un rôle de valeur refuge en raison du plan de relance par les infrastructures, de même que la grande distribution du fait de la reprise post-covid et de l'expansion du e-commerce.

Cependant, en juillet les flux nets des non-résidents sont repassés en territoire positif, à 239 M USD. Cette tendance semble s'accélérer fortement en août, avec +2,9 Mds USD de flux entrants entre le 1^{er} et le 12 août. Il semblerait que la décision de la RBI de relever ses taux de 50 points de base à 5,4% début août, après deux relèvements de taux en mai et en juin de 40 points et 50 points respectivement, ait rassuré les investisseurs étrangers.

Sur le marché obligataire, après une période d'hésitation, les flux sont constamment négatifs entre février et juillet 2022, les non-résidents retirant 1 Md USD sur la période.

Les flux sortants des non-résidents ont été compensés en quasi-totalité par l'entrée des investisseurs nationaux

Le retrait des non-résidents a jusqu'à présent été entièrement compensé par les prises de position longues de la part des investisseurs locaux (petits porteurs, très riches particuliers et investisseurs institutionnels) qui ont apporté plus de 29 Mds USD (26 Mds USD de la part des investisseurs institutionnels et 3 Mds USD de la part des petits porteurs et des grandes fortunes). En particulier, le recours croissant aux SIP de la part des petits porteurs a permis d'apporter une relative stabilité au marché, à la faveur d'apports de fonds réguliers. Les investisseurs institutionnels, qui détiennent environ 14% du marché, soit 500 Mds USD, ont également bénéficié de la formalisation de l'épargne, qui a permis d'apporter des capitaux aux fonds de pension. Cependant, un certain nombre d'investisseurs particuliers n'ont pas encore connu de vague de repli boursier et pourraient se retirer en cas de correction trop forte du marché. De plus, le relèvement des taux devrait réorienter l'épargne vers le marché obligataire à court terme, les effets induits par le coût d'opportunité s'estompant avec la hausse des taux, notamment obligataires.

^v Pour rappel, les flux entrants de non-résidents se sont poursuivis jusqu'en septembre 2021, l'Inde bénéficiant en outre d'un report des flux des non-résidents hors de Chine.

Le risque d'éclatement d'une bulle induit par la crise ukrainienne

Le contexte économique international et national évolue, principalement du fait de la guerre en Ukraine et de la hausse des prix des produits de base qui s'ensuit. Les indicateurs annoncent un ralentissement plus important que prévu, du fait d'une croissance affectée de déséquilibres de structure, de perturbations liées à l'invasion russe de l'Ukraine et de la hausse des cours mondiaux des produits de base. Les prévisions de croissance des institutions internationales sont revues à la baisse à 7,2%, 7,4%, et 7,5% pour 2022/23 selon la Banque asiatique de développement, le FMI et la Banque mondiale respectivement. L'inflation a sensiblement augmenté au cours des derniers mois, l'Indice des prix à la consommation (IPC) se situant à 7%, soit nettement au-dessus de la cible de 4+/-2% de la Banque centrale. En conséquence, la RBI a procédé à trois relèvements de taux successifs en mai, juin et août, de 40, 50 et 50 points de base respectivement, portant le taux directeur à 5,4%.

Cette situation fait craindre une surévaluation des marchés, entraînant une correction entre octobre 2021 et juin 2022. A partir d'octobre 2021, le marché se tarit, le Nifty50 fluctuant entre 17 000 et 18 000 points. Cette consolidation est le fait du retrait des non-résidents, que les investisseurs locaux parviennent à compenser sans pour autant permettre une relance claire du marché. Le marché a ensuite été affecté par la crise ukrainienne et ses conséquences, chutant jusqu'à un plus bas à 15 000 points en juin 2022, soit une baisse de 16% par rapport au mois de janvier.

Le NIFTY 50 a cependant surperformé par rapport aux indices mondiaux, se contractant seulement de 8% entre octobre et mai, contre -15% pour le *MSCI Emerging markets index* et -10% pour les marchés américain et européen. Le *Price/Earning ratio* (P/E) se situait au début de la correction à 27, soit un niveau plus de deux fois supérieur à l'écart-type moyen sur dix ans, et a été ramené autour de 20, tandis que le *Price/Book ratio* a été ramené de 5 à 4. Bien que ces ratios puissent paraître élevés par rapport à d'autres marchés, ils atteignent un niveau nettement inférieur à celui d'avant-crise, ce qui semble signaler que la correction a atteint son terme.

Relance des marchés à partir de juillet et perspectives

Les marchés boursiers connaissent une forte remontée en juillet et en août, le Nifty50 retrouvant les plus hauts d'octobre 2021, soit environ 18 000 points. Les non-résidents reprennent des positions longues dans le contexte où l'Inde semble afficher de meilleures performances et une meilleure résilience à la crise que la plupart des émergents, du fait de sa quasi autosuffisance alimentaire et de perspectives de croissance bien supérieures à celles du reste du monde notamment. Les non-résidents apportent ainsi 5,2 Mds USD sur les marchés boursiers entre juillet et août 2022.

Cette remontée des marchés n'est pas spécifique à l'Inde et a lieu de la même manière pour le CAC40 ou le S&P500, probablement en lien avec la pérennisation et la relative stabilisation du conflit ukrainien et de la hausse des matières premières. L'évolution à court terme des marchés financiers indiens semble donc fortement corrélée à la conjoncture internationale.

Deux scénarios sont envisageables concernant l'évolution des marchés pour les prochains mois. Dans le cadre d'une vision optimiste, on peut considérer que le choc ponctuel de la crise ukrainienne ne déstabilisera pas significativement les marchés, qui poursuivront une hausse modérée s'appuyant sur des profits en croissance chez les grands conglomérats. Il faut rappeler que l'Inde conserve des atouts structurels qui devraient lui permettre de mieux résister à la crise que la plupart des autres émergents. La croissance indienne pour 2022/23 sera la plus forte des grands émergents (les prévisions s'établissent entre 6,9% pour l'OCDE et 7,5% selon la Banque mondiale), fait particulièrement notable dans une zone où la quasi-totalité des pays sont en crise. L'inflation demeure maîtrisée (7% en juin) et devrait rester sous contrôle dans le sillage des relèvements de taux successifs de la RBI. Le pays attire également les investissements (85 Mds USD d'IDE en 2021/22) et recèle un fort potentiel de croissance et de développement. De plus, comparativement à nombre d'émergents, l'Inde est autosuffisante sur le plan alimentaire et assez peu affectée par la chute des exportations de blé en provenance d'Ukraine et de

Russie. Au contraire, elle semble plutôt en tirer profit grâce à des achats de pétrole russe à bas coût. Ainsi, les marchés pourraient poursuivre leur tendance haussière, retrouvant des PER autour de 28 et atteignant de nouveaux plus hauts. Dans une seconde optique, plus pessimiste, on peut considérer que les inquiétudes pesant sur l'économie internationale vont l'emporter, entraînant les marchés à la baisse et ouvrant une période d'instabilité boursière. La hausse récente des cours peut en effet inciter les investisseurs à prendre leurs profits, dans le contexte où le marché indien enregistre de meilleures performances que la moyenne des émergents. De plus, il n'est pas certain qu'en cas de retrait massif des non-résidents, les investisseurs locaux aient encore les moyens de compenser ces pertes. Le rythme d'ouverture de comptes ne pourra pas se maintenir indéfiniment à un niveau aussi élevé (2,6 millions par mois) et pourraient être très sensibles à une baisse durable des marchés, étant donné que beaucoup de particuliers sont des novices de l'univers boursier. Par ailleurs, l'assombrissement des perspectives économiques pourrait inciter les particuliers à placer leur épargne dans des produits plus sûrs tels que l'or, les espèces ou les plans d'épargne, notamment à la lumière d'une diminution du coût d'opportunité consécutif à la hausse de la rémunération des dépôts bancaires. Enfin, les fondamentaux indiens (croissance, inflation) pourraient continuer à se dégrader du fait de l'environnement international, pesant sur les introductions en bourse et sur l'optimisme des investisseurs.

Commentaires :

A fin septembre, les index phares NIFTY 50 et Sensex s'inscrivaient à leur plus haut depuis cinq ans. Rien n'indique toutefois que cette tendance puisse se poursuivre, compte tenu des niveaux de PER actuels, de la hausse des taux d'actualisation induite par le resserrement monétaire. En outre, comme indiqué supra, le retrait des non-résidents a été compensé par des ouvertures de comptes de résidents, dont il est loisible de penser que leur degré d'éducation financière ne les couvre pas nécessairement contre un risque de perte en capital élevé.

G Bangladesh

La Bourse historique, le Dhaka Stock Exchange (DSE), avait été lancée en 1954 sous le vocable de Bourse du Pakistan Oriental, compte tenu de la nécessité de prendre le relais de la Bourse de Calcutta, à la suite de la radiation des valeurs ressortissant au Pakistan. 196 valeurs étaient inscrites à la cote à l'époque. Après l'indépendance du Bangladesh en 1971, les activités de négociation ont été interrompues jusqu'en 1976, date à laquelle elles ont été réactivées et porté sur un nombre de valeurs réduit à neuf. Aujourd'hui, coexistent deux bourses, la Bourse historique, le DSE représentant 94% du volume d'activité.

La coexistence de deux bourses depuis 1995 auquel s'ajouter un marché des matières premières en 2022

La Bourse de Dacca est la principale bourse du Bangladesh, en liaison avec le nombre de valeurs cotées et son volume d'activité.

