



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

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Direction générale du Trésor



LA LETTRE TRIMESTRIELLE D'ASIE DU SUD

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE REGIONAL

DE NEW DELHI

N°2 – Avril 2021 – Juin 2022

Edito

Les modalités de financement du développement de la zone Asie du sud constituent la thématique du deuxième numéro de la Lettre trimestrielle. La manière dont un pays finance son développement est en effet un indicateur rétrospectif de tensions ou de mauvaise allocation du capital, en même temps qu'un signal de tensions ou de déséquilibres à venir.

Eu égard aux structures de l'économie, les entreprises des huit pays de la zone se financent majoritairement par crédit bancaire, les marchés de capitaux jouant au mieux un rôle d'appoint dans le financement de l'économie, c'est le cas de l'Inde, du Bangladesh, du Pakistan, du Népal ou du Sri Lanka. L'Etat joue un rôle essentiel dans le financement des infrastructures, mais en raison du caractère limité de ses ressources budgétaires, les besoins de financement de l'économie dans le seul domaine des infrastructures sont très élevés, de l'ordre de 150 Mds à 230 Mds USD pour la seule économie de l'Inde, bridant ainsi le potentiel de l'économie. Faute d'une épargne suffisante, l'Asie du sud doit recourir à l'épargne du reste du monde, processus reflété par des déficits courants structurels et par des politiques de stop and go lorsque ces déficits deviennent insoutenables. Les transferts de migrants jouent un rôle non négligeable dans les équilibres financiers des pays, par leur importance relative en pourcentage du PIB, et par la couverture du déficit commercial (Pakistan) ou courant (Népal), notamment.

Sur le plan conjoncturel, les politiques contracycliques menées dans le cadre du Covid, notamment par de fortes baisses de taux directeurs et/ou d'injections de liquidité massives, ont permis d'assurer la stabilité du système financier en fournissant aux institutions financières les plus fragiles la liquidité nécessaire, et facilité le financement des émissions de l'Etat imposées par des déficits budgétaires exceptionnels. Ces injections de liquidité ont cependant été un facteur de recrudescence des tensions inflationnistes, notamment en Inde, appelées à se matérialiser avec le choc des matières premières dans le sillage de la guerre russo-ukrainienne. Surtout, ces injections de liquidité ont alimenté des bulles d'actifs, notamment immobiliers (Bangladesh, Nepal) et boursiers (Inde, Bangladesh) dans des pays n'offrant pas une palette diversifiée d'instruments de placements. Dans la mesure où les systèmes financiers et bancaires de nombre de pays de la zone sont fragiles, malgré des niveaux apparents de créances douteuses faibles, la fin des moratoires mis en place pendant le covid et prolongés à plusieurs reprises ainsi que le risque d'un éclatement des bulles constituent un risque pour la stabilité financière de ces pays.

Enfin, trois pays méritent une attention particulière. L'Afghanistan, dont le système bancaire est en déliquescence, compte tenu de l'absence de numéraire et du retour à une économie de troc, depuis la prise de pouvoir des Talibans en août 2021 et la fin de l'aide internationale apportée au pays depuis près de deux décennies. Le Sri Lanka, en situation de défaut depuis avril, en raison du tarissement des flux touristiques, du recul des transferts de migrants, alors que le pays s'est endetté fortement auprès des non-résidents, notamment en devises. Le Pakistan enfin, qui a eu 22 fois recours au FMI depuis 1958 pour faire face à un déficit courant structurel alimenté par un déficit budgétaire non moins structurel et dont l'ampleur a nécessité de recourir au FMI en s'engageant à mettre en place des politiques structurelles que le défaut de consensus et l'absence de majorité stable ne permettait pas d'inscrire dans le temps long.

Benoit GAUTHIER

Chef du service économique régional de New Delhi

TABLE DES MATIERES

Evolution du financement de l'économie des pays de la zone Asie du sud après la pandémie

📍 Inde.....	3
📍 Bangladesh.....	10
📍 Pakistan.....	16
📍 Sri Lanka.....	24
📍 Népal.....	31
📍 Afghanistan.....	37
📍 Bhoutan.....	42
📍 Maldives.....	48
📍 Indicateurs régionaux.....	53



Inde

La crise financière de 2012/2013, marquée par des déficits public et courant élevés, un rythme d'inflation supérieur à 10% et une dépréciation du taux de change de la roupie face au dollar, met un terme au boom du crédit et au cycle d'investissement en infrastructure enclenchés dès 2003. Les autorités indiennes inscrivent à partir de 2014 la trajectoire budgétaire sur la voie d'un rééquilibrage, instaurent une politique de ciblage d'inflation en 2016 et cherchent à financer le déficit courant, par ailleurs ramené à des niveaux plus soutenables, par des capitaux plus stables que sur la période précédente, en privilégiant l'IDE. Huit ans plus tard, en 2022, dans un contexte où les séquelles économiques de la crise du Covid apparaissent durables, le resserrement monétaire initié aux Etats-Unis et la réactivation de fortes tensions inflationnistes risquent d'aggraver les problèmes de financement de l'économie indienne, à un moment où le gouvernement souhaite enclencher un nouveau cycle d'investissement en infrastructure.

2014-2020 : une faible marge de manœuvre budgétaire, conjuguée à un cycle du crédit en berne

Une faible marge de manœuvre budgétaire

Avant la crise financière de 2008/2009, le déficit des administrations publiques (APU) a rarement été inférieur à 6% du PIB, tout en étant conjugué à une croissance élevée, reposant sur l'investissement. La dynamique de la croissance a ainsi facilité le recul du niveau de dette publique, supérieur à 80% en 2003 à moins de 70% en 2007, dans un contexte de forte accélération de l'investissement, notamment en infrastructure.

Une rupture des moteurs de la croissance intervient avec la Grande Crise Financière (GFC) de 2008; consécutivement à celle-ci, en liaison avec le programme de relance budgétaire, le solde des APU atteint près de 10% en 2008-2009 et 2009-2010, le déficit de l'Etat fédéral dépassant au cours de ces deux exercices 6% du PIB; si l'on intègre les besoins de financement des entreprises publiques, faiblement rentables et partant bénéficiaires de transferts de capital en provenance des administrations publiques, les besoins de financement du secteur public ont représenté près de 11% du PIB en 2009-2010. A quelque 16% du PIB, les recettes fiscales restent insuffisantes pour permettre à l'Etat de mener une politique contracyclique durable, d'autant plus que le niveau de dette publique concourt à une captation importante de l'épargne, au détriment de l'investissement privé, dont la rentabilité marginale décroît sur la période.

La dette publique est supérieure à 65% du PIB sur l'ensemble de la période, inscrivant l'Inde à un niveau supérieur de 20 points de PIB à celui des autres grands émergents, à l'exception du Brésil dont la dette représente 90% du PIB en 2018. Néanmoins, **contrairement à la période précédente de la décennie 2000, la croissance en volume est trop faible pour contribuer à une diminution du poids de la dette dans le PIB**, cependant que le déficit courant de près de 5% en 2012/2013 impose au gouvernement de réduire son déficit public, de manière à le rendre compatible avec l'épargne intérieure.

En tout état de cause, le gouvernement ne souhaite pas s'écarter des recommandations établies par le Comité du FRBM (*Fiscal Responsibility and Budget Management*) dont les principes édictés en 2003 disposent que la dette publique consolidée ne doit pas dépasser 60% et le déficit de l'Etat central 3% du PIB. Afin de préserver la soutenabilité des finances publiques, il prend ainsi en 2018 l'engagement de ramener d'ici l'exercice 2024/2025 la dette publique à 60% du PIB, dont les deux tiers ressortissent à

¹¹ Les statistiques financières mises en exergue dans cet article sont tirées de rapports du FMI et de la *Reserve Bank of India*.

l'Etat central, le tiers étant le fait des Etats fédérés. S'agissant du déficit des APU, la cible opérationnelle est constituée par un déficit de 3% pour l'Etat central d'ici la fin de l'exercice 2020/2021, alors que les Etats fédérés ne doivent pas dépasser un seuil de 3% du PIB.

Un cycle du crédit en berne sur la période sous revue, dans le sillage d'un boom du crédit

L'analyse du cycle du crédit sur la période sous revue doit être effectuée à la lumière du boom du crédit sur la période 2003/2008 et à son éclatement en 2013 dans le sillage de la crise financière de 2008. Sur la période 2003/2008, les encours de crédit croissent à un rythme supérieur au PIB, de 31% en 2003 à 49,6% du PIB en 2008 puis 52,4% en 2013. Depuis cette date, les encours de crédit au secteur privé non-financier demeurent stables, voire inférieurs à la croissance du PIB.

Le boom du crédit, alimenté par un taux d'investissement passé de 24% en moyenne sur la période 1997/2004 à près de 34% au T2 2008 et 37% sur 2011/2012, s'est prolongé jusqu'en 2013/2014, assorti de taux de croissance de l'ordre de 20% annuels, ce qui a facilité le financement des infrastructures et de l'investissement des entreprises sur la période. **De ce fait, sur la période de 2011 à 2014, les entreprises industrielles ont capté près de 45% des financements bancaires accordés au secteur privé non-financier, contre 38% en 2007.**

Les banques ont probablement réagi avec retard face à la perspective d'un recul de l'efficacité marginale du capital, de la détérioration de la structure financière des entreprises sur la période, marqué notamment par un niveau d'endettement des SNF passé de 40% en 2001 à 83% en 2012. Elles ont également dû s'adapter à l'ajustement rendu nécessaire du *policy-mix* face aux implications du *tapering* de la Fed (consolidation budgétaire ainsi que resserrement de la liquidité bancaire et hausse du taux des pensions, porté à 7,75% en juillet 2013). De ce fait, le ralentissement des flux de crédit au secteur industriel est postérieur de deux ans au ralentissement de l'économie et au boom de l'investissement.

Dans ce contexte, le crédit aux entreprises industrielles, dont la dynamique doit être rapprochée d'une situation de forte concurrence entre grandes banques, a enregistré un infléchissement à partir de 2014/2015, jusqu'à subir une contraction en 2016/2017, du fait d'un recul prononcé des financements dans le domaine des infrastructures. Sur l'ensemble de la période 2014/2015 à 2020/2021, le taux de croissance annuel des crédits aux entreprises industrielles est de quelque 1,6% selon les données de la Banque centrale.

Cette modération sur la période est à rapprocher de la restructuration du secteur bancaire public, induite par des financements sans doute peu maîtrisés et la progression des NPL. La progression de ces dernières dans les bilans des banques publiques est assez spectaculaire, dans la mesure où les NPL s'établissent à 8,6% en 2017/2018 contre 3% en 2014/2015. Par contraste, le pourcentage de créances douteuses n'a jamais dépassé 2% du portefeuille de crédit des banques privées. Rendue inévitable en raison de la rentabilité négative des banques publiques sur la période, la restructuration de ces dernières, fondée sur une recapitalisation de 45 Mds USD effectuée par l'Etat central et sur un mouvement de concentration ramenant le nombre de banques publiques de 18 à 12 établissements, contribuent à un recul affiché du pourcentage de NPL dans les banques publiques, à 4,2% en 2019/2020.

L'aversion au risque des banques pour le financement des infrastructures et l'investissement des entreprises industrielles a entraîné un redéploiement partiel de leur enveloppe de crédit vers les ménages, qui passent de 18% de celle-ci sur la période 2010-2015 à 25% en 2018/2019 et 29% en 2020/2021, en liaison avec l'amorce d'un cycle haussier du crédit immobilier.

La moindre inclination des banques à prêter au secteur productif a en outre eu pour effet de renforcer le rôle des NBFC, d'un total de 9600, et au nombre desquelles 263 sont considérées par le régulateur comme systémiques, dans l'allocation du crédit. A partir de 2015, les NBFC ont profité de l'espace laissé vacant par les banques pour accroître leur offre de crédit, alors que leur profil de risque présente un

déséquilibre structurel dans la mesure où la plupart d'entre elles n'ont pas la possibilité de s'adosser à des dépôts de la clientèle et ont donc des besoins de liquidité structurels. Or les concours des NBFC ont augmenté à un rythme deux fois supérieur à ceux des banques. Après le défaut d'une NBFC spécialisée dans le financement des infrastructures en 2018 et les difficultés d'un certain nombre de NBFC spécialisées dans le financement de l'immobilier (*Housing Financing Companies*), les conditions de financement de ces institutions se sont détériorées, consécutivement à un accès à la liquidité bancaire beaucoup plus difficile, impliquant un net ralentissement des crédits qu'elles allouent.

Compte tenu de leur rôle non négligeable dans l'allocation des crédits, et dans la mesure où elles allouent un cinquième de l'enveloppe de crédits bancaires, pour une clientèle qui n'a pas accès à ces derniers, la RBI a pris des mesures visant à stabiliser leurs conditions de financement et a amélioré leur mode de régulation.

Un retour à des financements externes stabilisés, facilitant une accumulation des réserves de change, conjugué à une dette publique externe faible

Des financements externes stabilisés

En 2012/2013, le déficit courant atteint 4,8% du PIB et son financement est d'autant plus problématique qu'il est concomitant d'une baisse des IDE et que le resserrement monétaire de la Fed (*tapering*) entraîne des sorties de capitaux. Le creusement du déficit reflète la détérioration de la capacité d'épargne des ménages par rapport à leur investissement ainsi que la désépargne du secteur public (déficit budgétaire).

En résulte une dépréciation du taux de change effectif nominal, de 17% sur la période. Au-delà des interventions de change, que la tendance à la dépréciation du cours de la roupie nécessite, l'Etat indien bénéficie d'un appui du ministère des Finances japonais, qui accepte de porter sa ligne de swaps de 15 Mds USD à 50 Mds.

Sur la période 2014-2020, le déficit courant oscille entre 0,6% du PIB et 2% du PIB, ce qui facilite un financement assuré en quasi-totalité par les entrées d'IDE en 2015/2016, 2016/2017, 2019/2020 et 2020/2021.

Les encours d'IDE entrants enregistrent un quasi-doublement entre 2014 et 2021, passant de 243 Mds USD à 482 Mds USD et permettent ainsi de financer le déficit courant. Compte tenu d'un stock d'IDE émanant des non-résidents en Inde passé de 129 Mds USD à 194 Mds sur la période, l'encours net, reflétant le rôle de financement des entreprises étrangères dans l'économie indienne s'établit à 288 Mds IDE en 2021, contre 114 Mds en 2014. Pour favorable qu'elle soit, la dynamique des investissements de portefeuille est beaucoup moins nourrie, les non-résidents ayant accru leurs investissements de 85 Mds USD sur la période.

Une dette externe publique faible

Si le déficit courant entraîne un léger creusement de la dette externe, passée de 19% du PIB en 2009/2010 à 24% en 2013/2014, elle est ramenée à moins de 20% en fin de période. Cette évolution résulte notamment du ralentissement de la croissance et de la réduction concomitante des déficits courants. La faible dynamique de l'investissement en capital fixe sur la période contribue également à la réduction de la dette externe. L'autre élément de stabilité du financement externe, qu'il convient de ne pas sous-estimer, est le faible recours des administrations publiques à des financements externes, notamment dans celui des comptes publics, l'achat de titres publics par des non-résidents étant plafonné à 2% de chaque ligne émise. L'Etat central se finance essentiellement en roupies et grâce aux banques, lesquelles sont légalement contraintes de détenir des titres publics, et les Etats fédérés n'ont aucune latitude pour recourir à des financements assurés par le reste du monde. De même, les

financements effectués auprès de bailleurs multilatéraux jouent un rôle d'appoint, la dette multilatérale n'augmentant que de 4 Mds USD entre 2014 et 2020.

Dans ces conditions liées notamment à des modalités de financement externe revenues à la normale après 2014, les réserves de change augmentent considérablement sur la période, puisqu'elles passent de quelque 300 Mds USD à 640 Mds USD fin septembre 2021.

La montée des incertitudes

Des mesures de soutien exorbitantes de droit commun prises dans le cadre du Covid

La crise du Covid interrompt un effort de consolidation budgétaire non achevé en 2018/2019, compte tenu d'une dette publique s'élevant à 70% du PIB, en imposant aux administrations centrales de mener une politique budgétaire fortement contracyclique.

Les mesures adoptées pour faire face aux deux vagues successives de Covid se sont traduites par une augmentation des dépenses de santé et de transfert sociaux vis-à-vis des catégories les plus fragiles, conjuguées à un manque à gagner en termes de recettes. Le déficit de l'Etat central a fortement dérivé à 9,2% du PIB lors de l'exercice 2020/2021 et 6,9% du PIB en 2021/2022. La situation budgétaire des Etats fédérés s'est également nettement dégradée, obligeant l'Etat central à relever le plafond autorisé de leur déficit de 3% à 5% du PIB. La dette publique est ainsi passée de 74% du PIB en 2019/2020 à 90% l'exercice suivant. Elle devrait rester supérieur à 85% du PIB au cours des trois prochains exercices et retarder la perspective d'un retour au seuil de 60% défini par le FRBM.

La Banque centrale n'est pas demeurée en reste dans la mise en œuvre de mesure contracycliques, en injectant massivement des liquidités, afin de réduire notamment le risque de défaut des institutions dont la base de dépôts est nulle ou insuffisante pour leur permettre de maintenir leur portefeuille de crédit, en abaissant son taux directeur à un niveau jamais atteint par le passé, soit 4% pour le taux des pensions, et ordonné un moratoire sur le service de la dette. Si ces mesures n'ont pas permis de réactiver le cycle du crédit, compte tenu de la faible inclination des banques à prêter, elles ont évité des défauts, notamment s'agissant des NBFC et induit une baisse des taux d'intérêt à long terme, réduisant ainsi pour l'Etat central et les Etats fédérés le coût des mesures budgétaires contracycliques. Par ailleurs, elle est intervenue, non seulement en tant qu'agent budgétaire mais en procédant à des achats directs de titres d'Etat, ce qui a également contribué à la baisse des taux à 10 ans, revenus de 7,4% lors de l'exercice budgétaire 2019/2020 à 6,2% lors du dernier exercice budgétaire, après avoir atteint un niveau plancher jamais atteint depuis 18 ans (5,89% le 12 octobre 2020).

Les banques ont eu tendance à placer leur surcroît de liquidité en titres d'Etat, leurs encours ayant augmenté de 19% en 2020, voire en actions s'agissant de leur filiale chargées de la gestion de leurs actifs, tout en conservant des encaisses liquides plutôt que d'affecter celles-ci à des crédits.

Les injections de liquidité de la Banque centrale et le maintien de taux d'intérêt faibles ont permis de réduire fortement les *spreads* des obligations à trois ans des entreprises et institutions financières et bancaires notées AAA par rapport aux titres d'Etat de même échéance. Les écarts de taux sont ainsi revenus de 60 points à 23 pour les banques, de 48 points à 23 pour les NBFC et de 35 points à 26 pour les entreprises du secteur non-financier, ramenant les taux à trois ans de ces trois types d'émetteurs à 5,84%, 5,98% et 5,88% respectivement. Parallèlement, les encours de titres obligataires émis par des entreprises du secteur non-financier augmentaient de 11% en 2021/2022, à 40 000 Mds INR (533 Mds USD), soit 17% du PIB et un tiers des encours de crédit bancaire.

Ces injections de liquidité ont en outre été le principal facteur de soutien des marchés boursiers indiens l'an dernier ; l'indice phare Sensex du BSE a ainsi progressé de 21% en 2021 et de plus de 90% par rapport au point bas de 29900 points, touché lors de la première vague de Covid le 20 mars 2020. Cette dynamique favorable a contribué à alimenter une vague d'introductions en bourse sans précédent, 63

entreprises ayant réussi à lever 1200 Mds INR (15 Mds USD), contre 9 Mds USD en 2020 ; la perspective d'un resserrement plus rapide que prévu des politiques monétaires, notamment américaine face à la recrudescence du risque inflationniste et les tensions concomitantes observées sur les taux à long terme ont toutefois entraîné une correction boursière de 10% par rapport aux records d'octobre, sans mettre un terme au mouvement d'introductions en bourse, qui ont été particulièrement nourries en décembre 2021, avec onze IPO.

Si les mesures adoptées par la RBI ont permis d'éviter une crise de liquidité préjudiciable à l'équilibre financier de nombre d'institutions financières, elles n'ont pas permis une réactivation du cycle du crédit mais impliqué un renforcement de la dualité du financement de l'économie, les grandes entreprises étant en mesure de se financer par recours aux marchés de capitaux, alors que les entreprises de taille intermédiaire et moyenne, y compris dans le secteur formel, pâtissaient d'un tarissement des flux de crédit.

Mais rendant nécessaire un processus de consolidation budgétaire

Le niveau élevé de la dette publique devrait se maintenir au-dessus de 85% du PIB pendant plusieurs exercices, faute d'une croissance suffisante. Or l'Inde est placée sous la surveillance des agences de notation, qui maintiennent sa notation juste au-dessus de la catégorie spéculative, avec une perspective négative, compte tenu d'un niveau de dette publique rapporté au PIB bien supérieur à celle de ses pairs notés également *Investment Grade*. Le gouvernement a donc choisi de réduire le déficit central, en le ramenant de 6,9% à 6,4% du PIB, tout en assurant la promotion d'un plan de relance fondé sur l'investissement. Dans son rapport sur la monnaie et les financements (**Report on Currency and Finance 2021-2022**), la Banque dresse un bilan de la situation économique post-covid, en soulignant les effets durables du choc exogène constitué par la pandémie sur l'économie. Pour autant, elle s'appuie sur des travaux académiques afin de recommander au gouvernement un assainissement budgétaire, en mettant en exergue le fait que les multiplicateurs budgétaires, qui jouent favorablement en période de récession, cessent d'avoir un effet positif sur la croissance en période d'expansion. La valeur devenue négative des multiplicateurs souligne implicitement le fait que la politique budgétaire ne peut demeurer durablement expansive et que la « consolidation budgétaire devient ainsi une nécessité pour permettre au secteur privé de soutenir la dynamique de croissance et de pallier l'incidence négative d'un activisme budgétaire sur la croissance ».

La nécessaire remontée des taux compliquera le programme d'investissement et son effet d'entraînement sur l'investissement privé

Plusieurs facteurs ont contribué à une forte hausse des taux à dix ans, qui se sont tendus de plus de 100 points de base depuis septembre, passant de 6,20% à 7,40% en mai 2022.

Le financement du déficit budgétaire et du programme de relance par les investissements publics a pour effet de solliciter les banques et les gestionnaires d'actifs à hauteur de 200 Mds USD d'émissions obligataires publiques, alors que la Banque centrale a cessé d'acheter des titres d'Etat sur le marché secondaire depuis le 3 octobre. En outre, l'inclusion indicelle des titres d'Etat indiens dans les grands indices obligataires internationaux, attendue par le marché en 2022, laquelle aurait dû entraîner une plus grande exposition des non-résidents vis-à-vis des titres obligataires indiens, a été reportée *sine die*, en raisons d'obstacles liés à des clauses d'exemption fiscale auxquelles l'Etat indien n'a pas voulu consentir.

La prime de risque intégrée par les investisseurs dans le papier obligataire indien a crû depuis septembre, avec la dérive des anticipations d'inflation des agents économiques et la hausse des primes de terme sur les taux à dix ans indiens. Le fait que la RBI ait préféré surseoir à une inflexion rapide de sa politique monétaire accommodante, a probablement validé l'impression que son objectif prioritaire demeurerait la croissance, alors que l'indice des prix à la consommation s'inscrivait durablement au-dessus de la limite haute de la cible d'inflation ; cet atterroissement a probablement contribué à une

accentuation de la dérive des anticipations d'inflation intégrées dans les rendements des titres d'Etat indiens.

Le troisième facteur est bien sûr la hausse des cours du pétrole, dont l'Etat essaie de limiter les effets récessifs sur l'économie. Il a pris en charge les surcoûts induits par la hausse des engrais, tout en neutralisant une partie de l'augmentation des cours du pétrole par une réduction des accises sur le prix à la pompe ; le déficit budgétaire risque d'être supérieur à la cible de 6,4% inscrite dans le projet de loi de finances, d'autant plus que les hypothèses de croissance reposaient sur un cours du pétrole fixé autour de 70 dollars le baril.

Enfin, la hausse des taux directeurs, décidée par la RBI, qui a finalement mis un terme à plus de deux ans de politique monétaire accommodante, en liaison avec le Covid, a concouru à une dérive des primes de terme, qui devrait se poursuivre, au moins à court terme. Les deux hausses de taux directeurs, qui ont porté le taux des pensions de 4,0% à 4,90% devraient être suivies de nouveaux relèvements, susceptibles de voir le taux directeur à 6,0% d'ici la fin de l'année. Parallèlement, et ce bien avant l'inflexion de sa politique monétaire, intervenue en avril 2022, la RBI s'est attelée à resserrer la liquidité bancaire dès la fin de l'année dernière, de manière à préparer le marché interbancaire à des conditions de refinancement moins favorables. En mai, l'augmentation du taux des réserves obligatoires de 0,5% a également contribué à réduire sensiblement les excédents de liquidité, qui ont été réduits de près des deux-tiers, à 3,5% de la monnaie en circulation. Si ces mesures visent à rassurer le marché quant à la priorité accordée par la RBI à l'objectif d'inflation, elles risquent de rendre plus difficile l'absorption par le marché des émissions de titres d'Etat par le Gouvernement.

Quoi qu'il en soit, avant même la matérialisation du choc pétrolier, le risque d'un effet d'éviction résultant des émissions massives par l'Etat central sur l'exercice 2022/2023 paraissait suffisant pour que les effets d'entraînement du plan de relance attendus sur l'investissement privé soient perçus comme très faibles. L'existence de capacités de production inemployées, la recrudescence des incertitudes quant aux débouchés, la hausse du taux d'actualisation induite par la dérive inflationniste et la diminution concomitante de l'efficacité marginale du capital expliquent que la FBCF privée reste modérée, malgré la montée en régime du plan de relance par les infrastructures.

Dans ce contexte, malgré la légère progression du crédit bancaire, qui s'explique par des effets de base favorables, les banques sont susceptibles d'être extrêmement attentistes dans les prochains mois vis-à-vis des entreprises, d'autant plus qu'elles seront sollicitées pour financer le programme obligataire du gouvernement.

La réapparition d'une contrainte financière externe

Le choc pétrolier et des matières premières devrait entraîner une nette détérioration du déficit courant. D'après les estimations des économistes de la RBI, une hausse de 25 USD par baril entraînerait une aggravation du déficit de 1 point de PIB, le portant à 3% du PIB, compte tenu du fait que l'Inde importe 85% de sa consommation d'hydrocarbures.

Cette dégradation attendue du compte courant, conjuguée au resserrement monétaire de la FED, qui a entraîné des cessions d'actions par les non-résidents pour plus de 20 Mds USD depuis octobre 2021, expliquent des sorties de capitaux et des pressions à la baisse sur la roupie, que la Banque centrale a tenté de contrecarrer par des interventions de change ayant pesé sur ses réserves à hauteur de quelque 40 Mds USD en deux mois.

On notera un gonflement des entrées nettes d'IDE en fin de période, notamment sur les exercices 2019/2020 et 2020/2021, à 43 Mds USD et 44 Mds USD. En revanche, celles-ci semblent marquer une inflexion dès le deuxième semestre 2021/2022, avec des entrées nettes revenant de 21,2 Mds USD au premier semestre à 5,2 Mds USD au T3 2021/2022, soit moins de 20% du déficit courant enregistré sur les trois derniers mois de l'exercice civil 2021, de quelque 23 Mds USD. Sur les neuf premiers mois de

2021/2022, les flux nets d'IDE ne sont plus que de 26,4 Mds USD, parvenant encore à couvrir un déficit courant de 26,5 Mds USD. Il est très probable qu'avec la poursuite du creusement du déficit courant, induit par la hausse de la facture énergétique et l'augmentation des cours des matières premières, les entrées nettes d'IDE, qui risquent de s'établir à un niveau très inférieur aux prévisions du Fonds (qui tablaient sur des entrées nettes de 46 Mds USD), ne couvriront qu'une partie de celui-ci.

Commentaires :

Dans ce contexte, même si l'Inde paraît mieux armée qu'en 2012/2013 pour faire face à la réapparition d'une contrainte financière élevée, avec quelque 600 Mds USD de réserves de change, il est probable que les autorités financières se montreront extrêmement vigilantes dans le pilotage de la politique économique et notamment dans l'exécution budgétaire. Les banques, si elles augmentent actuellement leurs encours de crédit, se montrent sélectives dans leur politique d'octroi. Quant aux marchés financiers, et notamment boursiers, ils seront probablement nettement moins porteurs que l'an dernier, ce qui devrait conduire logiquement sinon à un tarissement des introductions en bourse, du moins à un attentisme, tant des entreprises émettrices que des investisseurs, la montée de l'aversion au risque ayant également conduit à un retrait des non-résidents. Pour toutes ces raisons, il est probable que le plan de relance par l'investissement public sera révisé à la baisse et que ses effets d'entraînement seront moindres que prévu.



Bangladesh

Economie dynamique et *a priori* la seule à ne pas avoir enregistré de contraction du PIB en 2020, l'économie bangladaise est caractérisée sur le plan interne par la prépondérance du crédit bancaire. En effet, les marchés financiers sont peu développés et ne jouent qu'un rôle d'appoint. Sur le plan externe, le Bangladesh bénéficie de son statut de PMA pour se voir offrir des conditions de financement très favorables des bailleurs multilatéraux et bilatéraux, tandis que les financements publics sont sous-optimaux, entravés par un coût de l'endettement trop élevé et une assiette fiscale étroite ; en outre, les IDE jouent un rôle marginal dans l'économie. Nous examinerons l'incidence de la pandémie sur les leviers de financement et les opportunités de diversification de ceux-ci dans la perspective de la graduation, à savoir l'intégration du Bangladesh dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire d'ici 2026.