Aujourd'hui, le nombre de valeurs cotées s'élève à 625, au titre desquelles 350 actions de sociétés, 36 *mutual funds*, 222 obligations d'Etat, huit *debentures*, et neuf obligations de sociétés. Le nombre de sociétés cotées se répartit en 33 banques, 23 institutions financières non bancaires, 53 compagnies d'assurance et 241 autres sociétés.

La Bourse de Dacca est actuellement détenue à 25% par deux investisseurs stratégiques chinois, la Bourse de Shenzhen pour 13,75% par et la Bourse de Shanghai pour 11,25%, l'immense majorité du capital étant éclatée entre 241 entreprises qui en détiennent 72% du capital, les 3% restants étant représentés par des actionnaires individuels. Le rachat de 25% du capital du DSE par le consortium chinois a été effectué en septembre 2018 pour une valeur de 100 M EUR, les deux bourses chinoises s'engageant à investir 30 M EUR pour développer les infrastructures technologiques de la Bourse de Dacca. Pour mémoire, l'une des deux bourses de Bombay, le National Stock Exchange (NSE), était également intéressé mais n'avait pas été en mesure de suivre la proposition financière des deux principales bourses de Chine continentale.

Trois indices principaux sont référencés au sein du DSE. Le DSE30, qui intègre les 30 entreprises représentant la capitalisation boursière la plus élevée, constitue l'indice phare de la Bourse de Dacca. Les deux autres indices, le DSEX, constitué de 338 sociétés cotées, est un indice large reflétant 97% de la capitalisation boursière du DSE, tandis que le DSES (DSEX Shariah index) est un indice regroupant l'ensemble des entreprises du DSEX agissant en conformité avec la Sharia ; sont ainsi exclues du DSES les entreprises bangladaises cotées au DSE qui relèvent des médias et de la publicité, du jeu, du commerce de l'or, du tabac, de l'alcool, liées à l'industrie du porc, ainsi qu'à la finance autre la finance islamique.

La Bourse de Chittagong (CSE) a été créée en 1995, à l'initiative d'entreprises et d'investisseurs locaux. A ses débuts, le CSE était une bourse organisée sous forme de marché à la criée, avant de devenir rapidement la première bourse à avoir introduit un système de négociation automatisé. 369 sociétés sont désormais cotées à la Bourse de Chittagong.

Plusieurs indices sont référencés au sein du CSE, au nombre desquels le principal, à l'instar du DSE 30, est le CSE30, qui intègre l'ensemble des entreprises ayant chacune une capitalisation boursière supérieure à 600 M takas, soit 7 M USD; pour faire partie de l'indice, ces sociétés doivent en outre

accepter que le flottant représente au moins 20% du capital, et déclarer des dividendes au cours des deux dernières années. Le CSE 30 représente 17 de l'ensemble de la capitalisation boursière des entreprises cotées à la Bourse de Chittagong. L'indice fait l'objet d'une révision deux fois par an, sur la base des performances des sociétés cotées. Le CSE50 intègre les entreprises du CSE30, auxquelles se rajoutent les vingt autres capitalisations les plus élevées. Cet indice, qui représente 58% de la capitalisation boursière du CSE, fait également l'objet de révisions semestrielles.

En outre, comme la Bourse de Dacca, celle de Chittagong référence également un indice conforme à la loi islamique, 132 sociétés sur les 369 cotées à la Bourse de Chittagong faisant partie du CSE Shariah index.

A ce stade toutefois, la Bourse de Chittagong peine depuis 2016 à trouver un investisseur stratégique, ce dont il lui est fait une obligation depuis la loi sur la démutualisation, de manière à éviter que les courtiers ne soient les seuls actionnaires de la Bourse. A l'encontre de la Bourse de Dacca, qui a trouvé un actionnaire stratégique en signant dès 2018 un engagement avec le consortium chinois constitué de la Bourse de Shenzhen et de celle de Shanghai, le CSE n'avait toujours pas trouvé de partenaire en 2022, malgré la date butoir imposée par le régulateur boursier BSEC, qui lui avait donné jusqu'à mars 2021 pour signer un accord. D'après l'organe de presse Business Standard, Chittagong serait en négociation avec le groupe bangladais Bashundara, un conglomérat industriel actif et aurait transmis la proposition de partenariat du conglomérat au régulateur boursier, qui validera la proposition.

Un troisième compartiment, marché organisé de matières premières devrait voir le jour au cours des prochains mois, à la suite de l'accord signé en avril dernier entre le principal marché à terme de matières premières indien, le Multi Commodity Exchange of India (MCX) et le CSE; les premières cotations sont prévues en novembre, et porter initialement sur des contrats relatifs au blé, au coton et à l'or. L'objet de ce marché est d'offrir des instruments de couverture aux importateurs de blé et de coton.

Un rôle très faible des marchés dans le financement de l'économie

En dépit du poids de l'économie du Bangladesh, dont le PIB est désormais de 420 Mds USD, la capitalisation boursière du DSE ne dépassait pas 11,60% du PIB, niveau comparable à celui des bourses de Colombo et de Karachi, dont les performances récentes ont été affectées par la situation macroéconomique fortement détériorée des deux pays sous-programme du FMI. Les ratios sont très faibles par rapport à la principale place financière indienne, le National Stock Exchange, dont la capitalisation boursière représente plus de 100% du PIB, ou par rapport à des économies dont les PIB sont comparables, la Malaisie et les Philippines, qui affichent des capitalisations boursières respectives de 84% et 57% du PIB.

Cette faible capitalisation boursière rapportée au PIB s'explique au moins par deux facteurs : d'une part la baisse des cours depuis 2010, qui s'est traduite par une forte chute du ratio, revenu de 41% du PIB en 2010 à moins de 12%, en raison de l'explosion d'une bulle d'actifs dont le pic avait été atteint en 2010/2011. Parallèlement à cette diminution, le nombre de comptes ouverts permettant d'investir en bourse s'est nettement contracté sur la période, revenant de 3,4 millions de comptes sur 2010/2011 à 2,56 millions fin 2019/2020. En outre, la moitié des comptes présentait un solde quasi nul. D'autre part, le marché des capitaux contribue pour moins de 1% au financement des entreprises, qui recourent principalement à des financements intermédiés, à la faveur d'un secteur bancaire hypertrophié, constitué d'une soixantaine de banques généralistes. Les introductions en bourse restent ainsi relativement modiques, avec huit sociétés introduites en 2021/2022 pour un montant de 80 M USD, soit deux fois moins que l'an dernier, tant en volume qu'en valeur. Enfin, les non-résidents se sont

progressivement retirés du marché boursier, comme le montre le pourcentage de la capitalisation boursière qu'ils détiennent, revenu, selon les estimations de la Banque Asiatique de Développement de 30% à la fin de la décennie 90 à 7% en 2020. La baisse de la capitalisation boursière a probablement renforcé cette tendance.

Enfin, il convient de souligner le rôle embryonnaire du marché obligataire privé, qui représente une faible part du PIB, à quelque 0,13%, contre 1% au Pakistan, 0,5% à Sri Lanka et 16% en Inde. Ce marché pâtit, s'agissant de l'offre, d'un coût élevé à l'émission (4% contre 0,2% en Inde) et du côté de la demande, du risque de défaillance induit, que ne compense pas la rémunération offerte, alors que l'Etat offre un papier négociable, les *National Savings Certificates* assorti d'une rémunération élevée, d'un risque faible et d'une liquidité satisfaisante.

Les évolutions récentes de marché

Sur la période 2015-2021, la capitalisation boursière de la Bourse de Dacca a augmenté de plus de 50%, passant de 3250 Mds TK à 5143 Mds TK. Le rebond concerne cependant l'exercice 2020-2021, durant lequel la capitalisation passe de 3120 à 5143 Mds TK, après avoir oscillé sur les cinq exercices précédents entre 3100 et 4000 Mds TK. Les évolutions boursières enregistrées sur la période 2015-2020 ne reflètent pas les résultats macroéconomiques du Bangladesh, qui a enregistré une croissance de 6,5% au cours des dix dernières années. En effet, comme indiqué supra, les marchés de capitaux jouent un rôle marginal dans le financement des entreprises locales, le nombre d'entreprise cotées restant limité à 350 entreprises, dont la majorité sont de taille modique et affichent une structure financière fragile.

La hausse de la capitalisation boursière intervenue en 2020-2021 ne doit pas faire illusion, dans la mesure où elle est imputable aux injections de liquidité et à une politique monétaire accommodante d'une part, à un grand nombre d'introductions en bourse favorisé par cet environnement d'autre part, qui s'est élevé à seize sur l'exercice, parmi lesquelles trois banques. L'année suivante, dans un contexte de tensions sur la liquidité à partir du second semestre 2021/2022, la capitalisation boursière qui avait continué de progresser pour atteindre 5422 Mds TK à la fin 2021, est revenue à son étiaje de débit d'année fin juin 2022, soit 5178 Mds TK. En raison des incertitudes liées aux évolutions de taux d'intérêt et de tensions sur la liquidité, les introductions en bourse ont été beaucoup plus faibles qu'en 2020/2021, avec seulement huit nouvelles entreprises cotées.

La Bourse de Chittagong réplique ces évolutions, compte tenu de sous-jacents identiques.