Financement de l'économie marqué par la prépondérance du secteur bancaire

Le dynamisme des crédits bancaires dissimule les fragilités du secteur

Le financement de l'économie par le crédit apparaît relativement dynamique, la croissance annuelle du crédit au secteur privé, qui représente 82% des encours, s'établit en moyenne à 13,9% entre 2012/13 et 2018/19. En réaction, le taux d'investissement privé n'a cessé de progresser de 21,7% du PIB à 23,5% du PIB de 2012/13 à 2018/19 et il s'agit de l'un des plus élevés de la région¹. En outre, malgré une croissance régulière des crédits, le ratio du crédit intérieur rapporté au PIB est resté stable.

Le financement de l'économie par le crédit est cependant fragilisé par l'importance des prêts non performants (PNP), particulièrement au sein des banques publiques² et institutions financières non bancaires³. Le taux des PNP rapporté au total des prêts a fortement augmenté en 2012, passant de 1,9% en 2011 à 6,7% pour ensuite s'établir à 8,2% en moyenne entre 2012 et 2019, à la faveur notamment du retournement du crédit survenu en 2018. En effet, en 2017, les excès de liquidité d'environ 15 Mds USD ont conduit à une multiplication des prêts puis à un retournement du crédit en 2018 avec le ralentissement des dépôts et l'insuffisance du recouvrement des impayés. Face à la crise, la Banque centrale (Bangladesh Bank – BB) a fait le choix du relâchement des règles de classification des prêts et les PNP ont augmenté de 26%. Ainsi, le financement par le crédit se caractérise par une régulation et une supervision insuffisantes. L'absence de mesures radicales en 2018 a été à l'origine d'une nette dégradation de la situation, les PNP atteignant en 2019 un niveau historique depuis 48 ans.

Progression continue du financement public mais rendu sous-optimal par le poids des *National Savings Certificates* (NSC)

Maîtrisé jusqu'en 2013/14, le déficit public s'est progressivement creusé, de 3,1% du PIB à 6,3% en 2018/19, en raison de la progression des dépenses de 14,1% du PIB à 15,7% en 2018/19 et de la stagnation

¹ En 2019, selon les chiffres de la Banque mondiale, le ratio d'investissement du secteur privé rapporté au PIB atteignait 24% pour le Bangladesh, derrière le Népal à 28% et le Bhoutan à 30%.

² Les six banques publiques concentraient 52% des impayés fin 2018. La problématique est clairement identifiée par la Banque centrale et résulte en premier lieu d'une gouvernance médiocre, la moitié de l'encours des NPL accumulés par le secteur bancaire résulte de prêts aux grandes entreprises publiques, dont la rentabilité est suboptimale. Il s'agit essentiellement de prêts à long terme accordés par ces banques, qui ne seront probablement jamais remboursés.

³ S'ils sont très inférieurs en volume (45,2 Mds BDT en 2017 sur un encours de 619 Mds BDT, les encours de prêts non performants des NBFI enregistrent depuis quatre ans une croissance préoccupante. En ratio, ils sont ainsi passés de 7,3% fin 2017 à 9,5% en 2019, 15,0% en 2020 et 19,3% fin 2021. Les volumes des encours ont doublé en trois ans, passant de 64 Mds BDT en 2019 à 130 Mds BDT en 2021. En 2019 la NBFC *People's Leasing* a même fait faillite, la première depuis l'indépendance du Bangladesh et fin 2019 aucune NFBC n'avait obtenu le score maximal au *stress test* de la Banque centrale.

des recettes de 10,9% du PIB à 9,5% sur la période. Sur les trois exercices 2016/17, 2017/18 et 2018/19, ces dernières atteignent en moyenne 9,8% du PIB contre 15,1% pour les dépenses et la dette publique passent de 35,3% du PIB en 2013/14 à 36,1% en 2018/19. Mais alors que les dépenses augmentent, le Bangladesh ne parvient pas à mobiliser suffisamment de recettes en raison d'une base fiscale étroite, de la difficulté de la collecte liée à l'informalité et des nombreuses exonérations. Le ratio des taxes rapportées au PIB est faible : autour de 8,6% entre 2013 et 2017 contre 19,4% en moyenne pour les pays à revenu intermédiaire, ce qui place le Bangladesh dans une situation nettement moins avantageuse que ses pairs, eu égard à la possibilité de mener sur plusieurs années des politiques budgétaires contracycliques, sous peine de voir son niveau de dette publique dériver.

Néanmoins, la dette publique est maintenue à un niveau inférieur à 40% et présente à ce stade un degré de risque limité, la dette publique externe ne représentant que 30% de l'endettement total et les prêts concessionnels en couvrant l'essentiel, soit 80%. Cependant, la charge croissante de la dette réduit les marges budgétaires du Bangladesh. En effet, 47,8% de la dette interne est constituée de certificats d'épargne nationaux (*National savings certificate* – NSC) dont le rendement est élevé, à quelque 9-11% contre 5-6% pour les titres d'Etat, ce qui les rend attrayants pour les ménages, mais coûteux pour le gouvernement et empêche mécaniquement l'émergence d'un marché obligataire (cf. *infra*). La réforme adoptée récemment, de plafonnement des taux de rendement des NSC à 9,3%, a certes réduit le coût de financement, mais la rémunération reste assortie d'un taux réel positif.

Les marchés financiers ne jouent qu'un rôle d'appoint dans le financement de l'économie

Le Bangladesh compte deux places financières : la Dhaka Stock Exchange (DSE), 44^{ème} place mondiale en termes de capitalisation boursière et la Chittagong Stock Exchange (CSE). La capitalisation boursière de la première bourse du pays, la DSE, reste faible comparée aux bourses régionales : 29% du PIB en 2019 pour DSE contre 77% pour les bourses indiennes. En effet les marchés financiers jouent un rôle restreint dans le financement des entreprises qui recourent principalement à des crédits et seulement pour moins de 1% à des financements de marché. La DSE est également peu diversifiée et les cinq plus grandes entreprises représentent un tiers de la capitalisation boursière tandis que la faible attractivité des marchés transparaît à l'étude de l'évolution des comptes investisseurs (*Beneficiary Owners Account*). En 2019, il a été enregistré la fermeture de 200 000 comptes, en raison du non-paiement des frais de 450 BDT/an (5 USD/an), soit une diminution de 7% et selon le *Central Depository Bangladesh Ltd*, le nombre de comptes ouverts s'élevait en fin 2019 à 2,6 M mais la moitié enregistrait un solde proche ou égal à zéro. Le gouvernement a mis en place des mesures pour promouvoir les places financières, notamment l'obligation pour les compagnies d'assurance de s'inscrire en bourse d'ici fin 2019, mais pour l'heure avec un succès mitigé.

Pour ce qui est du marché obligataire, il est le plus étroit d'Asie du sud et représentait en 2018 à peine 0,1% du PIB contre 17% en Inde, 1% au Pakistan et 0,5% à Sri Lanka. Le marché obligataire est également très peu diversifié puisque dominé par les banques commerciales qui émettent des obligations de gré à gré non cotées sur le marché, pour répondre à leur exigences minimales de fonds propres. Il n'existe pratiquement pas de marché secondaire permettant de négocier les bons du Trésor, les échanges sur ce marché secondaire n'ayant été ouverts qu'en 2021.

Faible niveau des IDE et IP, les financements étrangers provenant des bailleurs extérieurs

Les investissements directs étrangers (IDE) constituent l'un des talons d'Achille de l'économie bangladaise, entre 2013/2014 et 2018/19 les flux nets d'IDE sont passés de 0,8% du PIB à 0,6%, contre 1,8% pour l'Inde et 2,8% pour la moyenne observée en Asie du sud en 2019. La hausse spectaculaire des IDE en 2018 provoquée par l'acquisition de *United Dhaka Tobacco* par *Japan Tobacco Inc.* et celle de 25% de la DSE par un consortium chinois, ne s'est pas confirmée en 2019, année pendant laquelle n'a été enregistrée aucune acquisition majeure. Les IDE au Bangladesh s'inscrivent ainsi très loin de la cible annuelle de 3% du PIB fixée par le gouvernement, malgré la création en 2016 d'une agence destinée à

en assurer la promotion : la *Bangladesh Investment Development Authority* et l'ouverture de neuf zones franches qui ne captaient cependant que 6% des IDE en 2019. Le manque d'attractivité du pays transparaît également dans la composition des IDE puisque 77% d'entre eux résultent de bénéfices réinvestis par les maisons-mères dans leurs filiales bangladaises.

Les flux de portefeuille sont quant à eux inexistant, à peine 0,5% du PIB en 2014, ils représentent en moyenne 0,2% du PIB entre 2013/14 et 2018/2019. Le Bangladesh a bien tenté d'attirer les investisseurs étrangers et en particulier chinois, grâce au partenariat entre la DSE et la bourse de Shenzhen depuis 2018 puis au rachat par un consortium chinois de 25% de la DES, mais sans succès : même avant la pandémie, le Bangladesh enregistrait des sorties nettes d'investissement de portefeuille en 2019.

La faible attractivité du Bangladesh s'explique par un environnement des affaires très contraignant, des droits de douane élevés, des restrictions d'investissement dans certains secteurs considérés comme stratégiques, tels la logistique maritime, le fret ou le commerce en ligne et la lourdeur bureaucratique qui décourage les investisseurs.

Les financements externes proviennent majoritairement des bailleurs multilatéraux et bilatéraux. La dette multilatérale représente en effet plus des deux tiers de l'endettement extérieur total, représentant 81,2% de la dette externe en juillet 2013, sa part diminuant progressivement pour atteindre 62,5% en 2018 tandis que la composante bilatérale progresse sur la même période de 12,1% à 22,7%. La Banque mondiale est le premier partenaire multilatéral du Bangladesh suivie par la Banque asiatique de développement. Du côté bilatéral, le Japon est un partenaire historique (11,7% en 2018) alors que la part de l'endettement auprès de la Chine progresse, de 1,2% en 2013 en 4,9% en 2018. Les principaux secteurs visés par l'aide multilatérale sont l'énergie (21% des engagements de la BASD en 2021), les transports (20%), l'éducation (10%), l'agriculture (9%), la gestion de l'eau et les infrastructures urbaines (7%) et la finance (7%). Le soutien des bailleurs est par ailleurs principalement concessionnel, la partie don représentant à peine 0,1% du PIB de manière constante depuis 2015/16.

Encadré : les transferts des travailleurs migrants

Les transferts des travailleurs migrants participent également au financement de l'économie puisqu'ils représentent 5,4% du PIB en 2018/19. En 2018 le Bangladesh était le onzième récipiendaire de transferts de ce type dans le monde. Il s'agit également de la deuxième source de devises après les exportations textiles, en raison notamment d'un secteur touristique faiblement développé. Toutefois, au moins 40% de ces transferts transitent par des canaux informels, selon l'OIT en 2014, chiffre certainement en augmentation avec le développement des services financiers mobiles. En réaction, le gouvernement a mis en place une incitation financière : un bonus versé sur les comptes formels.

L'enjeu de l'entrée dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire

Affaibli, le secteur bancaire n'est guère en mesure de jouer un rôle d'intermédiation satisfaisant

Le crédit bancaire n'a *a priori* pas subi de choc brutal en raison des mesures de soutien à la liquidité de la Banque centrale, qui a recouru à un abaissement des taux *repo* et *reverse repo* et du taux de réserves obligatoires des banques de respectivement 125, 75 et 150 points de base, ainsi qu'à un moratoire sur les prêts. En 2020/21, les dépôts ont progressé de 14%, alimentés par les transferts des migrants et les mesures de soutien face à la pandémie. Pareillement, la croissance du crédit s'est poursuivie, grâce aux mesures de soutien, pour atteindre 17,7% en 2019/20 et 17,6% en 2020/21, cependant que le taux d'investissement privé rapporté au PIB demeurait stable à 23,8%. Toutefois, la pandémie a davantage fragilisé le secteur bancaire bangladais qui affiche en 2020 une rentabilité des actifs médiocre, de 0,4% pour l'ensemble du secteur et nulle pour les banques publiques, tandis que fin septembre 2021, le ratio brut de PNP sur l'ensemble des encours s'élevait à 8,1% contre 7,7% fin 2020 et 9,3% fin 2019. Une

nouvelle hausse des PNP est cependant à craindre avec l'arrêt progressif des mesures de soutien et la levée du moratoire, qui a été prolongé sur l'exercice en cours.

Le financement de l'économie par le crédit, mode de financement principal des entreprises bangladaises est ainsi sévèrement fragilisé. Parmi les mesures envisagées pour assainir le secteur bancaire, le gouvernement délibère quant à l'instauration d'une *Asset Management Company* permettant d'absorber le stock de créances douteuses mais si elle permet d'apurer les bilans des banques, elle est coûteuse, en raison de la dotation budgétaire qu'elle implique, et réduit d'autant la marge de manœuvre de l'Etat, sans modifier le comportement dysfonctionnel des emprunteurs. Un mouvement de concentration bancaire serait également bienvenu eu égard au trop grand nombre de banques mais une solution pérenne réside dans la diversification du financement de l'économie, notamment via des ressources externes stables (voir *infra*).

Le financement public de l'économie après la pandémie nécessite une réforme de la fiscalité

Face à la pandémie, le gouvernement bangladais a fait le choix d'une politique budgétaire expansive et d'un programme de relance à hauteur de 6,2% du PIB, orienté vers les infrastructures dans le cadre d'un *Annual Development Programme*, qui couvrent 25% des crédits mais également vers les dépenses sociales, principalement en raison de la conjoncture, qui progressent de 11% en 2020/21. Les dépenses publiques ont donc été rehaussées de 13,5% en 2020/21. Par conséquent, la dette publique est passée de 36,1% du PIB en 2018/19 à 39,5% en 2019/20 et devrait atteindre 42,5% en 2021/22, selon les dernières estimations du FMI, dérive qui rend d'autant plus urgente la réforme de la fiscalité.

Dans son dernier rapport de mission Article IV au début de l'année 2022, le FMI estimait qu'une hausse des recettes était nécessaire pour atteindre les objectifs de développement. Selon le FMI, le rendement de la TVA, des impôts sur le revenu et les sociétés est trop faible et il suggère de se concentrer sur la TVA et les droits d'accise, qui sont moins affectés par le degré élevé d'informalité.