Commentaires :

Les marchés de capitaux restent à un stade embryonnaire, en raison d'une faible diversification, tant sectorielle que de produits et pâtissent de la méfiance des investisseurs, compte tenu de la médiocre gouvernance des entreprises cotées et de pratiques de marché délictueuses. Le fait que la Bourse de Chittagong n'ait toujours pas réussi à trouver un partenaire stratégique illustre par ailleurs les faibles perspectives attribuées par les investisseurs étrangers au développement des bourses bangladaises.

G Pakistan

Le marché des capitaux du Pakistan (Pakistan Stock Exchange, acronyme PSX) a été créé le 11 janvier 2016 après la fusion des Bourses de Karachi (établie juridiquement en mars 1949), de Lahore (établie en 1970), et d'Islamabad (établie en 1989). Il s'agit d'un marché de taille modeste dont la capitalisation boursière s'inscrit autour de 32 Mds USD, soit quelque 10% du PIB, en recul par rapport à 2018 et qui demeure atone depuis 2016, contrastant avec son dynamisme soutenu de la période 2000-2015. Dans cette situation, le gouvernement a pris des mesures fiscales visant à soutenir l'attractivité de la Bourse, qui apparaissent sans succès probant à ce stade. Au-delà d'un régime inégalitaire constaté entre le marché des capitaux et le marché immobilier, résultant des implications de la fiscalité et des réglementations anti-blanchiment, l'inertie de la Bourse pakistanaise trouve son origine dans une stratégie visant à préserver le contrôle du capital au sein d'un faible nombre d'acteurs.

Le PSX, marché de taille modeste, en recul au cours des dernières années

Un nombre d'acteurs du marché relativement limité

L'accès au système boursier pakistanais a longtemps été sous le contrôle exclusif de 400 maisons de courtage et de gestion d'actifs membres du PSX. En 2017, un an après l'unification du marché boursier au sein du PSX, l'accès à la Bourse a été ouvert aux banques, le marché étant désormais dominé par deux types d'acteurs principaux : 80 courtiers physiques et 15 banques.

Depuis février 2022, le marché s'est ouvert à des courtiers exclusivement immatériels (*online only brokers*) qui opèrent avec des portefeuilles électroniques (*wallets*), le leader de ce marché étant KASB qui compte 200 000 comptes clients.

La bourse pakistanaise, qui ne compte que 255 000 investisseurs individuels, quelque 0,1% d'un pays de 243 millions d'habitants, a vu le nombre d'entreprises inscrites à la coteⁱ revenir de 747 en 2001 à 546 en 2018 et 530 en 2021.

Le marché des capitaux affiche une activité très faible de 300 000 titres échangés en moyenne par jour avec des pics à un million et demi de titres par jour en période de reflux du marché intervenant tous les deux à trois mois.

Au cours des trois derniers mois, on notera une tendance aux rachats d'actions sur le PSX par des sociétés profitant de la baisse de la valeur générale des actifs boursiers. « Netsol », « Maple Leaf Cement » et Yunus Brothers group/ Lucky Cement, qui ont récemment choisi d'utiliser une partie de leurs liquidités excédentaires pour racheter une partie de leurs actions sur le marché.

Un marché peu performant sur les dix dernières années

Si l'une des bourses constitutives du PSX, la Bourse de Karachi, figurait parmi les marchés boursiers frontières les plus performants au monde, avec un rendement moyen de 26 % par an entre 2009 et 2015, la croissance a été beaucoup plus faible depuis.

En mai 2017, après la fusion des trois marchés à l'origine du PSX intervenue en 2016, le PSX a été référencé par Morgan Stanley Capital Investments (MSCI) dans l'index « marché émergent ». L'indice

ⁱ Sur les trois bourses pakistanaïses avant 2017

de référence KSE-100 a alors atteint un sommet de 53 127 points. Depuis cette date, il a reculé de près d'un cinquième pour atteindre 41 000 points fin septembre 2022, avec un retrait de 16 entreprises de la cote du PSX entre décembre 2018 et août 2022. Dans cette situation de trop faible activité, une partie des courtiers est menacée de faillite.

La capitalisation boursière du PSX a en effet nettement reculé en 2020 (de 7 692,7 Mds PKR fin décembre 2018 -38 Mds USD-, 8 035,3 Mds PKR à la fin décembre 2020 à 6 800 Mds PKR - 32,4 Mds USD fin septembre 2022)ⁱⁱ. Après s'être inscrite à 14% du PIB, la capitalisation du PSX rapportée au PIB est désormais inférieure à 10% de celui-ci.

Dans ce contexte, MSCI a reclassé à l'été 2021 le PSX dans l'index « marché frontière ». Depuis mai 2022, avec seulement 3,5% de la capitalisation des marchés frontières, le PSX est éligible -sans être listé à ce stade- aux index MSCI «Frontier Market 100» et «MSCI Frontier Market 15%».

Les mesures de promotion de l'attractivité de la bourse paraissent insuffisantes

Le gouvernement a tout d'abord cherché à redynamiser la Bourse par des mesures fiscales

Dans un premier temps, le gouvernement a souhaité favoriser l'introduction en bourse de PME à fort contenu technologique. Cela s'est traduit par la création au début de l'année fiscale 2020/2021 du « Growth Enterprise Market, un marché pour les PME pakistanaïses qui proposait une baisse exceptionnelle de la taxe sur la valeur du capital et sur l'impôt sur les plus-values des PME. Très attendue, cette mesure fiscale était censée attirer les entreprises innovantes de haute technologie. Cinq entreprises originaires du secteur des hautes technologies ont levé des fonds sur le « GEM » pour 550 M USD au cours de l'été 2021. Le retournement du marché des valeurs technologiques observé au niveau mondial au premier semestre 2022 n'a pas permis d'autres opérations de ce type.

Dans un deuxième temps, le président de la SECP (Commission des opérations de bourse) a souhaité que le gouvernement généralise les mesures fiscales appliquées jusqu'à cette date aux seules PME innovantes en 2021/2022 par une baisse exceptionnelle de l'impôt sur la valeur du capital et de l'impôt sur les plus-values. La mesure a été appliquée dans le cadre de l'exercice fiscal 2022/2023.

Cependant, face aux pressions exercées par le lobby de l'immobilier, les conditions fiscalement équitables décidées par le gouvernement entre le marché des capitaux et le marché immobilier n'ont pas pu être réunies. En effet, la Loi de Finances 2022/2023 avait défini un régime fiscal équitable entre le marché des capitaux et le marché immobilier (impôt sur la propriété immobilière), qui avait été réclamé par le Président de la SECP. Un mois après le vote du budget, l'Assemblée nationale a révisé la Loi de Finances dans un sens avantageant les propriétaires immobiliers par rapport aux détenteurs d'actifs financiers.

ⁱⁱ 5 Years Progress Report – Pakistan Stock Exchange (PSX), consulté le 21 septembre.

La faiblesse du PSX est imputable à des facteurs structurels

La mobilisation de l'épargne au Pakistan n'est pas optimale

Le taux d'épargne intérieure brute au PIB du Pakistan était à son plus bas en 2019 (à 5,5 %) depuis les années 1990. En dépit d'une amélioration ponctuelle observée en 2020, à 7,9 % en 2020, il reste le plus faible de la région (le ratio pour le Bangladesh est de 23,7 %, l'Inde 28,9 % et Sri Lanka 18,9 %), malgré un point commun caractérisant l'ensemble du sous-continent, le poids de l'économie informelleⁱⁱⁱ. Le sous-développement des marchés de capitaux explique par ailleurs la mobilisation inefficace de ces ressources. En conséquence, le déficit d'investissement, tant financier que dans le domaine des infrastructures persiste et entrave la croissance durable à long terme.

Les facteurs structurels de faiblesse de la capitalisation boursière^{iv}

Une inégalité de traitement qui résulte de la loi contre le blanchiment des capitaux et aboutit à une préférence des investisseurs pour le secteur immobilier

Le dispositif juridique à l'origine de conditions non-équitables pour le PSX résulte de la mise en œuvre de la loi contre le blanchiment des capitaux et la lutte contre le terrorisme (dite « AML-CFT ») datant de 2010 dans le cadre du règlement de 2018 concernant les marchés financiers. Il est accompagné de 40 lignes directrices émises par le SECP qui sont contraignantes, selon plusieurs courtiers interrogés. La Banque centrale indique suivre attentivement les risques AML-CFT au niveau boursier. L'autre élément concomitant résulte de l'inscription du Pakistan sur la liste grise du GAFI à plusieurs reprises lors de la décennie 2010 (cf. Lettre trimestrielle n°2).

Une sincérité aléatoire des états financiers produits par les entreprises

Il est probable que la valeur de certaines entreprises cotées au PSX soit en réalité supérieure à ce qui apparaît dans la cotation de la Bourse. Les informations comptables publiées par les sociétés au moment où elles commencent à être cotées au PSX reflètent donc sans doute moins leur surface financière réelle que ce ne peut être le cas sur des marchés de capitaux matures. Il convient de noter qu'il peut également y avoir surévaluation des actifs comme le montre l'affaire Hascol Petroleum qui a été la troisième cotation du marché^v.

Une forte concentration du management

Certains acteurs de la sphère financière considèrent que les vrais choix économiques seraient moins reflétés par les indices de la Bourse que par les décisions prises par un petit nombre d'acteurs, selon la thèse d'un ancien gouverneur de la Banque centrale (cf. Ishrat Husain *Pakistan : the Economy of an Elitist State*).