Dynamisme artificiel des marchés, dont le développement dépendra de leur diversification

Les bourses bangladaises ont dans un premier temps été très affectées par la pandémie et l'aversion croissante des investisseurs au risque. La Dakha Stock Exchange a fermé pendant soixante jours et la bourse n'a enregistré que quatre nouvelles introductions en 2020 contre quatorze en 2019. Le volume moyen échangé quotidiennement sur le marché des actions est tombé à 3,8 Mds BDT (30,6 M USD), un plus bas depuis 2012/13, tandis que les investisseurs étrangers ont retiré 150 M USD nets en douze mois. Fin juin 2021, ils ne détenaient plus que 4,4% des entreprises cotées à la DSE. L'indice DSEX a logiquement chuté de 26% en un an.

Les marchés ont ensuite rebondi, Dhaka et Chittagong affichant une hausse respective de 21% et 25% fin 2021 par rapport à décembre 2020. La capitalisation boursière totale s'élève au 30 décembre 2021 à 119 Mds USD, équivalant à 29% du PIB courant de l'exercice 2020/21. Elle progresse sur un an de 23%, après une hausse de 35% entre 2019 et 2020. Cependant cette évolution est davantage le fruit de la conjoncture et des mesures de soutien à la liquidité de la Banque centrale que d'une réelle progression de l'attractivité des marchés bangladais.

En effet, l'inscription de cette tendance dans le temps long, notamment pour alléger le fardeau des banques, nécessite de diversifier les marchés et notamment de développer celui des dérivés⁴, de poursuivre le processus de numérisation et de réduire la part des NSC. Pour ce faire, le gouvernement a adopté certaines mesures, dont l'instauration d'un plafond d'émission et la hausse des taxes sur les intérêts mais ces mesures n'étaient pas suffisantes pour limiter le rebond des NSC en 2020/21, en raison de la progression des transferts des travailleurs migrants et d'un *spread* NSC-taux de dépôt favorable. Le développement des marchés financiers bangladais passe nécessairement par le réaligement du

⁴ Les autorités étudient la possibilité d'ouvrir des marchés de commodités telles que le riz, le jute ou le thé.

taux des NSC avec les taux de marché. Cette mesure présente cependant le risque d'un fort mécontentement de la population, les NSC constituant un placement sûr pour de nombreux ménages modestes, et un substitut à des régimes de retraite dont la couverture est étroite.

Les financements externes confrontés au défi de la graduation

Les bailleurs ont particulièrement soutenu le Bangladesh depuis 2020 et l'aide étrangère atteint un nouveau record depuis l'indépendance du pays, à 7,1 Mds USD en 2019/20, en hausse de 14,5% par rapport à 2018/19 d'après l'*Economic Relations Division*. Il s'agit avant tout de prêts concessionnels (96%), les dons représentant seulement 276 M USD. Plusieurs bailleurs ont également lancé pour la première fois des programmes d'aide budgétaire, en complément des aides-projets⁵.

Toutefois, l'aide devrait progressivement diminuer alors que le Bangladesh se prépare à quitter la catégorie des économies les moins avancées et entrer dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire à l'horizon 2030. Si cette évolution traduit les progrès réalisés, elle doit également inciter à rapidement mettre en œuvre les réformes nécessaires à la transition. La première priorité consiste à contrebalancer la diminution à venir des financements des bailleurs multilatéraux par d'autres sources de financement extérieur. En effet, le passage dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire implique des conditions de financement moins avantageuses et le FMI prévoit ainsi la réduction du ratio de la dette externe – à 80% composée de prêts concessionnels à majorité libellé en DTS ou USD⁶ – rapportée au PIB de 17,5% en 2020/21 à 14,2% en 2025/26.

Attirer davantage d'investisseurs privés doit donc être une priorité et représente un réel défi sachant que les flux d'IDE, affectés par la pandémie, diminuent de 11% en 2020 tandis que le Bangladesh se voit rétrograder à la 168^{ème} place sur 190 du classement *Doing Business* de la Banque mondiale, loin derrière ses voisins⁷. Pourtant les opportunités existent, en particulier du côté des infrastructures, dont le besoin se chiffre à 320 Mds USD d'ici 2030 selon la SFI et dont l'insuffisance constitue l'un des principaux freins au développement du pays. Au-delà de l'objectif d'un parc de 100 zones économiques spéciales d'ici 2030, le gouvernement devra prioritairement se concentrer sur l'ouverture du marché, la lutte contre la corruption et l'exploitation des zones déjà existantes. En parallèle, le gouvernement a lancé en janvier 2020 un indice regroupant les quarante premières capitalisations boursières dans le but d'attirer davantage d'investisseurs étrangers.

Commentaires

La pandémie semble avoir eu un impact restreint sur les leviers de financement traditionnels de l'économie bangladaise : le crédit est resté stable et les financements multilatéraux se sont accrus. En réalité, le secteur bancaire apparaît fragilisé par les prêts non-performants et l'absence de régulation alors que l'aide étrangère n'est que temporaire. En outre, alors que la dette publique progresse et que la charge de celle-ci demeure élevée en raison des NSC, le dynamisme des marchés financiers apparaît artificiel et l'économie bangladaise n'est guère attractive pour le capital étranger. Alors que le Bangladesh ambitionne d'entrer dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire d'ici 2026 et qu'il cessera progressivement d'accéder à des financements concessionnels, il est urgent de repenser le financement de l'économie, qui devra s'appuyer sur un secteur bancaire assaini et sur des mesures d'incitation jugées suffisamment pérennes pour attirer des financements extérieurs stables.

⁵ Cela concerne le Japon en mai 2020 pour 1 Mds USD, l'IsDB en mai 2020 pour 182 M USD, la Corée du sud en décembre 2020, la Banque mondiale depuis fin 2018 pour 750 M USD sur trois ans, complété par un prêt de 500 M USD décaissé en 2022 et 2023 ; l'OFID en février 2022 pour 75 M USD.

⁶ Evalué à 50,9 Mds USD, le stock de dette externe au 30 juin 2021 est essentiellement exprimé en DTS (24,1 Mds USD ou 47%), en USD (13,4 Mds USD ou 26%) et en Yen (18%), devant le Renmimbi (4%), et l'Euro (2%).

⁷ Inde 63^{ème}, Sri Lanka 99^{ème} et Pakistan 108^{ème}.

ANNEXES

Annexe n°1 : Principaux indicateurs sur le financement de l'économie bangladaise

(% du PIB) Année budgétaire s'achevant fin juin	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIB (croissance %)	5,6	6,5	6,5	6,0	6,1	6,6	7,1	7,3	7,9	8,2	3,5	5,0	6,4
Recettes publiques	10,0	10,3	10,9	11,1	10,9	9,8	10,1	9,5	10,4	9,5	9,8	10,9	11,0
Dépenses publiques	12,7	13,8	14,0	14,5	14,1	13,8	13,9	14,4	15,2	15,7	15,4	15,1	17,1
Subventions étrangères				0,5	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Déficit	-2,7	-3,6	-3,1	-3,4	-3,1	-3,9	-3,8	-4,9	-4,8	-6,3	-5,6	-4,2	-6,1
Déficit primaire	-0,8	-1,9	-1,2	-1,5	-1,1	-1,9	-1,9	-3,1	-2,9	-4,3	-3,5	-1,9	-3,7
Dette publique	35,5	36,6	36,2	35,8	35,3	33,7	33,3	33,4	34,6	36,1	39,5	41,4	42,6
Dette externe	15,4	14,5	13,7	14,1	13,1	13,5	13,6	14,9	15,9	16,9	18,8		
Flux IDE	1,1	1,0	1,2	1,7	1,5	1,5	1,1	0,7	0,9	0,6	0,4		
Crédit intérieur au secteur privé	41,0	42,5	43,0	41,8	43,7	44,4	45,3	47,6	46,9	45,3	45,3		
PNP (% des encours)	0,0	1,9	6,7	4,8	9,4	8,4	8,9	8,9	9,9	8,9	7,7	8,0	

Annexe n°2 : Ratio (brut) de prêts non performants par type de banques (en % de l'encours de prêts)

Types de banques	Fin 2018	Fin 2019	Fin 2020	Fin 2021
Banques publiques	30,0	23,9	20,9	19,3
Banques spécialisées	19,5	15,1	13,3	12
Banques commerciales privées	5,5	5,8	4,7	5,3
Banques commerciales étrangères	6,5	5,7	3,5	4,3
Toutes banques	10,3	9,3	7,7	7,9

Annexe n°3 : Composition de l'endettement externe du Bangladesh (% de la dette externe), source FMI

Fin juin	2013	2015	2016	2017	2018	2021
Multilatérale	81,2	78,5	79,8	66,6	62,5	53,2
<i>Banque mondiale</i>	46,4	44,4	46,2	37,4	35,2	29,3
<i>Banque asiatique de développement</i>	29,8	28,3	29,9	23,5	21,9	18,7
Bilatérale	12,1	15,3	20,2	16,7	22,7	30,3
<i>Japon</i>	8	7,9	11,3	9,2	11,7	14,5
<i>Chine</i>	1,2	3,5	3,9	2,9	4,9	6,4
A court terme	6	2,6		7,3	4,8	3,31

Pakistan

L'histoire financière du Pakistan est émaillée de recours au Fonds Monétaire International, cinq accords ayant été négociés depuis 2000, pour un total de 17 Mds DTS (23 Mds USD) ; 22 accords ont été signés entre le Pakistan et le FMI depuis 1958, qui trouvent leur origine dans des politiques économiques de stop and go résultant de l'étroitesse des assiettes fiscales du pays, peu alignée avec une gestion laxiste des dépenses publiques.

Il en résulte la nécessité pour le gouvernement de recourir à l'épargne du reste du monde pour financer la croissance, et donc de valider le creusement du déficit courant jusqu'à un niveau que la faiblesse des capitaux autonomes, IDE entrants notamment, et l'insuffisance des réserves disponibles ne permettent guère de couvrir. Dans ce contexte, le Pakistan n'a d'autre choix que d'avoir à négocier fréquemment un programme de financement avec le FMI, courant sur plusieurs années et assorti de critères de conditionnalité. Au-delà de politiques économiques appelant des mesures correctrices sur lesquelles sont gagés les prêts du FMI, le Pakistan est régulièrement inscrit sur la liste grise du GAFI, ce qui renforce les difficultés qu'il a de recourir à des financements externes stables.

Des ressources budgétaires limitées, alors que les dépenses sont faiblement corrélées au PIB

Un déficit budgétaire pérenne

Les dépenses budgétaires ne sont pas précisément modérées, à quelque 20-22% du PIB et sont principalement affectées à des dépenses courantes, l'investissement public oscillant entre 2 et 3,5% du PIB. La métrique de ces dépenses obéit fondamentalement à l'orientation d'une politique budgétaire tournée vers le soutien à la consommation des ménages, qui contribue pour 80% à la croissance, davantage qu'à l'investissement, qui ne dépasse pas 15% du PIB sur l'horizon sous revue. Une partie des dépenses est liée aux transferts effectués vers les SOEs, sous forme de subventions, à hauteur de 2% du PIB, niveau insuffisant toutefois pour permettre à ces entreprises de dégager une rentabilité apparente du capital positive (cf. *infra*).

A rebours, le niveau des prélèvements obligatoires s'élève à 11% du PIB sur la période sous revue. Les impôts directs représentent un tiers de la collecte fiscale, l'essentiel des recettes étant alimenté par les impôts indirects, principalement la taxe sur les ventes, qui alimente pour un bon tiers la collecte. L'IRPP pâtit en particulier de l'important degré d'informalité du marché du travail, moins de 2% de la population active étant assujettie à cet impôt, soit 5 millions de Pakistanais. Sa progressivité est faible, les seuls revenus représentant plus de 91 fois le revenu par tête étant assujettis à la tranche marginale de 35%. 72% des assujettis le sont à un taux de 5%, voire moins. Enfin, des exemptions diverses, crédits d'impôt et amnisties fiscales pèsent sur le rendement de l'impôt. Enfin, la collecte de l'impôt au niveau subfédéral reste résiduelle, à quelque 8,9% des recettes fiscales totales au cours des cinq derniers exercices.

Dans ce contexte, faute d'une base fiscale élargie et de dépenses budgétaires maîtrisées, il n'est pas surprenant que le déficit public soit pérenne, tant pour ce qui concerne le solde primaire (hors charge d'intérêt), négatif sur l'ensemble de la période que le déficit nominal, qui demeure, sur la période, supérieur à 4% du PIB. Il convient de distinguer deux périodes, la première, 2013-2016, qui fait suite à un déficit de 8,4% au cours de l'exercice 2012/2013, période durant laquelle le solde primaire reste inférieur à 0,5% du PIB. La période 2017-2021 se caractérise par un solde primaire oscillant entre 1 et 2%

mais où le déficit budgétaire nominal est systématiquement supérieur à 6% du PIB, compte tenu de la charge d'intérêts.

Il convient par ailleurs de réintégrer les entreprises publiques dans le périmètre du budget, compte tenu du fait que ces entreprises bénéficient d'un statut exorbitant de droit commun, concentrent des ressources en augmentation, avec des actifs de l'ordre de 44% du PIB, contre 31% en 2015, dans des activités fortement capitalistiques (énergie, infrastructure et transports). Surtout, la rentabilité de ces entreprises publiques est négative, à quelque -1,4% des actifs, ce qui imposera des recapitalisations à terme. En outre, le passif contingent de ces entreprises est estimé à 14-18% du PIB, ce qui fait peser un risque sur la soutenabilité de la dette publique.

Dans ce contexte, même si un programme de privatisations représentant la quasi-totalité des entreprises commerciales, à l'exception de la compagnie aérienne PIA et de la compagnie de chemins de fer, a été envisagé dans le cadre du projet de loi de finances rectificative (PLFR 2021/2022), il est douteux qu'il soit mis en œuvre, pour les raisons évoquées *supra* (faible rentabilité, passifs contingents, intérêts catégoriels...). La vague de privatisations enregistrée sur la période 1991-2010, qui avait vu plus de 167 opérations enregistrées, s'est tarie au cours de la décennie suivante, marquée par un nombre de privatisations limité à cinq.

Un système bancaire sous l'entière domination fiscale du gouvernement

Tant les banques que la Banque centrale contribuent au financement du déficit budgétaire, en particulier lors de périodes de trésorerie tendues pour l'Etat. Ainsi, en 2012/2013, dans un contexte où le déficit représente 8,4% du PIB, un cinquième de la création monétaire s'explique par les opérations dites de soutien budgétaire, par l'intermédiaire desquelles les banques interviennent en achetant des titres d'Etat. La relative maîtrise du déficit public sur la période qui s'ensuit entraîne une réduction des opérations de soutien budgétaire, qui jouent un rôle d'adjuvant.