Seule compterait une élite de 50 à 70 dirigeants d'entreprises travaillant dans les sièges ou les filiales de quelque 30 groupes cotés à la Bourse. Ces dirigeants disposent d'un siège dans les conseils d'administration du reste des sociétés cotées en Bourse^{vi}. Dans cette perspective, la réticence de

ⁱⁱⁱ Ce poids est de l'ordre de 50-75% au Pakistan, mais est probablement comparable en Inde.

^{iv} Nous n'abordons ici que les causes systémiques des faiblesses de la Bourse sans aborder les effets monétaires et boursiers liés à la hausse du taux directeur de la FED américaine ou les sujets de perception des risques liés à un défaut de paiements dans le cadre de la crise post-inondation ou même à l'instabilité politique liée à la personnalité clivante d'Imran Khan dans le jeu politique pakistanais.

^v Le régulateur n'avait pas été capable d'identifier les fraudes comptables, les informations mensongères sur les actifs de l'entreprise ou les surfacturations à hauteurs de 54 M USD (pour la seule année fiscale 2019/2020) qu'Hascol effectuait avec le tradeur Vitol.

^{vi} Avant les nationalisations des vingt plus grands groupes (sur 80 sociétés cotées à l'époque) de la Bourse de Karachi par Zulfikar Ali Bhutto mises en œuvre de 1972 à 1976, un système comparable était à l'œuvre. Le Dr. Mahbub ul Haq, ancien secrétaire général du ministère du

certaines entreprises à rentrer sur le PSX pourrait refléter la crainte d'être la proie de l'une de ces cinquante holdings multisectorielles.

Une forte concentration du capital, quatre sociétés contrôlant près de 20 % de la capitalisation

Quatre conglomérats (Fauji Foundation -lié au Fonds de pension de l'armée de terre-, Hussain Dawood group, Lucky/Yunus Brothers group et Nishat Group (seul grand groupe pakistanais qui a survécu aux nationalisations des années 70)^{vii} contrôlent un cinquième de la capitalisation boursière. Ainsi Husain Dawood contrôle deux acteurs majeurs de la Bourse (Dawood Hercules Corporation et Engro); Fauji contrôle six sociétés cotées ; Lucky/Yunus Brothers contrôle quatre sociétés cotées, Nishat compte huit sociétés cotées au PSX.

Les noyaux durs et la concentration du capital constatés sur le marché ont eu pour effet non seulement de contribuer à la faible activité mais aussi à l'inexistence d'acteurs de marché susceptibles d'induire une évolution (investisseurs institutionnels, hedge funds^{viii}). Si ce cas de figure n'est pas propre au Pakistan, le développement des marchés financiers passe par une plus grande diversification de la base d'investisseurs, des pratiques de marché assainies et des intervenants en mesure d'exercer une forte pression pour accroître la transparence des marchés.

On ajoutera, pour illustrer la relative fermeture du marché des capitaux pakistanais que trois groupes étrangers seulement apparaissent à la cote du PSX: le groupe Nestlé Pakistan, le groupe saoudien Pharaon (raffinage, distribution de carburants sous la marque Attock et le ciment), enfin Colgate-Palmolive. On rappellera que Lafarge-Holcim s'était retirée du PSX en 2016 du fait des alliances de prix que la société constatait entre les autres cimentiers du pays.

Commentaires :

Le marché boursier pakistanais est appelé à rester au cours des prochains mois médiocrement orienté, dans le sillage des contraintes exogènes exercées par le resserrement de la politique monétaire américaine ou des éléments endogènes liés au risque économique du Pakistan, notamment celui d'un défaut de paiement dans le cadre de la crise post-inondation.

Les solutions pour redynamiser le PSX consisteraient à (i) à privatiser une trentaine de sociétés tout en les recapitalisant, ce qui suppose des ressources budgétaires dont l'Etat ne dispose pas actuellement ; (ii) à imposer une neutralité fiscale entre les investissements boursiers et les investissements immobiliers.

planning avait théorisé en 1968 sur les 22 familles qui contrôlaient indirectement 80% de la Bourse de Karachi de l'époque et 55% de l'industrie du pays.

^{vii} <https://www.dawn.com/news/1613808>

^{viii} https://mpr.ub.uni-muenchen.de/64188/1/MPPA_paper_64188.pdf

G Sri Lanka

Les marchés boursiers et obligataires à Sri Lanka sont sous-développés, et fréquemment pointés du doigt pour leur caractère spéculatif. La participation des petits porteurs est restreinte, dont les connaissances et l'épargne financières sont limitées. Ces marchés progressent ainsi à la marge entre 2014 et 2019, pâtissant en particulier de la faible attractivité du pays pour les investisseurs non-résidents. En 2020, la pandémie provoque un effondrement des cours, qui repartent rapidement sous l'effet de la politique fiscale et monétaire accommodante alors en place. Les marchés deviennent de plus en plus le terrain des acteurs locaux, tandis que les non-résidents se désengagent. Le contexte spécifique de Sri Lanka, la crise économique à laquelle est confrontée le pays, met un coup d'arrêt à la hausse des marchés, qui s'effondrent début 2022. Dans un cadre toujours spéculatif, les développements locaux et le contexte international dégradé pourraient susciter une nouvelle correction.

Evolution des marchés boursiers et obligataires à Sri Lanka de 2014 à 2019

Des marchés sous-développés, en retrait par rapport aux financements bancaires

La bourse moderne de Sri Lanka a été fondée en 1985, avec l'établissement du Colombo Securities Exchange (GTE) Ltd, issu du rapprochement de deux associations de courtage en valeurs mobilières. Le régulateur des marchés, la Securities Exchange Commission, est établi en 1987. Le GTE est renommé CSE (*Colombo Stock Exchange*) en 1990. Le marché dispose d'un système centralisé (*Central Depository Scheme*) depuis 1991, et les transactions sont entièrement automatisées depuis 1997. Les principaux titres négociés sont les actions, fonds commun de placement à capital fixe et les débetures (titres obligataires dénués de garanties). Le *Colombo Stock Exchange* reste un marché peu développé, dont la place dans l'économie sri lankaise est restreinte. La bourse est de plus souvent pointée du doigt pour son caractère spéculatif, la base restreinte d'investisseurs qui en influenceraient le cours, notamment par le passé via des manipulations de marché de type *pump and dump*.

La période 2014-2019 est d'abord marquée par une forte hausse de la capitalisation boursière en 2014 (+26,2% à 3105 Mds LKR contre 2460 Mds LKR un an plus tôt), qui caractérise les années post-guerre civile et la forte croissance de l'activité économique, mais la capitalisation boursière a plutôt tendance à décroître par la suite, en valeur absolue (creux à 2745 Mds LKR en 2017, avant une stabilisation autour de 2800/2900 Mds LKR jusqu'à 2019) et surtout par rapport au PIB (de 30% à 21,5% du PIB en cinq ans).

La Bourse reste essentiellement le domaine des plus grandes entreprises : le *Main Board* en réunit plus de 200 dont, lors de l'entrée en bourse, le capital déclaré doit dépasser 500 MLKR, le chiffre d'affaires moyen 1 Md LKR et la capitalisation 5 Mds LKR, le *Siri Davi Board* en réunit 70 à 90 dont le capital déclaré doit dépasser 100 MLKR, le chiffre d'affaires 350 MLKR et la capitalisation 2 Mds LKR. Le part de capital flottant de ces entreprises est souvent limitée. Il faut attendre 2018 pour que la SEC mette en place l'« *Empower Board* » destiné à attirer les PMEⁱ (capital déclaré compris entre 25 et 200 MLKR, ou 10 MLKR minimum avant une IPO), et seulement 2021 pour qu'y figure une première entreprise.

ⁱ Il n'existe pas de définition qui fasse autorité des PME à Sri Lanka. Le Ministère des industries et du commerce les définissait d'après leur CA (16 à 750 MLKR) et le nombre de leurs employés (11 à 200 dans les services, 11 à 300 dans l'industrie).

Le nombre des entreprises au CSE reste stable entre 2014 et 2019, autour de 290, les radiations compensant peu ou prou les introductions. Les IPO (1,5 Md LKR levé par an en moyenne) sont limitées : au nombre de 5 en 2014, elles oscillent entre zéro et trois jusqu'à 2019. Elles concernent d'abord le secteur des assurances et les fournisseurs de produits financiers, les fonds sectoriels (immobilier, énergie), les plantations, et accessoirement les groupes hôteliers et industriels (produits sanitaires). Les premières émissions d'obligations (57 Mds LKR par an en moyenne) sont quant à elles très largement le fait des banques et sociétés financières.

Le sous-développement des marchés financiers, sans commune mesure avec l'économie réelle, pousse aussi les entreprises à recourir très majoritairement aux financements bancaires. Ceux-ci sont là encore largement destinés aux grandes entreprises, et notamment aux entreprises publiques qui captent une part essentielle du crédit des deux plus grandes banques, elles-mêmes publiques (Bank of Ceylon et People's Bank). Cette situation évince de même les PME, jugées à haut risque, des financements bancaires.

Une forte prééminence des acteurs institutionnels, alors que l'épargne financière et le rôle des petits porteurs sont restreints

Les statistiques sur les détenteurs d'actifs au sein du CSE sont encore parcellaires, qui distinguent seulement le caractère local ou étranger et les particuliers des entreprises. Il n'y a pas, en particulier, d'information disponible sur le rôle de l'Etat et des entreprises publiques au sein des marchés boursier et obligataire, ou encore sur la catégorie spécifique des petits porteurs.

Les investisseurs locaux ont une position dominante au sein du CSE, qui se renforce entre 2014 et 2019. Ils détiennent plus de 98% des comptes dématérialisés ouverts dans le CDS. Leur part dans les échanges d'actions décroît certes en valeur de 72,4% du total en 2014 à 55,7% en 2018, avant une reprise en 2019 (63,6%) sans doute liée aux attentats en début d'année, mais leur part dans la détention d'actifs est croissante en ce qui concerne les actions (de 69,8% à 73,9% entre 2015 et 2019), et quasiment hégémonique pour les obligations d'entreprises (au-delà de 99%, en hausse).

Si les particuliers sont d'abord responsables de la majorité des volumes d'actions échangés par les acteurs locaux, les entreprises prennent le pas dès 2016. Ces dernières détiennent également près de 80% des actions (en hausse sur la période) et les résidents détiennent plus de 90% des obligations d'entreprises (tendance croissante avant un relatif désengagement en 2019).

La part des petits porteurs à la Bourse de Colombo semble plutôt en retrait sur la période 2014-2019, dans un contexte où la valeur des actifs y est stable. Le rythme des ouvertures de comptes dématérialisés au CDS, dont les particuliers comptent pour la plus grande partie, s'essouffle. A Sri Lanka, comme dans les autres pays de la région, l'économie est largement informelle et l'accès aux institutions financières reste limité, quand bien même celui-ci est le plus élevé de la zone. D'après la banque de données *Global Financial Inclusion* de la Banque mondiale, 73,7% de la population sri lankaise adulte possédait un compte dans une institutions financière (contre une moyenne régionale de 68%) et 28,8% avait une épargne placée auprès d'une institution financière (17% au niveau régional) en 2017. La moitié des comptes ouverts seraient néanmoins dormants, et l'adoption des produits et services financiers par la population, dont les connaissances financières sont limitées (35% de la population est éduquée financièrement en 2018 d'après *Standard & Poor's*), est modeste.

Un rôle secondaire des non-résidents, engagés dans des investissements spéculatifs

Sri Lanka est faiblement attractif pour les étrangers, et les investissements de portefeuille y restent limités. Les flux au sein de la Bourse de Colombo sont restreints, avec deux années qui se démarquent quelque peu (2014 et 2017, qui correspondent aussi à une augmentation de la capitalisation boursière), mais des sorties de capitaux qui deviennent plus prononcées en 2018 et 2019, années de crises

(constitutionnelle et terroriste) et de recul (-2,1%) ou faible progression (0,4%) de la capitalisation boursière.

Si la part des étrangers dans les volumes d'actions échangées progresse jusqu'à 47% en 2017, la détention d'actifs (essentiellement entre les mains d'entreprises) diminue: de 28,7% à 24,4% des actions en valeur, de 0,6 à 0,4% des obligations entre 2015 et 2019. Cette hausse des volumes échangés sans une hausse similaire des actifs détenus traduit des activités de spéculation, tirées par la facilité d'accès aux liquidités sur la période et la recherche de rendements intéressants.

La pandémie provoque une première chute des marchés, avant une reprise vigoureuse due à une politique budgétaire et monétaire accommodantes, interrompue début 2022

Les effets de la pandémie ont d'abord conduit à une chute brutale du CSE à Sri Lanka

La capitalisation boursière avait déjà chuté une première fois en 2019, au moment des attentats de Pâques, avant que le marché ne se ressaisisse. Fin 2019, la capitalisation boursière atteignait 2851 Mds LKR. Elle entame dès lors une chute progressive, puis accélérée avec la survenue du Covid : le 13 mars 2020, elle atteint 2 269 Mds LKR, et les échanges sont une première fois interrompus. Lors de la réouverture de la Bourse le 20 mars, elle tombe à 2128 Mds LKR. Le régulateur prend alors la décision d'interrompre les échanges pendant sept semaines, jusqu'au 11 mai 2020, qui correspondent aussi à un confinement strict. La capitalisation boursière connaît alors un plus bas en dix ans le 12 mai (à 1977 Mds LKR), avant d'entamer une remontée.

Les indices sectoriels et leur couverture sont modifiés avec effet le 20 janvier, ce qui complique l'analyse de la chute des cours boursiers par secteurs. Entre le 20 janvier et le 12 mai, point bas de la capitalisation boursière, tous les secteurs connaissent néanmoins une chute marquée, qui ne reflète pas toujours leurs performances réelles. Le secteur bancaire, le secteur de l'eau et de l'énergie et le secteur des télécommunications connaissent par exemple de bonnes performances aux T1 et T2 2020, alors que leurs indices boursiers chutent jusqu'à 40%. A l'inverse, la contraction du secteur des transports, de la production de matériaux, de la distribution ou du logement se reflète dans une chute parfois disproportionnée des cours à la bourse. Dans le même temps, les investisseurs non-résidents poursuivent leur désengagement, quoiqu'à un rythme encore modéré (flux nets négatifs de près de 30 MUSD).

Par ailleurs les crises ralentissent le rythme des introductions en bourse : aucune n'a eu lieu en 2019, tendance se poursuivant jusqu'en mai 2020, date à laquelle sera effectuée la seule IPO de cette année. Le nombre d'entreprises cotées chute ainsi de 297 à 283 entre fin 2018 et fin 2020.

La reprise post-covid a donné lieu à une bulle, et une première correction est intervenue dans le contexte de crise économique auquel fait face Sri Lanka

Après mai 2020, et surtout après l'été 2020, la reprise de la bourse est vigoureuse. Dès début décembre 2020, la capitalisation boursière retrouve le niveau qu'elle atteignait fin 2019, puis finit en progression de 3,8% en un an (19,7% du PIB), malgré la contraction de l'économie (-3,6%). L'année 2021 est celle de tous les records: la capitalisation boursière augmente de 85,4% à 5489 Mds LKR (36,7% du PIB), le nombre d'IPO (13, toutes largement sursouscrites) et le volume levé (12,7 Mds LKR) sont sans précédent, les émissions obligataires sont quatre fois plus importantes qu'en 2020, à un niveau non constaté depuis 2015, le turnover est sept fois plus important qu'en 2019, etc.

La hausse des cours est le fait des acteurs locaux : dès le T2 2020, puis jusqu'au T4 2021, les investisseurs non-résidents se retirent significativement. Leur part dans les échanges d'actions s'effondre (19,8% en 2020 puis 5,1% en 2021, contre 36,4% en 2019), les flux nets deviennent largement négatifs (au-delà de 50 Mds LKR, soit 250 MUSD, par an). Ils ne comptent ainsi plus fin 2021 que pour 24,6% des actions en valeur, et après avoir cédé la quasi-intégralité des obligations en leur possession, ils ne comptent plus que pour 0,1% des titres sur le marché obligataire.

L'envolée de la bourse de Colombo, bien au-delà des performances réelles de l'économie (croissance de 3,7% en 2021) et qui s'est poursuivie alors que les difficultés auxquelles serait confronté Sri Lanka pouvaient déjà être pressenties, tient en particulier à des politiques budgétaire et monétaire très accommodantes. Fin 2019, des réductions d'impôts massives censées bénéficier au secteur productif sont décidées par le gouvernement, et les taux directeurs sont plusieurs fois abaissés en 2020 et maintenus bas en 2021 pour faire face à la crise sanitaire et réduire le coût du financement du déficit public. Qui plus est, des mesures incitatives (concession fiscale de 50%, IS réduit à 14% pendant trois ans) poussent les IPO. L'excès de liquidités se déverse dans le marché, qui attire de plus en plus de participants (+70% en 2021): le PER (ratio cours sur bénéfices) et le PBR (ratio cours sur actif net) connaissent des plus-hauts au-delà de 15 et 1,8 (contre 10 et 1,1 fin 2019) au cours de l'année 2021, puis jusqu'au pic boursier du 19 janvier 2022. La capitalisation boursière a alors franchi les 6000 Mds LKR. La performance financière de certaines entreprises *blue chip* multi-sectorielles et parfois internationalisées mais aussi des sociétés financières, qui représentent une part importante de la capitalisation, a notamment contribué à soutenir le cours.

Sri Lanka s'enfoncé par la suite dans la crise économique. Le pays est victime de coupures de courant croissantes, de fortes pénuries de liquidités, et semble dans l'incapacité d'honorer le service de sa dette. Une première correction intervient dès le 20 janvier 2022 : la capitalisation boursière s'effondre, les échanges sont interrompus en avril après l'annonce de défaut, puis reprennent et donnent lieu à une nouvelle chute des cours. Le 6 mai (3090 Mds LKR) puis le 7 juillet (3056 Mds LKR), la capitalisation boursière touche un point bas, en chute de moitié par rapport à mi-janvier, avant une remontée au-delà des 4000 Mds LKR à la mi-août. Les flux nets en provenance des investisseurs non-résidents restent négatifs jusqu'à la période récente, la chute des prix des actions motivant à nouveau certains investissements spéculatifs.

De nombreuses incertitudes pèsent sur l'économie sri lankaise, accentuées par la crise en Ukraine. Les mouvements boursiers resteront volatils. La hausse des taux, la contraction du crédit, risquent de mettre en péril de nombreuses entreprises, en particulier les PME, et d'entraîner par ricochet des difficultés pour le secteur financier, également menacé par la restructuration de la dette publique sri lankaise. Face à un contexte international dégradé et au retournement du cycle du crédit afin de lutter contre l'inflation, les investisseurs non-résidents devraient poursuivre leur retrait.