A partir de 2018-2019, les opérations de soutien budgétaire deviennent pérennes, dans la mesure où le solde budgétaire est systématiquement supérieur à 6% du PIB ; ces opérations s'inscrivent à 15% de l'agrégat monétaire large en 2018/2019 puis à des niveaux supérieurs à 10% de celui-ci par la suite. Ces opérations sont tant le fait des banques commerciales, qui achètent des titres d'Etat, le reliquat étant le fait de la Banque centrale qui achète également des titres sur le marché primaire et/ou alimente le compte de trésorerie de l'Etat dans ses livres, monétisant ainsi le déficit public.

En ce qui concerne les banques, il en résulte plusieurs implications suboptimales quant au financement de l'économie et à la stabilité financière. Le rôle des banques dans l'allocation du crédit au secteur privé est faible, les concours accordés au souverain atteignant 70% du total des financements bancaires ; les banques y trouvent d'ailleurs un intérêt objectif, car elles sont très liquides, faute de placement alternatif à la dette de l'Etat et dans la mesure où la charge en capital sur les titres d'Etat est nulle, compte tenu d'un risque en capital considéré comme tel, au moins sur le plan théorique. Si l'on rajoute les prêts aux entreprises publiques, les financements bancaires à des entités publiques représentent 85% de l'encours des crédits, entraînant des effets d'éviction. Comme l'ont illustré les récentes crises de dette souveraine, il n'est pas sain que l'exposition des banques au souverain soit aussi élevée¹. En cas de défaut du souverain, l'ensemble du secteur bancaire et les ménages en porteraient les conséquences, l'Etat n'étant alors pas en mesure de renflouer le système bancaire.

En ce qui concerne la Banque centrale, elle est détournée de son objectif de maîtrise de l'inflation, puisqu'elle est censée fournir la liquidité requise permettant l'absorption des titres par les banques et

¹ Les titres d'Etat détenus par les grandes banques pakistanaises (Allied Bank, Habib Bank, MCB Bank, National Bank of Pakistan et United Bank) représentent un multiple des fonds propres des banques allant de 5 à 8. Au-delà de l'incidence négative sur les fonds propres liée à la valorisation des titres en cas de hausse des taux d'intérêt, on peut, à l'instar de l'agence Moody's s'inquiéter de la capacité du souverain à soutenir les banques, compte tenu de ses capacités budgétaires limitées. Les banques les plus exposées au risque souverain sont les deux premiers établissements du pays, la Habib Bank et la National Bank of Pakistan.

doit également jouer le rôle de caisse de l'Etat, alors que l'économie est déjà très liquide et que le déficit budgétaire permet à l'Etat et aux entités qui en dépendent de dépenser plus que ne le leur permettraient leurs revenus. Sur le plan juridique, son faible degré d'autonomie ne lui laisse pas d'autre choix que de valider *ex post* le caractère procyclique et inflationniste de la politique budgétaire du gouvernement.

Un tel système pourrait être soutenable sur le long terme si le système productif était en mesure d'exporter suffisamment pour équilibrer le compte de biens et services, ce qui n'est pas le cas. Or le déficit budgétaire alimente la demande de produits importés, par ailleurs nécessaire à l'économie du Pakistan et partant impose au pays d'importer également l'épargne du reste du monde pour pouvoir financer sa demande d'importations.

La nécessité de recourir à l'épargne du reste du monde a entraîné une nette dérive de la dette externe

Un déficit courant structurel

Entre 2008 et 2015, le déficit courant revient de 8% du PIB à 1% du PIB ; à partir de cette date, le déficit courant augmente jusqu'à 6,1% du PIB en 2017/2018, avant de nécessiter des mesures d'ajustement qui entraînent concomitamment une réduction de la croissance et du solde des paiements courants. En 2018/2019 et 2019/2020, le PIB enregistre ainsi une croissance de 2,9 et -0,5%, facilitant la diminution du déficit courant, ramené à 4,9 et 1,7% du PIB. En 2020/2021, le Pakistan enregistre le plus faible déficit courant de la décennie, à quelque 0,6%, pour des raisons liées au fait que les importations ont évolué à un rythme maîtrisé, que les transferts de migrants, exceptionnellement élevés à quelque 10% du PIB ont plus que compensé le déficit commercial et que la charge d'intérêts, à quelque 2,8 Mds USD est beaucoup plus faible que celle enregistrée au cours des cinq dernières années.

L'origine du caractère pérenne du déficit courant tient au fait que le déficit commercial est élevé, dans un contexte où la dynamique des exportations est défavorable. Pour plus de 60% constituées de produits textiles, les exportations sont ainsi revenues de 15% du PIB en 2003 à 11% du PIB actuellement. Le gouvernement table sur une ressource instable, les transferts de migrants, pour équilibrer sa balance commerciale, alors que les charges d'intérêt liées à l'encours de la dette sont croissantes et grèvent le déficit courant².

La faible internationalisation de l'économie pakistanaise et le rôle d'appoint des entrées nettes d'IDE, qui sur longue période sont comprises entre 0,3%-0,7% du PIB, en raison notamment de l'inscription récurrente du pays sur la liste grise du GAFI (cf. Annexe 2) et ne permettent donc pas de financer le déficit courant, impliquent un recours croissant à l'endettement externe du pays.

Une dette externe élevée, qu'il sera difficile d'apurer sans l'appui des créanciers officiels

La dette externe a fortement augmenté depuis l'exercice 2014/2015, passant de 24% du PIB à 42% du PIB lors de l'exercice 2021/2022, selon les estimations du FMI. Une part prépondérante de la dette externe est publique, soit 90 Mds USD, le reliquat, soit 30 Mds USD étant accordé à des débiteurs de droit privé. Les créanciers multilatéraux détiennent plus de 45% de cette dette, soit une enveloppe de 42 Mds USD répartie principalement entre la Banque mondiale (18 Mds USD), la BAsD (13 Mds USD) et le FMI (7,5 Mds USD) ; les autres institutions multilatérales (Banque Islamique de Développement, AIIB) portent un encours de 3 Mds USD. Les créanciers bilatéraux détiennent un tiers de la dette externe, soit 30 Mds USD, au premier rang desquels la Chine, à hauteur de 18 Mds USD³, suivi du Club de Paris,

² Entre 2013/2014 et 2019/2020, les charges d'intérêt passent de 1,5 Md USD à 3,8 Mds USD.

³ Y compris un dépôt de la SAFE en USD de 4 Mds USD, constitué en juin 2021 ;

pour 11 Mds USD. La dette détenue par des entités considérées comme commerciales (notamment la China Development Bank, CDB) s'élève à 10 Mds USD, au titre desquels les banques commerciales chinoises (y compris la CDB, qui n'est pas une banque commerciale *stricto sensu* mais réputée telle par son gouvernement dans les négociations ISSD) détiennent un encours de près de 7 Mds USD ; à cette dette, il convient d'ajouter la partie obligataire détenue par des non-résidents, qui s'élève à 8,6 Mds USD.

Rapportée aux exportations, la dette externe a doublé, passant de 217% à 400% du total de celles-ci. Le service de la dette externe a également doublé en valeur absolue, passant de 6,5 Mds USD et de 10% de l'encours en 2015 à 13 Mds USD et 12% de l'encours en 2020. Compte tenu des différés de remboursement, liés notamment à l'ISSD, d'importantes échéances sont à prévoir à partir de 2023 et 2024, exercices durant lesquels le service de la dette est projeté à 22 et 24 Mds USD, selon le FMI. Il convient de réintégrer dans la charge d'intérêts au titre de la dette externe, la hausse des taux Libor USD ainsi que, pour la composante externe de la dette obligataire, la détérioration des taux à long terme intégrant la hausse de la prime de risque et l'incidence du relèvement des taux directeurs de la Banque centrale, qui les a augmentés de 675 points de base depuis un an, les portant à 13,75%.

Les créiteurs officiels bilatéraux ont cependant aidé le Pakistan à surmonter ses échéances, grâce à la Chine, qui accru ses engagements, en renouvelant notamment un swap PBoC de 3 Mds USD porté à 4,6 Mds USD alors que des prêts de nature « commerciale⁴ » arrivant à échéance, ont vu leur remboursement différé, en étant cependant assortis d'une échéance inférieure à celle qui avait été initialement accordée. La SAFE a également augmenté les dépôts en USD qu'elle avait constitués à la SBP, en les portant de 3 à 4 Mds USD. L'Arabie Saoudite a enfin constitué également un dépôt de 3 Mds USD à la banque centrale. Enfin, le Pakistan a été l'un des principaux bénéficiaires de l'ISSD, en se voyant accorder une suspension portant sur 3,8 Mds USD.

Compte tenu des échéances à venir, c'est probablement de la Chine, tout autant que du FMI, que dépend le proche avenir financier du Pakistan. Dans le cadre du déblocage de la dernière enveloppe de 3 Mds au titre de la facilité élargie de crédit, le FMI veillera à ce que le projet de Loi de Finances 2022/2023 soit un budget d'austérité, reposant notamment sur un élargissement des assiettes fiscales relatives à l'IRPP et une diminution des subventions aux carburants. S'agissant de la Chine, dans un contexte où les réserves de change sont de nouveau à un étiage de quelque 9,2 Mds USD, contre 25 Mds USD à fin juillet 2021, elle devrait jouer le rôle de *deus ex machina*, en annonçant une nouvelle enveloppe de 2,3 Mds USD accordée à la SBP, tout en la conditionnant à la résolution de la dette circulaire contractée auprès des IPP chinoises. Ce faisant, les souhaits formulés par la Chine s'opposent aux recommandations de la représentante du FMI à Islamabad, qui estime que le programme de remboursement des arriérés pakistanais auprès des IPP chinoises doit se fonder sur une égalité de traitement des créanciers, et assurer un dédommagement à due concurrence des IPP non-chinois.

En cas de nécessité d'un rééchelonnement de la dette, se posera le problème de la transparence de celle-ci, une forte présomption pesant sur le caractère minorant des engagements du Pakistan vis-à-vis de la Chine, compte tenu de la nébuleuse représentée par le Corridor Economique Chine-Pakistan (CPEC) (cf. annexe 3). Faute d'un degré de transparence de la dette contractée par le Pakistan vis-à-vis de la Chine, il est à craindre que la suspicion entre créanciers ne rende difficile la conclusion d'un accord de rééchelonnement, au motif que les nouveaux flux ne servent à apurer une partie de la dette contractée vis-à-vis de la Chine.

⁴ En l'espèce, même les prêts de nature commerciale ressortissent à des décisions politiques, s'agissant du Pakistan, et la prolongation de ces prêts est de nature éminemment politique, instruite par les plus hautes instances chinoises (Conseil des Affaires d'Etat).

Commentaire

Sur longue période, la situation du Pakistan s'est nettement dégradée par rapport à la situation qui prévalait avant 2008. La dette publique est passée de 55% du PIB en 2006-2007 à plus de 88% du PIB actuellement, sa composante externe de 25,5% à 31% du PIB. Les IDE entrants, qui étaient de l'ordre de 5 Mds USD par an avant 2008, ont reculé à moins de 2 Mds par an, dans le sillage de la crise financière mais surtout des programmes d'ajustement successifs et de l'inscription régulière du pays sur la liste grise du GAFI, en 2009, en 2012 et en 2018.

En raison du choc de prix sur les matières premières et de la forte dérive du risque pays au cours des derniers mois, il n'est pas totalement à exclure que le Pakistan ne puisse assurer en temps utile le débouclage de la dernière partie du programme du fonds, à la bonne fin duquel son avenir financier à court terme est probablement rattaché. On rappellera ainsi la dégradation de la perception du risque de défaut par les marchés, à laquelle les agences de notation ont renchéri en dégradant la note du Pakistan.

Si le défaut devait survenir, le processus de renégociation de la dette pakistanaise ne serait pas forcément plus aisé que celle du Sri Lanka, compte tenu des incertitudes relatives à l'encours total de dette détenu par des entités chinoises et aux clauses contractuelles qui régissent cette dette.

La probabilité d'un défaut, pour non nulle qu'elle soit, apparaît cependant encore modérée, tant les parties en présence ont intérêt à s'entendre, ne serait-ce pour les Occidentaux que d'éviter une faillite similaire à celle du régime des Talibans en Afghanistan ; pour la Chine, éviter également la déstabilisation d'un pays contigu à la province du Xinjiang et préserver l'avenir du CPEC, un projet phare des Routes de la Soie susceptible d'assurer une projection de celles-ci vers le port de Gwadar et le contournement du détroit de Malacca ; pour la coalition au pouvoir, la perspective de se maintenir à la tête du pays et de gagner les prochaines élections.



ANNEXES

Annexe 1: un degré relatif de mise en application des programmes du FMI

De manière peu surprenante, ces programmes reposent sur des mesures conjoncturelles d'assainissement budgétaire, donnant lieu à des réductions de dépenses publiques afin de peser sur la demande interne et réduire le déficit courant, constituant ainsi une réponse aux problématiques cycliques du Pakistan. Cependant, comme l'indique le dernier rapport de mission article IV du Fonds, les recommandations du Fonds ayant été préconisées au cours de la décennie précédente ont été peu suivies d'effets.

Il en va ainsi des mesures destinées à accroître le rendement de l'impôt, telles que l'élargissement des assiettes fiscales, l'amélioration de la collecte des impôts dans les Etats fédérés et le renforcement de l'efficacité de l'administration fiscale. Si la réforme relative à l'impôt sur les sociétés a enregistré des avancées, celles afférentes à la taxe sur les ventes (GST) et à l'impôt sur le revenu des personnes physiques ont été bloquées jusqu'à une date récente.

S'agissant du cadre dans lequel opère la politique monétaire, qui fait l'objet d'une grande attention de la part des services du Fonds, compte tenu de l'inclination du gouvernement à solliciter l'Institut d'émission, afin notamment de monétiser le déficit budgétaire lorsque celui-ci dérape, il est demandé au gouvernement d'accroître le degré d'indépendance de la Banque centrale, et de réduire ses emprunts auprès d'elle. Les services recommandent en outre de maintenir une orientation prudente de la politique monétaire, assortie de taux d'intérêt réels positifs et d'une plus grande flexibilité du taux de change, alors que le gouvernement a longtemps fait en sorte de maintenir les taux d'intérêt directs à un niveau faible afin de soutenir une croissance reposant sur la consommation des ménages et leur demande concomitante de produits importés. Ce n'est qu'à la veille de la mise en œuvre du programme 2019-2022 qu'a pu être instaurée une plus grande flexibilité du taux de change, assortie d'un relèvement des taux d'intérêt nominaux de la Banque centrale. Si *a priori* malgré la crise du Covid la Banque centrale s'est abstenue de monétiser le déficit budgétaire, conformément aux prescriptions du programme, les services du Fonds ont œuvré dans le sens d'un renforcement de l'indépendance de la SBP, liant le déblocage d'une partie de l'enveloppe à celui-ci.