La Bourse n'est pas à l'abri d'une nouvelle correction, alors que son cours reste supérieur aux niveaux connus avant la pandémie, et que tous les indicateurs indiquent une contraction continue de l'activité économique à Sri Lanka depuis le début de l'année, contraction qui devrait atteindre près de 8% en 2022 d'après la Banque centrale.

ANNEXES

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Capitalisation boursière (Mds LKR)	2459,9	3104,9	2938	2745,4	2899,3	2839,5	2851,3	2960,7	5489,2
Evolution (%)	13,5	26,2	-5,4	-6,6	5,6	-2,1	0,4	3,8	85,4
Par rapport au PIB (%)	25,6	30	26,8	23,2	24,5	21,4	21,5	19,7	36,7
Turnover quotidien – actions (MLKR)	828	1415	1060	737	915	834	710	1899	4888
Entreprises cotées (Nb.)	289	294	294	295	296	297	289	283	296
Equity IPO (Nb.)	1	5	2	3	2	2	0	1	13
Equity IPO (MLKR)	494	2694	330	1823	960	1953	-	-	12713
Debt IPO (Nb.)	28	20	25	17	5	11	11	8	14
Debt IPO (MLKR)	68262	54235	83141	77995	20000	55918	50569	21940	84383

Epargne financière

% (Global Financial Inclusion, Banque Mondiale)	2014	2017	2021
Part de la population ayant un compte	82,7	73,7	89,3
Part de la population ayant une épargne dans une institution financière	30,9	28,8	33,9

Investisseurs résidents

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Part dans le turnover (%)	64,0%	72,4%	65,6%	58,0%	53,1%	55,7%	63,6%	80,2%	94,9%
- Entreprises	30,4%	34,7%	30,4%	30,9%	28,2%	34,0%	33,7%	32,1%	37,7%
- Particuliers	33,5%	37,7%	35,2%	27,1%	24,9%	21,7%	29,9%	48,0%	57,2%
Part des titres détenus (%)									
Actions			69,8%	70,5%	70,8%	72,5%	73,9%	74,6%	75,4%
- Entreprises			54,9%	56,0%	56,7%	58,6%	60,0%	57,7%	56,8%
- Particuliers			15,0%	14,5%	14,1%	13,9%	14,0%	16,9%	18,6%
Obligations			99,1%	99,4%	99,4%	99,5%	99,6%	99,7%	99,9%
- Entreprises			93,1%	92,9%	93,5%	94,3%	91,4%	89,1%	89,5%
- Particuliers			6,0%	6,5%	5,9%	5,2%	8,2%	10,6%	10,4%

Rôle des non-résidents

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Achats d'actions (MLKR)	83657	104771	84421	74625	112285	77067	56537	52889	34016
Ventes d'actions (MLKR)	60873	83554	89793	74275	94627	100316	68272	104165	86665
Flux nets (MLKR)	22784	21217	-5372	350	17658	-23249	-11735	-51276	-52649
Part dans le turnover (%)	36,0%	27,6%	34,4%	42,0%	46,9%	44,3%	36,4%	19,8%	5,1%
Part des titres détenus (%)									
Actions			30,2%	29,5%	29,2%	27,5%	26,1%	25,4%	24,6%
- Entreprises			28,7%	28,1%	27,9%	26,0%	24,4%	23,5%	23,5%
- Particuliers			1,4%	1,4%	1,3%	1,5%	1,6%	1,9%	1,1%
Obligations			0,90%	0,61%	0,58%	0,49%	0,39%	0,25%	0,14%
- Entreprises			0,80%	0,49%	0,47%	0,41%	0,28%	0,12%	0,08%
- Particuliers			0,10%	0,12%	0,11%	0,08%	0,11%	0,13%	0,05%

G Népal

L'ouverture de la première banque commerciale Népalaise « Nepal Bank Limited » marque le début de la formalisation financière du Népal, en 1937. La Banque centrale « Nepal Rastra Bank » a été créée une vingtaine d'année plus tard, en 1956. Il faudra attendre la création de la bourse népalaise en 1976, le Securities Exchange Center, pour voir s'enclencher une accélération du développement des marchés financiers. Durant les années 1990, consécutivement aux perturbations politiques et notamment à l'insurrection maoïste, le Fonds Monétaire International est intervenu et enclenché la modernisation du secteur financier grâce à deux grands programmes de réformes, déterminants dans l'évolution du système financier dans son ensemble (système bancaire, institutions et marché des capitaux). En conséquent, la place financière a évolué en 1993 pour prendre sa forme actuelle, le Nepal Stock Exchange ou encore la « NEPSE », sous l'égide d'un régulateur des marchés, le SEBON (Securities Board).

Le rôle du secteur financier au Népal

L'écosystème financier du Népal

La capitale du Népal, Katmandou, constitue le centre névralgique des marchés financiers népalais avec l'unique bourse du pays, la NEPSE, Nepal Stock Exchange. Détenu à 60% et 15% respectivement par le gouvernement népalais et la Banque centrale (NRB, la Nepal Rastra Bank), la NEPSE est sous l'égide réglementaire du Conseil des valeurs mobilières du Népal (SEBON, securities board). La prépondérance de l'Etat et de la Banque centrale dans la géographie du capital de la Bourse, est toutefois de nature à limiter son indépendance en matière de gestion, tout en étant susceptible d'induire des risques de collusion ou d'interférence, notamment dans le pilotage de la politique monétaire, ce qui a été en partie le cas sur la période 2020-2021. Il convient de noter que les investisseurs étrangers (non-citoyens népalais) ne peuvent accéder à la bourse népalaise en raison de la législation actuelle.

La capitalisation boursière est de l'ordre de 26 Mds USD actuellement, montant cohérent avec la taille économique du pays, mais qui demeure faible en valeur absolue par rapport au marché indien, dont la capitalisation boursière globale (NSE et BSE) est de l'ordre de 3300 Mds USD. On notera cependant que le marché boursier a fortement progressé dans le sillage des injections de liquidité effectuées par la Banque centrale dans le contexte du Covid, la capitalisation boursière ayant doublé par rapport à 2020 pour atteindre 36 Mds USD en avril 2021. Néanmoins, même après la correction survenue sur les marchés à l'été 2021, le ratio capitalisation boursière rapporté au PIB (nominal) qui a reculé de 30 points en juillet 2022 par rapport à avril 2021, s'élevait encore à 65%, contre une capitalisation de 94% en août 2021. La détérioration de ce ratio reflète non seulement les répercussions des chocs exogènes, notamment la hausse des coûts d'importation, les pressions inflationnistes et la diminution des transferts de migrants mais également la fin des politiques d'injections de liquidité massives de la Banque centrale, qui expliquent largement la hausse des cours jusqu'à août 2021.

L'indice NEPSE est le principal indice de la Bourse népalaise. L'indice enregistrait une tendance haussière conséquente depuis 2018, atteignant un niveau plafond en août 2021 avec 3224 points, avant de reculer de près de moitié à 1831 points, en raison de la détérioration de la conjoncture mais également du resserrement de la liquidité, des tensions sur le change et de la politique de resserrement monétaire intervenue depuis février, le taux directeur de la Banque centrale étant passé de 5% à 8,5%. De plus, les entreprises cotées à la bourse népalaise restent peu diversifiées avec une majorité de banques et d'institutions financières (68,9%), au détriment des secteurs dont le développement est primordial pour le Népal, la pondération des entreprises hydroélectriques ne dépassant pas 8,4% de l'indice, devant l'industrie (3,7%).

Les performances de la place boursière népalaise ont largement bénéficié de la dématérialisation et digitalisation des transactions financières. Traditionnellement enclins à effectuer les transactions physiques auprès des courtiers, les investisseurs ont été contraints, de même que les traders et le système financier dans sa globalité à basculer en ligne, en raison du Covid. En 2018, avait déjà été préalablement introduit un système de trading en ligne automatisé (NOTS – NEPSE Online Trading System) engendrant la pratique moderne et désormais conventionnelle de trading (à travers un courtier en ligne et des applications mobiles/ordinateurs).

Un marché de capitaux inadapté aux besoins de l'économie

Le Népal dispose d'un système financier hypertrophié comptabilisant 26 banques commerciales, 17 banques de développement, 17 entreprises financières ainsi que 64 établissements de microfinance. Toutefois, la base de dépôts est trop faible et à moins d'un an, ce qui ne permet pas aux banques de jouer le rôle de transformation attendu d'elle, consistant à emprunter à court terme et à prêter à long terme. La majorité des crédits sont à court terme et ne dépasse pas une échéance de sept ans, maturité trop faible par rapport à la moyenne des projets d'infrastructure, de l'ordre de quinze ans.

Le marché obligataire, faiblement développé, ne répond pas davantage aux besoins de l'économie. Au Népal, nonobstant les titres émis par l'Etat, les émissions obligataires sont principalement le fait des banques et institutions financières, qui suppléent ainsi à la faible base de leurs dépôts et peuvent financer leurs emplois à long terme. En revanche, les entreprises du secteur industriel (hydroélectricité, secteur manufacturier, hôtellerie) jouent un rôle marginal sur le marché primaire obligataire, leurs émissions représentant 10% de celles des banques commerciales. Dans ce contexte, compte tenu des besoins élevés en infrastructure, les financements de projets ne peuvent être effectués que par l'étranger, dans le cadre de projets montés par des banques multilatérales ou des financements d'Etat à Etat.

S'agissant du marché boursier, comme on l'a indiqué supra, il est dominé par les banques, les institutions financières et les compagnies d'assurance, ce qui renforce le caractère systémique de la Bourse, notamment pour la Banque centrale, alors que le marché actions répond faiblement aux besoins de financement de l'économie.

Enfin, le marché boursier demeure peu liquide, d'où l'ampleur des variations, faute d'une base d'investisseurs suffisamment large et animée par des investisseurs institutionnels. S'il existait 2,7 millions de comptes dématérialisés en 2021, seulement 400 000 investisseurs actifs, constitués à 99% de petits porteurs, participeraient à des activités de négociation sur le marché secondaire, selon le régulateur boursier.

Commentaires :

Malgré une évolution marquée par de multiples améliorations et politiques de libéralisation des marchés bancaires et financiers, de nombreux obstacles demeurent dans la mise en oeuvre d'un marché financier répondant aux besoins de financement de l'économie népalaise. Du côté des facteurs de demande, outre l'inclusion financière qui constitue l'un des axes d'amélioration prioritaires avec une population restant en marge de l'accès aux services financiers, notamment les populations rurales, le poids trop important de l'immobilier dans la structure des patrimoines devra être repensé. Du côté des facteurs d'offre, la restructuration d'un secteur bancaire hypertrophié et l'introduction de nouveaux acteurs à la cote, pourraient permettre de diversifier l'indice en réduisant la prépondérance du secteur financier.

G Maldives

La Bourse maldivienne est embryonnaire. Seules y figurent une dizaine de sociétés, et deux d'entre elles ont à ce jour émis des obligations, relevant parfois de la finance islamique. Les volumes échangés sont faibles, à peu près inexistantes pour les obligations. Si la capitalisation boursière progresse vite, elle dépend donc surtout de celle de deux entreprises dans les télécommunications. Les autorités et le régulateur expriment néanmoins la volonté de promouvoir la place financière maldivienne, notamment auprès des investisseurs non-résidents afin de développer les investissements de portefeuille, restreints en dehors du secteur public, et cherchent à faciliter l'accès au marché par le développement des outils numériques. La pandémie en 2020 et 2021 est marquée par une stabilisation de la capitalisation puis un léger recul, à rebours des performances économiques de l'archipel. L'année 2022 donne lieu à une hausse des cours exponentielle, dont l'origine est encore difficile à cibler.

Un marché rudimentaire, qui réunit quelques grandes entreprises

Un marché rudimentaire

L'histoire du *Maldives Stock Exchange* remonte à 2002, lorsqu'un *Securities Trading Floor* est établi, opéré par la *Capital Market Development Authority* (CMDA) des Maldives, régulateur du marché. Suite au *Securities Act* de 2006, le *Maldives Stock Exchange (MSE) Pvt Ltd* est créé, qui opère dès janvier 2008. Une filiale du MSE, le *Maldives Securities Depository* (MSD), est le dépositaire central. Le MASIX est l'indice du marché.

Il n'y a actuellement que dix entreprises cotées au MSE, dont la plupart sont pour partie ou majoritairement détenues par le gouvernement maldivien :

- STO - State Trading Organisation (depuis septembre 2004) : commerce pétrolier et généraliste
- MTCC - Maldives Transport and Contracting Company (depuis novembre 2004) : transport et construction
- Bank of Maldives (depuis décembre 2004) : banque
- MTDC - Maldives Tourism Development Cooperation (depuis janvier 2007) : tourisme
- Dhiraagu (depuis janvier 2012) : première société de télécommunications maldivienne
- Amana Takaful (depuis février 2012) : assurances
- HDFC (depuis avril 2013) : logement et finance
- Centurion (depuis mars 2017) : transport maritime et logistiques
- Ooredoo (depuis août 2017) : télécoms
- Maldives Islamic Bank (depuis novembre 2019) : banque

Une entreprise a été radiée de la cote en 2018, Spectra Plc (design et textile), peu après son introduction. Dhiraagu, puis Dhiraagu et Ooredoo depuis 2017, représentent de 70 à 85% de la capitalisation boursière. Les variations de la bourse des Maldives reflètent ainsi essentiellement les IPO et la variation des plus grosses capitalisations. Même en retirant l'effet des IPO, elles indiquent une hausse rapide, outre deux interruptions en 2016 et 2018, de la capitalisation boursière depuis 2014, qui atteint 20% du PIB en 2019. Si cette période correspond à des années de forte croissance économique, la corrélation de celle-ci avec les évolutions boursières est imparfaite.

Les autorités et le régulateur cherchent à accroître le nombre d'IPO, en enrôlant les entreprises publiques, et au-delà : l'entrée en bourse de Dhiraagu et Ooredoo a été rendue obligatoire par les

conditions de leur licence d'opérateurs de télécommunications. STO et HDFC sont les deux seules entreprises ayant émis des obligations: à six reprises pour HDFC dès 2013 (obligations et *sukuk*, obligations islamiques) et à une occasion pour STO en 2015 (obligations libellées en dollars).

Une participation restreinte des investisseurs au sein du MSE

L'activité au sein de la bourse maldivienne est très limitée. Les volumes d'actions échangés sont faibles. Les obligations sont quant à elles très peu liquides dans la mesure où l'activité sur le marché secondaire obligataire est quasiment inexistante : seuls deux échanges se sont produits (*sukuk* de HDFC), en janvier 2018 et août 2022.

Le caractère rudimentaire du marché se reflète dans les informations mises à disposition par le CSE ou la CMDA, limitées essentiellement au cours des actions, à la capitalisation boursière, aux volumes échangés. Les publications les plus importantes de la CMDA (rapport annuel, *Capital Market Review*) ne sont accessibles qu'en divehi, et semblent contenir peu d'informations chiffrées. La typologie des investisseurs au sein du MSE reste donc opaque.

Le régulateur cherche néanmoins à les attirer, aussi bien les petits investisseurs dont il juge que la base peut être accrue que les investisseurs institutionnels, et en particulier les investisseurs étrangers. L'inclusion financière aux Maldives est élevée, eu égard aux moyennes régionales : 80% des Maldiviens possèdent un compte dans une institution financière en 2017, plus de 32% y ont une épargne, et les paiements numériques (via mobile) sont courants.

Le MSE revendique 42 000 investisseurs à ce jour, toutes catégories confondues, qui peuvent s'enregistrer pour suivre les marchés et leurs propres actifs sur le portail *Infinity*. L'IPO de la Maldives Islamic Bank (sursouscrite de 46%) en 2019 aurait mobilisé 16 000 investisseurs particuliers, un record, dont certains étrangers (région sud-asiatique, Philippines, Allemagne). Parmi les investisseurs institutionnels résidents, le MPAO (*Maldives Pension Administration Office*), supervisé par la CMDA, a la possibilité d'investir dans des titres émis par des entreprises cotées au MSE (90% de ses investissements sont néanmoins dédiés aux obligations souveraines).

Malgré la numérisation entreprise par le régulateur, l'accès au marché reste complexe pour les non-résidents. Les investissements de portefeuille nécessitent l'approbation du Ministère du développement économique. Des comptes spécifiques pour les investisseurs étrangers (*Inward Investment Accounts*) restent à mettre en place. Le faible nombre d'introductions en bourse n'est pas non plus de nature à attirer les investissements. Des discussions et projets ont cours pour tenter de faciliter les IP (incitations fiscales, définition de standards pour le rapatriement des profits...).

L'examen du compte financier de la balance des paiements indique des flux entrant dans la catégorie « actions et parts de fonds d'investissement » qui restent très limités, hormis en 2018 (31,8 MUSD) et 2019 (-30,4 MUSD). Cette catégorie n'est pas davantage détaillée, et ces flux ne semblent pas de nature à influencer significativement le cours de la bourse maldivienne.

La pandémie a d'abord stabilisé le cours du MSE, qui connaît depuis 2022 des niveaux sans précédent

La pandémie n'a qu'un effet relatif sur la capitalisation boursière

En 2020, la capitalisation boursière ne progresse plus (+0,1%), alors que l'économie s'effondre (-33,5%). Les cours décrochent trois fois, le 17 mars, pendant la première moitié de septembre, et mi-décembre, mais ne sont pas durablement déprimés. MTCC et MTDC se maintiennent malgré l'impact de la pandémie sur les transports et le tourisme, Amana Takaful chute fortement en juin puis se rétablit partiellement en décembre avec la publication de résultats exceptionnels, l'action de la Maldives

Islamic Bank, et dans une moindre mesure celle de la Bank of Maldives, restent durablement déprimées. Les deux groupes de télécommunications, Dhiraagu et Ooredoo, qui déterminent l'essentiel des variations de la capitalisation, connaissent des mouvements contradictoires et se maintiennent globalement, sans profiter des effets de la pandémie sur un recours accru aux TIC. L'année 2020 ne donne lieu à aucune IPO ni émission obligataire.

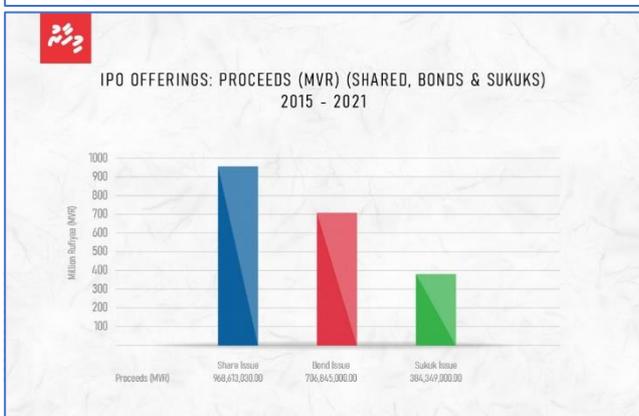
L'année 2021, après une certaine stabilité, se termine sur une légère chute des cours, alors que la reprise économique, tirée par le tourisme, est importante ; cette dernière est estimée à +37% d'après le *Maldives Bureau of Statistics*. La Bourse apparaît là encore assez décorrélée de la situation de l'économie réelle. Seule une émission de *sukuks* par HDFC a lieu cette année.