S'agissant des politiques structurelles, les recommandations du Fonds mettent l'accent sur la nécessité d'un traitement apporté à la problématique de la dette circulaire portée par nombre d'entreprises du secteur énergétique, la restructuration des entreprises publiques, dont un grand nombre dégage des pertes, la mise en place d'un cadre effectif au niveau des banques en matière de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme (AML/CFT) et l'amélioration du climat des affaires. Sur ce volet, force est de constater que les progrès réalisés ne sont pas à la hauteur des attentes du Fonds, comme le montre notamment le maintien d'entreprises publiques dont l'efficacité reste à démontrer et qui ne trouveraient guère d'acquéreur en l'état si elles venaient à être privatisées. Le maintien du Pakistan dans la liste grise du GAFI depuis 2018 constitue également un autre témoignage de la lenteur des progrès réalisés.

Le faible degré de consensus au sein des partis et le caractère fragile des coalitions au pouvoir, illustré par le renversement du Premier ministre Imran Khan en avril 2022, expliquent que l'on ne puisse faire fonds sur les avancées réalisées dans la mise en application des recommandations du Fonds, qui peuvent être remises en cause dans le sillage des alternances politiques. Ainsi, le renforcement de l'autonomie de la Banque centrale, élément qui semblait faire l'objet de net progrès en janvier 2022 et avait permis le déblocage d'une partie de la Facilité de crédit élargie, paraît désormais passer au second plan, depuis le non-renouvellement du mandat de l'ancien Gouverneur de la SBP en mai 2022, compte tenu de l'arrivée au pouvoir d'un nouveau Premier ministre, qui n'y était guère favorable.

Annexe 2 : les relations complexes entre le Pakistan et le GAFI et leurs implications macroéconomiques

Tout comme le Pakistan a eu recours à cinq reprises aux facilités de financement du FMI au cours des 22 dernières années, il a été successivement inscrit trois fois sur la liste grise du GAFI, en 2008, en 2012 et en 2018, tout en bénéficiant d'un retrait de la liste en 2009 et en 2015, ce qui signifie que les mesures adoptées ou envisagées, qui avaient justifié le retour à une situation normale, n'ont pas été suivies d'effets pérennes, notamment au niveau bancaire, s'agissant de l'AML/CFT. Ainsi, en 2019, le Pakistan continuait d'être inscrit dans la liste des juridictions présentant de graves défaillances en matière d'AML/CFT. Depuis cette date, malgré des négociations intenses entre le pays et le GAFI, la mise en œuvre effective du cadre opérationnel AML/CFT constitue un prérequis nécessaire à la levée de l'inscription du Pakistan

Ces mesures ne sont pas sans conséquences sur les modalités de financement et le développement du pays, dans la mesure où elles nuisent à son attractivité en termes d'IDE, au développement de ses échanges avec le reste du monde, la majorité des échanges commerciaux mondiaux étant désormais le résultat d'opérations de commerce intragroupe ; leur incidence permet d'expliquer pourquoi le taux d'ouverture du pays, mesuré par les exportations rapportées au PIB, a tendance à reculer depuis 2003. On notera d'ailleurs que sur longue période, les flux d'IDE entrants n'ont cessé de diminuer, en liaison avec la perception d'un risque politique croissant, que les inscriptions à répétition du Pakistan sur la liste grise du GAFI ont renforcée dans l'esprit des investisseurs internationaux.

Même s'il est difficile de chiffrer le coût d'opportunité lié à cette inscription du pays sur la liste grise, un économiste du think tank pakistanais Tabadlab a estimé le manque à gagner en termes de PIB, **qu'il chiffre à un montant cumulé de 38 Mds USD, soit plus de 10% du PIB, par rapport à une situation où le Pakistan n'aurait jamais été inscrit sur la liste grise.** Il ne précise pas toutefois dans son analyse quels sont les canaux de transmission de cette inscription à l'économie réelle, même si l'on peut considérer qu'une inscription sur la liste grise modifie les conditions de financement du pays sur les marchés internationaux de capitaux, en augmentant la prime de risque intégrée dans les taux d'intérêt de sa dette. L'incidence maximale des mesures d'inscription du Pakistan sur la liste grise porte avant tout sur une réduction de la consommation privée et publique (58% du manque à gagner sur le PIB), le reste étant la conséquence de moindres IDE et de moindres exportations, qui entraînent des pertes cumulées de 3,6 et 4,5 Mds USD.

Annexe 3 : le CPEC, une nébuleuse d'engagements contractés vis-à-vis d'entités chinoises

Le CPEC est l'avatar d'un projet sino-pakistanaï annoncé en 2013, à Pékin, lors d'une visite du Premier ministre Nawaz Sharif en Chine. Son objet était d'assurer une connectivité satisfaisante entre la Chine et le port de Gwadar, à travers la réalisation d'autoroutes, de voies ferrées et de gaz/oiloducs, afin notamment de permettre à la Chine de disposer d'une alternative à la voie maritime transitant par le détroit de Malacca. L'enveloppe de financements était initialement relativement faible, à quelque 10-20 Mds USD, avant d'être portée à quelque 45 Mds USD et s'intégrer dans un projet beaucoup plus vaste, le Corridor Economique Chine-Pakistan (CPEC), lancé officiellement en 2015 lors d'une visite officielle de XI Jinping au Pakistan. Le projet, porté à 62 Mds USD, est élargi à la production d'énergie au Pakistan, intégré à la stratégie des Nouvelles Routes de la Soie et censé être achevé en 2030.

D'après certaines bases de données, comme celle de MERICS, une enveloppe de 25,5 Mds USD aurait été achevée en 2020, 75% des projets réalisés concernant le secteur de la production d'énergie, des centrales à charbon principalement mais également des investissements dans le solaire, l'hydroélectricité, les éoliennes. Il est probable que ces projets obéissent à une logique de rentabilité et sont donc potentiellement très coûteux pour les finances publiques et la soutenabilité financière du Pakistan, car consentis à des conditions de marché. Surtout, **une partie des projets sont susceptibles de ne pas apparaître dans les engagements recensés par le FMI lorsqu'il évalue la soutenabilité de la dette.**

A contrario, il est possible que, compte tenu des difficultés croissantes de mise en œuvre de l'initiative Belt and Road, des critiques internes émises en Chine contre ce projet et surtout de la volonté de sanctuariser les réserves de change chinoises, une grande partie des projets aient été gelés. Les difficultés économiques du Pakistan et son recours aux largesses du Fonds dans le cadre d'une nouvelle facilité de financement en 2019 ont ainsi probablement conduit Pékin à être plus circonspect, d'autant plus que les enveloppes budgétaires initiales sont susceptibles d'être revues à la hausse et la rentabilité prévisionnelle des projets revue à la baisse, compte tenu des délais de validation des projets par les administrations compétentes pakistanaïses.

Au-delà de l'enlisement du projet depuis quelques années, que la situation de pandémie n'explique qu'en partie, les modalités de financement du CPEC poseraient toutefois, à l'instar de toute dette de nature commerciale contractée avec des bailleurs chinois considérés comme non étatiques, la question de la transparence de cette dette (montant, conditions de financement), si un programme de rééchelonnement de la dette externe pakistanaïse devait être adopté en urgence, compte tenu de la situation financière délicate du Pakistan. Le gouvernement a contracté une dette circulaire, dont les arriérés se monteraient à plusieurs milliards, et dont il a voulu apurer une partie en désintéressant les producteurs chinois indépendants, ce que le FMI conteste en invoquant la nécessité de traiter tous les créanciers au titre de cette dette de la même manière. Onze sociétés de production d'électricité chinoises (IPP) auraient investi 10 Mds USD et menacent de suspendre leurs prestations si les arriérés de paiement ne sont pas remboursés. L'apurement de ces arriérés et la nécessité d'une égalité de traitement de tous les créanciers est emblématique des difficultés auxquelles donnerait lieu un programme de rééchelonnement de la dette pakistanaïse, compte tenu de l'absence de transparence des données quant à l'encours des crédits accordés par des entités chinoises au Pakistan.

Sri Lanka

Le financement de l'économie sri lankaise au cours de la période 2014-2021 est marqué par trois temps : un temps faste entre 2014 et 2018, marqué par une forte progression du crédit, de l'endettement public, une présence significative des bailleurs multilatéraux et bilatéraux, notamment liée à la position géostratégique du pays pour la Chine et l'Inde. L'année 2019, marquée par les attentats, signe un premier coup d'arrêt, avant l'arrivée de la pandémie en 2020 qui accentue les fragilités, structurelles, du pays : recettes publiques faibles et déficit budgétaire important, fort déficit commercial, faible attractivité pour les investissements, dépendance vis-à-vis du tourisme et des transferts de devises, alors que le service de la dette, notamment externe, prend de l'ampleur. L'incapacité du Sri Lanka à recourir aux marchés de capitaux internationaux en raison de la dégradation de la note souveraine et le tarissement des flux entrants de devises assèchent les réserves de change du pays, jusqu'à l'annonce d'un défaut en avril 2022 malgré le soutien récent de l'Inde. La négociation en vue d'un programme sous l'égide du FMI suppose un accord préalable sur la restructuration de la dette qui s'annonce complexe en raison de la diversité des créanciers du pays.

Evolution du financement de l'économie srilankaise de 2014 à 2019

Une hausse significative du crédit au secteur privé sur la période, malgré un ralentissement conjoncturel en 2019

Entre 2014 et 2018, l'économie sri lankaise connaît des taux de croissance de 5% en début de période avant de ralentir à 3,3% en fin de période, accompagnés d'une forte hausse du crédit au secteur privé¹, qui passe de 35,6% du PIB fin 2013 à 52,5% du PIB fin 2018, avec une forte progression de l'encours en roupies sri lankaises en 2015 et 2016 (+23,4% et +20,4%) avant un ralentissement relatif en 2017 et 2018 (+14,6% et +14,9%). L'année 2019, marquée par des attentats en avril qui fragilisent notamment le secteur touristique, est caractérisée par une croissance moindre, à 2,3% ; le crédit au secteur privé ne progresse que de 3,9% et l'encours se maintient à 52,0% du PIB.

Le secteur bancaire compte pour 83 à 85% de l'encours du crédit au secteur privé entre 2014 et 2019 (de 72 à 74% pour les banques commerciales, LCBs, de 12 à 10% pour les banques spécialisées, LSBs). La part des institutions financières non-bancaires (sociétés financières agréées, LFCs) décroît de 17% en 2015 à 15% en 2019. Les données sur les bénéficiaires du crédit sont limitées aux informations transmises par les banques commerciales : sur la période, les crédits personnels évoluent entre 22 et 24% du total du crédit accordé par celles-ci au secteur privé² ; l'industrie (entre 40 et 42% du total) et les services (entre 25 et 30% du total) maintiennent ou accroissent leur part aux dépens du secteur agricole et de la pêche (de 10 à 8% du total).

La bonne performance de l'économie en début de période améliore le bilan des banques. Les ratios de prêts et avances non performants chutent de 4,2 à 2,5% du total des prêts et avances fournis par les banques entre 2014 et 2017 (de 3,6 à 2,3% pour les LCBs, de 9,5% à 4,3% pour les LSBs), avant de croître jusqu'à 4,7% en 2019 (4,6 et 5,5%). Les sociétés financières agréées connaissent le même mouvement, avec un profil de risque plus élevé (de 7,2 à 6,3%, puis une remontée à 10,8%).

¹ Les chiffres retenus incluent les banques commerciales, banques spécialisées et entreprises financières agréées. La part des sociétés de leasing, banques et organismes coopératifs ruraux est marginale, et les statistiques moins abondantes.

² Les crédits immobiliers sont inclus dans les crédits accordés au secteur de la construction.

Un recours massif à l'endettement public, qui pèse sur les finances publiques

De 2014 à 2019, le déficit budgétaire (entre -5,3 et -7,6% du PIB de 2014 à 2018, avant un creusement à -9,6% en 2019 avec la chute des recettes publiques et la hausse des dépenses courantes de soutien à l'économie) et le déficit courant (qui varie de -2,1 à -3,2% du PIB), d'abord tiré par les importations, tous deux structurels, motivent un recours croissant à l'endettement, dans un contexte d'accès facilité aux financements. La dette de l'Etat sri lankais passe de 71,8% du PIB fin 2013 à 86,9% du PIB fin 2019.

La part domestique se réduit sur la période, de 57,0 à 52,4% du total, avant tout constituée d'obligations souveraines en roupies de moyen/long-terme (65 à 70% du total) et de court terme (en baisse, de 17,8 à 12,8% du total), ainsi qu'en dollars (les Sri Lanka Development Bonds, notamment émis en 2015, pour 8 à 13% du total).

La part externe varie à la hausse, de 43,0 à 47,6% du total (30,9 à 41,3% du PIB), quand bien même l'année 2019 entame une décroissance relative. La dette externe de long-terme en constitue la quasi-totalité. Elle est essentiellement en dollars (de 40% fin 2013 à 65% du total fin 2019), de DTS (de 28 à 14% du total), et de yens (de 24 à 11% du total). La part concessionnelle de la dette externe, élevée, est en baisse (de 50,4% fin 2013 à 44,6% fin 2019) avec un recours accru aux marchés.

Sur la période de 2014 à 2019, le paiement du service de la dette publique creuse à son tour le déficit budgétaire et celui de la balance des paiements : le paiement des intérêts de la dette représente jusqu'à 47,5% des recettes publiques en 2019 (contre 36,2% en 2014), et le service de la dette externe croît de 2,7 à 5,5% du PIB. Dans un contexte où la roupie se déprécie continûment face au dollar (1 USD vaut 130 LKR fin 2013, et 179 LKR fin 2019), l'Etat sri lankais doit s'endetter davantage auprès de ses créanciers domestiques (en premier lieu les banques commerciales qui achètent les obligations souveraines en roupies et Sri Lanka Development Bonds) et sur les marchés de capitaux internationaux (l'encours des International Sovereign Bonds passe notamment de 3,5 Mds USD fin 2013 à 14,2 Mds USD fin 2019, soit de 21 à 41% de la dette externe). Les ISBs deviennent le premier poste de dette extérieure. Très coûteux, émis à moyen terme, ils constituent la raison principale de l'emballlement du service de la dette externe.

L'évolution des financements externes

Le Sri Lanka est un pays structurellement peu attractif pour les flux d'IDE et d'investissements de portefeuille (IP) et de multiples facteurs contribuent à cette attractivité limitée pour les investissements, en premier lieu l'étroitesse du marché local et un climat des affaires médiocre. Les flux d'IDE restent faibles sur la période s'étendant de 2014 à 2019, gravitant entre 0,8 et 1,8% du PIB, significativement insuffisants pour financer le déficit courant. Les années 2017 (1,3 Md USD) et 2018 (1,6 Md USD) se démarquent, en raison des investissements chinois dans les projets d'Hambantota et de Colombo Port City, qui s'inscrivent dans le cadre des nouvelles routes de la soie, mais l'année 2019 marque une rechute (744 MUSD, 0,9% du PIB). Le stock d'IDE oscille ainsi à un niveau faible, entre 12 et 15% du PIB.

Les flux nets d'investissement de portefeuille tournent autour de 0,1% (129 MUSD en 2018, avec le remboursement par les banques locales de 1,4 Md USD de titres de dette vis-à-vis de l'étranger) et 2,8% (2,3 Mds USD en 2019) du PIB. Les flux positifs sont essentiellement constitués des investissements étrangers dans les International Sovereign Bonds (ISBs), et dans une moindre mesure en 2014 (178 MUSD) et 2017 (359 MUSD) dans les titres des entreprises cotées à la Bourse de Colombo, toutefois peu attractive pour les étrangers.

Outre les IDE et IP, Sri Lanka bénéficie d'un appui significatif de la part des bailleurs de fonds multilatéraux entre 2014 et 2019 : la dette multilatérale croît de 2 Mds entre 2014 et 2018 pour atteindre 8,9 Mds USD, avant de reculer à 8,2 Mds USD en 2019 (de 30,5 à 23,7% de la dette externe). La BASD (de

53 à 55% du total), suivie de la Banque mondiale (AID et, accessoirement, BIRD, de 42 à 40% du total) représentent la quasi-totalité des prêts. La BEI, le FIDA et le fonds OPEP pour le développement contribuent marginalement. Les projets concernent les infrastructures et transports routiers, le développement urbain et l'accès à l'eau (en 2015), auxquels s'ajoutent le secteur agricole, les questions de gouvernance, les PME, la résilience climatique, le secteur financier (en 2016), les pêches, l'éducation (en 2017), la formation, les renouvelables, la santé (en 2018), le ferroviaire et la réconciliation nationale (en 2019).

De la même façon, Sri Lanka bénéficie d'un soutien marqué des créanciers bilatéraux. Les engagements concernent les mêmes secteurs que l'aide multilatérale, avec d'emblée une grande diversité de secteurs concernés. La dette vis-à-vis du Japon compte pour 3,2 à 3,8 Mds USD tout au long de la période, tandis que les parts de l'Inde et de la Chine croissent continûment. Les financements accordés par l'Eximbank China passent de 1,1 Md USD fin 2014 à 2,7 Mds USD fin 2019. Elle s'engage notamment à financer l'autoroute du sud du pays, un projet de fourniture en eau à Kandy (2016), un réservoir pour l'irrigation à Thalpitigala (2017), la construction de routes et ponts dans la province du centre et la province d'Uva (2018) et le développement de l'autoroute du centre du pays (2019). L'Eximbank India s'engage dans un projet de développement du rail (2017) et la modernisation du port de Kankesanthurai dans le nord du pays (2018). La China Development Bank accorde par ailleurs 1 Md USD en mars 2018 au sein de la Foreign Currency Term Facility, qui permettent d'abonder les réserves de change du Sri Lanka.

La crise sanitaire : chute des entrées de devises, emballement de la dette et retrait des bailleurs conduisant à l'annonce d'un défaut

Les mesures de soutien à l'économie soutiennent le crédit, qui progresse néanmoins plus faiblement, et la qualité des actifs se dégrade

Dès 2020, le Covid-19 frappe Sri Lanka de plein fouet, avec l'imposition d'un confinement intégral dès les premières heures de la pandémie. Le ralentissement de l'économie (-3,6% de croissance), qui fait suite à celui constaté en 2019, ne donne pourtant pas lieu à un ralentissement du crédit : le crédit au secteur privé progresse de 6,9% en 2020 (55,1% du PIB), puis de 13,1% en 2021 (55,6% du PIB), largement tiré par les mesures de soutien à l'économie, y compris plusieurs réductions des taux directeurs. La part des banques commerciales en tant que pourvoyeurs de crédit au secteur privé reste sensiblement identique aux années précédentes (près de 74% du total), celle des banques spécialisées croît (de 10,4 à 11,7%) tandis que celle des INFB (sociétés financières agréées) régresse (de 15,2 à 13,5%). Les crédits aux ménages croissent davantage que les prêts et avances accordés aux différents secteurs d'activité en 2020, avant une inversion de la tendance en 2021.

Si le retournement de cycle du crédit n'est pas sensible à Sri Lanka, la dégradation de la qualité des actifs se constate à la marge, partiellement dissimulée par les moratoires sur les dettes mis en place au cours de la pandémie. Dans le secteur bancaire, le ratio de PNP progresse de 4,7% en 2019 (4,6% pour les LCBs et 5,5% pour les LSBs) à 4,9% en 2020 (4,7% et 6,9%), avant de retomber à 4,5% fin 2021 (4,3% et 6,5%). Surtout, le ratio de PNP des sociétés financières agréées (LFCs) passe de 10,8% à 13,9% entre 2019 et 2020, avant de retomber à 10,8% fin 2021³. Au sein des PNP, on assiste à un décalage vers les catégories les plus douteuses.

Une forte dégradation de la dette publique, devenue insoutenable

L'année 2020 marque un tournant pour Sri Lanka dans sa stratégie de gestion de la dette publique. Les faiblesses structurelles de l'économie sri lankaise, auxquelles s'ajoute l'impact de la pandémie sur une

³ Le ratio de PNP des sociétés de leasing spécialisées bondit de 4,9% en 2019 à 18,5% en 2021, mais les montants sont anecdotiques.

économie fortement dépendante du tourisme motivent des dégradations de la note souveraine qui privent le pays de son accès aux marchés de capitaux internationaux, en même temps qu'il voit s'envoler les recettes du tourisme (4,4 Mds USD en 2018).

Le financement du déficit budgétaire, qui s'accroît (-11,1% du PIB en 2020, -12,2% du PIB en 2021) en raison de mesures de réduction massives des impôts décidées par le nouveau président en 2019, du soutien budgétaire à l'économie et du poids croissant des intérêts de la dette (72% des recettes publiques en 2020 et 2021), ne peut plus se faire que sur le marché domestique, avec une part à court terme croissante. Le recours aux achats de titres obligataires par la Banque centrale, motivé par des rendements artificiellement bas sur le marché obligataire, explose : l'encours est multiplié par 10 en 2020 (de 70 à 700 Mds LKR), et encore par 2 en 2021, contribuant à une forte hausse de l'inflation en fin de période. Cette monétisation de la dette se poursuit, avec 450 Mds LKR nets achetés par la Banque centrale (CBSL) depuis le début de l'année 2022.

La dette de l'Etat continue ainsi de progresser en 2020 et 2021, à 100,6% puis 104,6% du PIB, tandis que sa part domestique s'accroît (63,1% du total fin 2021 contre 52,4% fin 2019). La dette externe compte pour 38,6% du PIB fin 2021, auxquels il faut ajouter les soutiens indiens au T1 2022 et l'effet de la dépréciation brutale de la roupie dès mars 2022 (-40% par rapport au dollar en un mois).

Pour contrôler la dépréciation de la roupie, la Banque centrale avait en effet décidé un ancrage artificiel sur le dollar, qui a du même coup asséché dès le S2 2021 les transferts de devises par les travailleurs migrants à l'étranger (jusqu'à -60% par rapport à 2019). Le déficit commercial, résorbé en 2020, a atteint un nouveau plus haut en 2021 (8,1 Mds USD), déséquilibrant d'autant le compte courant (solde à -1,5% du PIB puis -4,0% du PIB). Les flux d'IDE chutent ainsi que les investissements de portefeuille ; les étrangers procèdent à des cessions, notamment sur le Colombo Stock Exchange. Enfin le service de la dette externe, amplifié par la dette levée les années précédentes sur les marchés financiers, a contribué lui aussi à un assèchement des réserves de devises, en chute continue. Le 12 avril 2022, Sri Lanka est ainsi contraint à l'annonce d'un défaut de paiement sur sa dette externe.

Les discussions sont engagées avec le FMI pour l'établissement d'un programme de soutien à l'économie. La conclusion des négociations nécessitera des avancées concrètes sur la restructuration de la dette publique, en l'état insoutenable. Cette restructuration, qui doit coordonner de nombreux créanciers (Club de Paris, Chine, Inde, créanciers obligataires) alors que Sri Lanka n'est pas éligible au *Common framework*, s'annonce complexe. Le programme du FMI reposera quant à lui sur plusieurs mesures de politique économique et financière, pour certaines déjà anticipées par les décisions des autorités (hausse des taux, flottement de la roupie), et pour d'autres encore à mettre en place (hausse des recettes publiques, autonomie des entreprises publiques, mécanismes d'ajustement des prix, réformes douanières et amélioration de la gouvernance et du climat des affaires, etc.). L'instabilité politique que connaît le pays est un autre facteur de ralentissement des négociations.

L'engagement des bailleurs multilatéraux et bilatéraux est limité pendant la crise, à l'exception de l'Inde en fin de période

Dans le contexte de crise qui caractérise l'année 2020, les bailleurs internationaux ont plutôt limité leur exposition à Sri Lanka. La pandémie contraint en pratique les nouveaux engagements, quand d'un autre côté le gouvernement sri lankais a tâché de limiter la croissance de la dette externe.

Après une décrue en dollars de 7,8% en 2019, la dette multilatérale de l'Etat a significativement progressé de 4,9% en 2020 (+400 MUSD), puis 9,3% en 2021 (+800 MUSD) à 9,4 Mds USD (26,5% puis 28,8% de la dette externe). Si les décaissements se poursuivent, les statistiques sur les nouveaux engagements, encore incomplètes pour 2020 et 2021, laissent apparaître des montants limités : 216 MUSD de prêts, essentiellement de la Banque Mondiale, et 5 MUSD de dons sur les 8 premiers mois de

2020, 470 MUSD de prêts et 29 MUSD de dons sur les 7 premiers mois de 2021, contre des montants de 950 MUSD en moyenne pour les prêts et 73 MUSD pour les dons les cinq années précédentes.

Les créanciers bilatéraux hors Chine et Inde n'ont accordé aucun prêt et un montant très limité de dons (22 MUSD) sur les 8 premiers mois de l'année 2020, et un seul prêt (52 MEUR de la Hongrie pour un pont routier) et aucun don sur les 7 premiers mois de 2021. L'Inde a accordé une ligne de crédit de 100 MUSD en juin 2021 pour des projets dans l'énergie solaire.

Les financements accordés par la China Development Bank dans le cadre de la Foreign Currency Term Facility, permettant de soutenir les réserves en devises de Sri Lanka, sont conséquents : 500 MUSD en mars 2020, puis encore 500 MUSD en avril et 2000 RMB (300 MUSD) en septembre 2021. Un *swap* de la PBoC de 1,5 Md USD est de plus conclu en mars et activé en décembre 2021, quoique les conditions attachées à son utilisation en aient prévenu l'usage effectif depuis lors. Un *swap* bangladais de 200 MUSD a aussi été octroyé en plusieurs tranches en 2021. Alors que le soutien indien était resté discret depuis l'élection en 2019 d'un gouvernement sri lankais pro-chinois, il permet depuis fin 2021 à Sri Lanka de maintenir la tête hors de l'eau : un *swap* de la RBI de 400 MUSD conclu en 2020 est réglé en 2021 avant qu'un nouveau *swap* du même montant ne soit octroyé, des lignes de crédit de l'Eximbank indienne totalisant 2,0 Mds USD pour des produits essentiels et du carburant dont l'extension est en discussion, des reports d'échéances de paiement ont notamment ainsi été accordés.

Alors que la crise à Sri Lanka prend de l'ampleur, le pays cherche de nouveaux financements pour tenir jusqu'à la conclusion d'un programme avec le FMI. Les besoins pour couvrir les importations essentielles ont été évalués à 4 Mds USD par l'ex-ministre des finances Ali Sabry.



ANNEXES

Annexe n°1 : Evolution du cycle du crédit

%PIB	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crédit au secteur privé	35,6%	37,0%	43,2%	47,5%	49,0%	52,5%	52,0%	55,1%	55,6%
- Banques commerciales (LCBs)	26,4%	26,6%	31,4%	34,9%	36,0%	38,9%	38,7%	41,1%	41,5%
- Banques spécialisées (LSBs)	4,0%	4,6%	4,4%	4,7%	5,1%	5,3%	5,4%	6,2%	6,5%
- Sociétés financières agréées (LFCs)	5,2%	5,8%	7,4%	7,9%	7,9%	8,3%	7,9%	7,8%	7,5%
Evolution (en LKR)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crédit au secteur privé		12,1%	23,4%	20,4%	14,6%	14,9%	3,9%	6,3%	12,7%
- Banques commerciales (LCBs)		8,6%	25,0%	21,6%	14,7%	15,9%	4,2%	6,5%	13,1%
- Banques spécialisées (LSBs)		24,8%	1,5%	16,7%	20,4%	11,4%	8,0%	15,0%	16,8%
- Sociétés financières agréées (LFCs)		20,1%	33,6%	17,4%	11,0%	13,0%	-0,3%	-0,4%	7,4%
Ratios de PNP (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Toutes banques		4,2	3,2	2,6	2,5	3,4	4,7	4,9	4,5
- Banques commerciales (LCBs)		3,6	2,9	2,4	2,3	3,3	4,6	4,7	4,3
- Banques spécialisées (LSBs)		9,5	6,4	4,5	4,3	4,8	5,5	6,9	6,5
INFB									
- Sociétés financières agréées (LFCs)		7,2	6	5,6	6,3	7,8	10,8	13,9	10,8

Annexe n°2 : Financement de l'économie par les dépenses publiques et l'endettement

%PIB	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Recettes publiques et subventions	12,0%	11,6%	13,3%	14,1%	13,8%	13,5%	12,7%	9,1%	8,7%
Dépenses publiques	17,4%	17,3%	20,9%	19,5%	19,3%	18,8%	22,3%	20,2%	21,0%
Soldes									
- Solde primaire	-0,8%	-1,5%	-2,9%	-0,2%	0,0%	0,6%	-3,6%	-4,6%	-6,0%
- Solde budgétaire	-5,4%	-5,7%	-7,6%	-5,3%	-5,5%	-5,3%	-9,6%	-11,1%	-12,2%
Financement du déficit public									
- Etranger	1,3%	2,1%	2,2%	3,3%	3,3%	2,3%	3,6%	-0,6%	-0,1%
- Local	4,1%	3,7%	5,4%	2,1%	2,2%	3,1%	6,0%	11,7%	12,3%
Dette de l'Etat central	71,8%	72,3%	78,5%	79,0%	77,9%	84,2%	86,9%	100,6%	104,6%
- Domestique	41,0%	42,2%	46,2%	45,3%	42,5%	42,5%	45,5%	60,3%	66,0%
- Externe	30,9%	30,0%	32,4%	33,7%	35,4%	41,7%	41,3%	40,3%	38,6%

Annexe n°3 : Financement externe, les chiffres pour 2020 et 2021 sont donnés pour les 8 et les 7 premiers mois de l'année respectivement