L'année 2022 est marquée par une hausse des cours sans précédent

Depuis le début de l'année 2022, les cours de la Bourse maldivienne explosent et atteignent des niveaux sans précédent : de 16,3 Mds MVR fin 2021, la capitalisation dépasse les 26 Mds MVR le 9 août. L'origine de cette hausse est difficile à expliquer, dans un contexte où la *Maldives Monetary Authority* est partiellement revenue sur l'assouplissement de la politique monétaire en 2020 (-250pb sur les réserves obligatoires), et que les informations sur les investissements des non-résidents ne sont pas disponibles à ce stade. La reprise économique rapide vécue par les Maldives permet néanmoins sans doute aux acteurs locaux, davantage connectés que par le passé, de disposer d'une épargne à investir, qui était auparavant mobilisée pendant la pandémie pour limiter les effets de la crise. Dans un cadre moins favorable pour les placements financiers, une correction pourrait intervenir sur le MSE, dont l'impact sur l'économie maldivienne serait néanmoins limité.

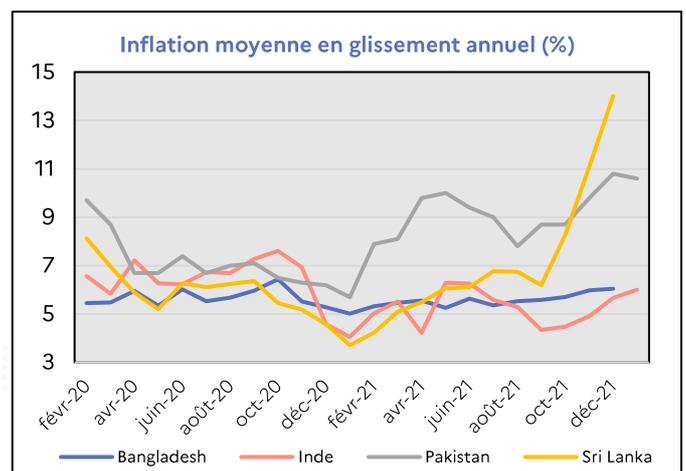
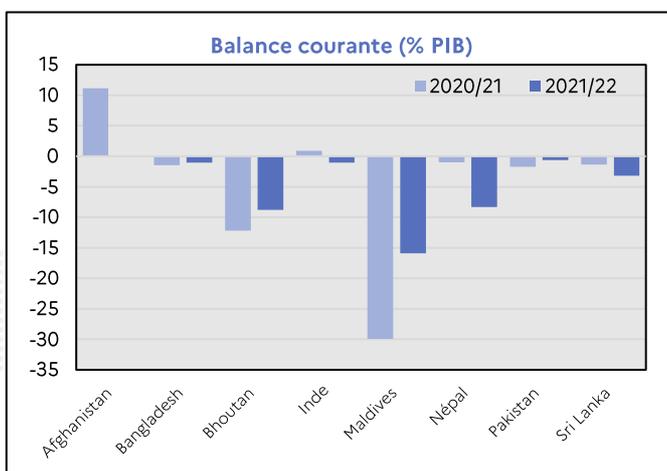
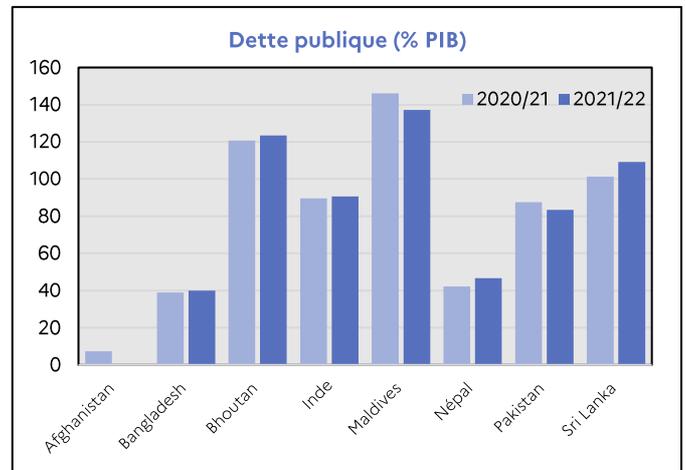
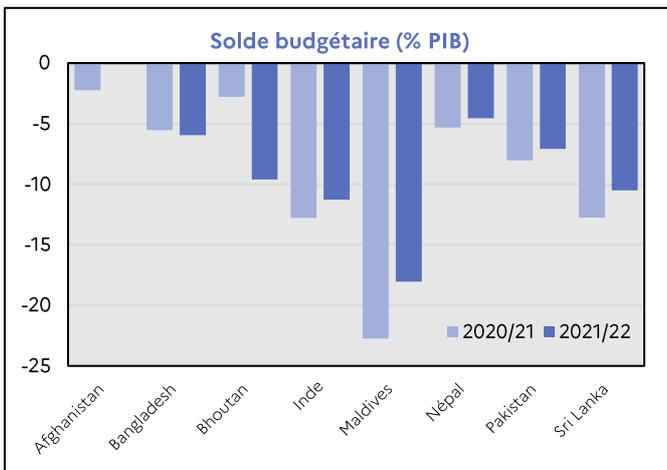
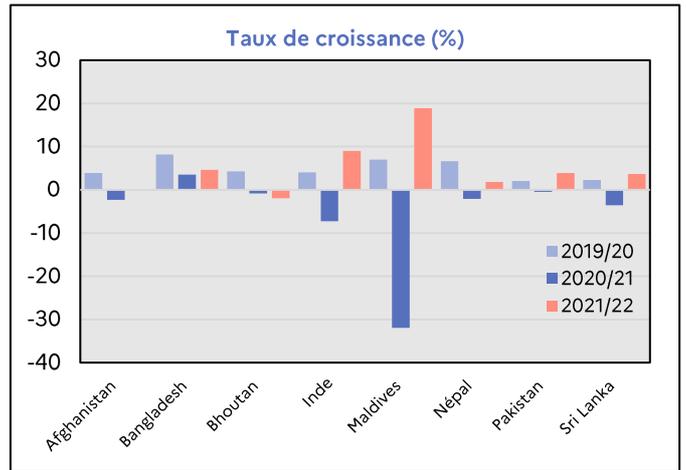
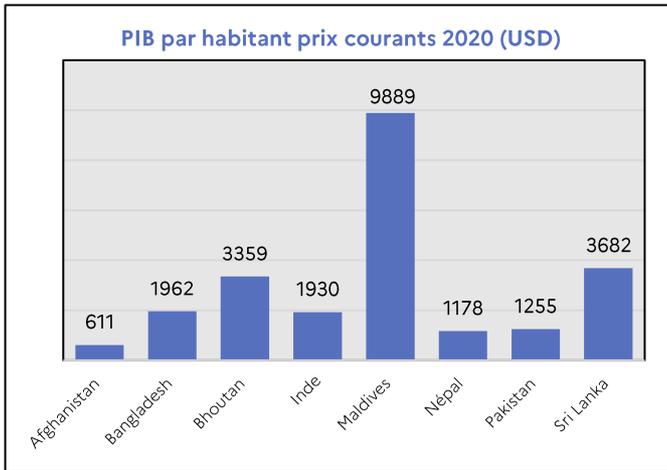
ANNEXES

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Capitalisation (M MVR)	5 926	6 963	8 123	8 049	14 035	13 783	17 004	17 022	16 323
Capitalisation (MUSD)	385	452	527	524	911	894	1106	1105	1061
Evolution		17,5%	16,7%	-0,9%	74,4%	-1,8%	23,4%	0,1%	-4,1%
Evolution (hors IPO)		17,5%	16,7%	-0,9%	9,3%	-1,8%	17,3%	0,1%	-4,1%
Croissance du PIB réel	7,3%	7,3%	2,9%	6,3%	7,2%	8,1%	6,9%	-33,5%	37%
Capitalisation (%PIB)	12%	12%	13%	12%	19%	17%	20%	30%	21%
Volume échangé (MMVR)	2,9	166,6	9,4	3,4	4,4	6,0	2,6	5,2	7,1
IPO – actions	HDFC			Centurion	Ooredoo		Maldives Islamic Bank		
IPO – obligations	HDFC-Bond1 HDFC-Sukuk1		STO-Bond		HDFC-Sukuk2	HDFC-Bond2	HDFC-Bond3 HDFC-Sukuk3		HDFC-Sukuk4



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
IP - Actions et parts de fonds d'investissement (MUSD)	0,2	-1,2	1,9	-0,7	-0,8	31,8	-30,4	111,6	-

G Indicateurs régionaux



		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
Dettes publiques (% 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/hab, 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-	Stable	C	A4
Bangladesh	Ba3	Stable	BB-	Stable	BB-	Stable	C	C
Pakistan	B3	Négative	B-	Négative	B-	Négative	D	C
Sri Lanka	Ca	Stable	SD	Négative	RD	-	D	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