Engagements des bailleurs (MUSD)	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2021*
Prêts							
Multilatéraux	763,5	904,7	953	632,7	1504,9	216,1	469,7
Bilatéraux, hors :	504,9	873,46	525,9	345,8	817,9	0	160,9
China Development Bank				1000,0		500	500
Eximbank China		360,3	484,4		989,5		
Eximbank India			318,0				
Dons							
Multilatéraux	41,8	90,35	110,27	75,94	46,31	4,72	28,6
Bilatéraux	23,4	150,2	130,4	56,99	20	22	0

Annexe n°4 : IDE et investissements de portefeuille

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Flux d'IDE (M USD)	893,6	679,7	898,1	1372,7	1614	743,5	433,9	598
Stock d'IDE (M USD)	10 572	10 022	9 845	10 755	12 575	13 065	13 655	17891
Flux d'IDE (% PIB)	1,1	0,8	1,1	1,57	1,8	0,9	0,5	0,7
Stock d'IDE (% PIB)	13,3	12,4	11,9	12,3	14,3	15,6	16,9	21,2
Flux d'IP (M USD)	2065	686,5	993,2	1771,5	129,1	2313,1	-2382,9	-906
Flux d'IP (%PIB)	2,6	0,85	1,2	2,0	0,1	2,76	-2,9	-1,1

Annexe n°5 : Ventilation de la dette externe en devises, source : Département des ressources externes, ministère des finances sri lankais

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dette multilatérale (M USD)	6799,1	7312,0	7373,6	7883,2	8904,6	8211,5	8610,1	9408,2
ADB (% dette multilatérale)	53%	54%	53%	53%	54%	55%	54%	56%
IDA	41%	39%	39%	39%	38%	37%	37%	34%
IBRD	1%	1%	3%	2%	3%	3%	4%	5%
IFAD	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
OPEC fund for international development	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EIB	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	1%
Dette bilatérale (M USD)	6073,5	6536,6	6477,8	6527,3	7136,6	6323,5	6252,5	5610,4
Japon (% dette bilatérale)	52%	51%	51%	51%	53%	55%	57%	56%
Inde	15%	15%	15%	15%	14%	14%	13%	13%
Chine	11%	13%	14%	14%	13%	12%	11%	11%
Autres	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
France	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%
Allemagne	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Saudi Arabian Fund	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Koweït	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
USA	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
Canada	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Dette levée sur les marchés financiers (M USD)	10964,5	12210,5	13859,5	16633	20520,5	20109	17675,9	17605,2
EximBank China (% dette levée sur les marchés)	10%	12%	12%	12%	12%	13%	16%	16%
Autres	90%	88%	88%	88%	88%	87%	84%	84%
- dont International Sovereign Bonds	46%	58%	60%	58%	66%	70%	67%	64%
- dont Foreign Currency Term Facility	0%	0%	5%	9%	10%	7%	9%	13%
Parts dans l'endettement externe (%)								
Dette multilatérale	28,5%	28,1%	26,6%	25,4%	24,4%	23,7%	26,5%	28,8%
Dette bilatérale	25,5%	25,1%	23,4%	21,0%	19,5%	18,3%	19,2%	17,2%
Dette levée sur les marchés financiers	46,0%	46,9%	50,0%	53,6%	56,1%	58,0%	54,3%	54,0%



Népal

La pandémie est la deuxième catastrophe naturelle à avoir frappé le Népal en cinq ans, après le séisme de 2015 qui avait déjà conduit à l'annonce d'une hausse du financement public. Toutefois les autorités n'avaient pas su répondre aux difficultés qui pesaient déjà sur le financement de l'économie : sous-exécution des dépenses, étroitesse des assiettes fiscales, financements improductifs, bulles successives de crédit alimentées en partie par la dépendance aux transferts des travailleurs migrants ou encore dépendance aux financements des bailleurs multilatéraux. Or ces failles semblent toujours caractériser le financement de l'économie népalaise après la pandémie alors même que l'activité est déprimée.

Le financement de l'économie de 2011 à 2019 marqué par le séisme

Le financement public de l'économie limité par des assiettes fiscales réduites, la sous-exécution des dépenses alors que l'endettement reste maîtrisé

L'évolution du financement public de l'économie a positivement évolué sous l'effet de la reconstruction après le séisme de 2015¹ et du processus de fédéralisation qui s'en est suivi. Les dépenses publiques sont passées de 16,2% du PIB en 2011/12 à 27,3% du PIB en 2018/19 et la part consacrée aux investissements a également augmenté de 15% en moyenne entre 2011/12 et 2013/14 à 26,7% de 2015/16 à 2018/19. Mais ce mode de financement de l'économie népalaise présente de nombreuses limites.

Il est tout d'abord limité en raison d'une sous-exécution chronique des dépenses publiques. Ce phénomène est tel que l'année du séisme (2014/15) a enregistré un excédent budgétaire et une diminution de la dette publique de 32% du PIB en 2012/13 à 26% en 2014/15. Cette sous-utilisation des dépenses est aussi accentuée par le processus de fédéralisation entamé en 2015. La nouvelle répartition des compétences manque de clarté et les différents niveaux de gouvernance entrent régulièrement en opposition. Ainsi le gouvernement central contrôle toujours la majorité des dépenses (72%) alors que certaines compétences – l'éducation ou la santé – sont déléguées aux gouvernement provinciaux et locaux (PLG) qui n'en maîtrisent que 8% et 20%, ces derniers rencontrent aussi des difficultés techniques à lever des ressources propres, leurs recettes fiscales et non fiscales représentant à peine 0,4% du PIB.

La collecte fiscale népalaise bien qu'élevée est en outre sous-optimale. Les recettes fiscales en termes de PIB (19,1% en 2018/19) sont parmi les plus élevées en Asie du sud alors que paradoxalement, l'assiette est étroite. En effet, presque la moitié de la collecte repose sur les taxes à l'importation qui couvrent 47% des recettes fiscales totales, les rendant vulnérables aux chocs externes tels que la pandémie (cf. *infra*). L'assiette est d'autant plus étroite que les principales taxes restantes, la TVA et l'impôt sur le revenu, souffrent de nombreuses exemptions² et de l'informalité qui concerne 70% de la population³. Pour pallier ces insuffisances, le gouvernement a récemment lancé une réforme de la fiscalité⁴ qui a permis d'augmenter les dépenses publiques de 24% du PIB en 2017/18 à 24,8% en 2018/19.

¹ En 2015, le Népal a été frappé par une série de séismes qui fit 9000 victimes, 8 M de sinistrés et 7 Mds USD de dégâts soit un tiers du PIB.

² Les exemptions à la TVA sur certains produits représenteraient 37% du total des revenus de la TVA sans pour autant bénéficier aux plus pauvres. De même, seules les entreprises dont le chiffre d'affaires annuel imposable est supérieur ou égal à 500 000 NPR (4 077 USD) pour les entreprises de biens et 200 000 NPR pour celles de services, sont tenues de s'enregistrer à la TVA. Source : BAsD, *Nepal Development Update*, avril 2022.

³ Chiffre de l'Organisation Internationale du Travail, [Informal economy in Nepal \(ILO in Nepal\)](#).

⁴ Cette réforme visait à numériser les paiements et le suivi fiscal grâce à l'introduction du *Permanent Account Number (PAN)* servant de numéro d'identification pour remplir les déclarations d'impôts et le nouveau *Integrated Tax System*, un portail en ligne regroupant les informations financières et fiscales des entreprises permettant aux banques de pallier les asymétries d'information.

Enfin, le financement par l'endettement est limité, la dette publique a légèrement augmenté entre 2013/14 (27,6% du PIB) et 2018/19 (33,1%), principalement en raison du séisme et du processus de fédéralisation. A ce stade, la dette publique constitue une source de préoccupation modérée, dans la mesure où elle présente un caractère largement concessionnel (cf. *infra*) et le Népal ne dispose pas non plus d'encours de dette de marché en devise vis-à-vis des non-résidents.

Sous optimalité et risques du financement de l'économie népalaise par le crédit bancaire

Le crédit au secteur privé, bien qu'étant passé de 48,4% du PIB en 2011/12 à 78,9% en 2018/19⁵, ne finance pas efficacement l'économie et les transferts des travailleurs migrants qui alimentent les dépôts bancaires conduisent à la formation régulière de bulles. Le financement de l'économie népalaise repose en effet en grande partie sur ces travailleurs (1,3% de la population en 2018/19)⁶ qui, confrontés au manque d'opportunités nationales émigrent et dont les transferts représentent près d'un quart du PIB. Cependant, s'ils permettent de contrebalancer le déficit du compte courant et participent à la réduction de la pauvreté⁷, ils alimentent aussi la consommation de biens importés et la capacité des banques à prêter⁸. Or, une dynamique d'emballement du crédit est risquée, et ce d'autant plus qu'elle ne finance pas des investissements productifs.

En effet, le financement par le crédit se tourne en grande partie vers l'immobilier⁹. En 2012, dans son rapport de mission Article IV, le FMI soulignait l'exposition au risque immobilier comme un risque majeur, le secteur représentant plus de 15% de l'exposition des banques commerciales, 20% pour les banques nationales de développement et 30% pour les instituts de microfinance (IMF). En prenant en compte les collatéraux, bien souvent immobiliers, l'exposition totale au risque immobilier représentait ainsi plus de deux tiers du portefeuille des banques commerciales et près de 90% pour les banques nationales de développement et les IMF. Ce risque a également été soulevé dans les rapports postérieurs, en 2018 et 2020. En 2018 la diminution des dépôts, en raison de la baisse des transferts des travailleurs migrants, a conduit à un deuxième *credit crunch* après celui de 2009/10 et l'éclatement de la bulle immobilière en 2011¹⁰. En 2018, la Banque centrale (NRB) n'avait cependant pas procédé à la résolution des banques insolubles mais préféré leur survie.

Le FMI avait ainsi noté dès 2012 les difficultés rencontrées par la NRB dans son rôle de régulateur du système bancaire et financier, en raison de capacités contraintes mais aussi d'un cadre réglementaire inadapté. Par conséquent, si les chiffres officiels des prêts non-performants (PNP) ne semblent pas inquiétants, le ratio s'élevant en moyenne à quelque 2% entre 2011/12 et 2018/19, le FMI et la Banque mondiale émettent de sérieux doutes quant à leur véracité, sachant que la progression des PNP est également en partie imputable à la prolifération des banques et institutions financières¹¹.

Le financement externe de l'économie repose sur les prêts concessionnels

La source majeure de financement externe pour le Népal réside dans la dette concessionnelle, cette tendance ayant été accrue à la suite du séisme de 2015 qui a conduit à une hausse de la dette extérieure

⁵ En 2018 le FMI mentionnait dans son rapport article IV que la croissance annuelle moyenne du crédit était de 21%.

⁶ 30,8% des travailleurs migrants se rendaient au Qatar en 2018/19, 25,7% aux Emirats Arabes Unis, et 18,9% en Arabie Saoudite.

⁷ 56% des foyers recevaient les transferts de leurs proches émigrés en 2010/11, la pauvreté a été réduite de 25,2% en 2010 à 16,6% en 2019 et la probabilité pour un foyer de tomber dans la pauvreté diminue de 5,9% s'il reçoit des transferts. Nepal Rastra Bank, Working Paper N°53, [Impact of Remittances on Rural Poverty in Nepal: Evidence from Cross-section Data](#), août 2021.

⁸ Nepal Rastra Bank, [Remittances and Trade Deficit Nexus in Nepal: a VECM Approach](#), Janvier 2013.

⁹ En 2012/13, seuls 20% des crédits étaient accordés au secteur industriel tandis que 21% portaient sur le commerce et la vente, 10% sur la construction, 7% sur les services et 5% étaient des prêts à la consommation. Le rapport notait également que si l'agriculture représentait près de 33% du PIB, elle ne recevait que 4% des crédits. Nepal Rastra Bank, [Impact of Bank Credit on Economic Growth in Nepal](#), juin 2014.

¹⁰ FMI, Rapport de mission Article IV 2012

¹¹ Le nombre de banques et institutions financières est passé de 85 à près de 200 entre 2002 et 2012 et a par la suite été ramené à 27. Une étude d'avril 2022 de la Banque centrale népalaise *Number of Banks and Financial Institutions in Nepal* estime le nombre optimal entre 11 et 15.

népalaise de 4,1% en g.a. en 2015/16 après une diminution de 1% en 2014/15¹². La dette extérieure représente 15,4% du PIB en 2018/19, en majorité contractée auprès de bailleurs multilatéraux, parmi lesquels le Groupe Banque mondiale avec 57% du montant des prêts extérieurs souscrits entre 2012/13 et 2018/19, suivi de la Banque asiatique de développement (28%) et pour ce qui est des partenaires bilatéraux : le Japon (7%) et l'Inde (4%). Enfin, en dépit de la proximité géographique avec la Chine et la signature d'un MoU BRI entre le Népal et la Chine en 2017, le Népal n'a pas encore souhaité donner de contenu à cet accord, en raison d'un changement de majorité et n'a que faiblement profité de fonds apportés par la Banque asiatique d'investissement dans les infrastructures¹³(AIIB), dans la mesure où cette institution finance des projets à des conditions de marché jugées trop élevées.

Pour ce qui est du compte financier népalais, les investissements de portefeuille sont inexistantes et les IDE très faibles, représentant moins de 1% du PIB. La majorité se concentre dans le secteur des services (63,3%¹⁴) et proviennent principalement des paradis fiscaux des Antilles (31%), d'Inde (21%) et de Chine (13%). Les deux principaux obstacles aux investissements étrangers restent la complexité des processus d'autorisation des IDE et la corruption¹⁵, alors qu'une meilleure définition des responsabilités entre les niveaux de gouvernement (cf. *supra*) ne pourra que fluidifier le processus. Le gouvernement a semblé vouloir davantage ouvrir l'économie, par le biais de deux réformes lancées en 2019 : la révision du *Foreign Investment and Transfers Act* (FITTA) et le *Public Private Partnership Act* (PPPA) qui instaure un centre consacré au traitement des IDE et raccourcit les procédures d'approbation.

Les conséquences de la pandémie sur le financement de l'économie

Hausse de la dette publique davantage liée au soutien à court terme qu'à la relance à moyen terme

Le Népal a recensé le premier cas de Covid-19 en janvier 2020 et la pandémie a conduit à plusieurs confinements et à un arrêt total de l'activité touristique, qui représentait 6,7% du PIB en 2019. Pour y faire face, les dépenses publiques de l'Etat central ont été accrues, de 27,4% du PIB en 2019/20 à 28,8% en 2020/21. Côté recettes, si la composante fiscale est repartie à la hausse en 2020/21 avec l'assouplissement des mesures sanitaires¹⁶, la composante non fiscale, au titre de laquelle les recettes liées au tourisme, n'est pas revenue à son niveau d'avant la pandémie¹⁷. Par conséquent, la dette publique est passée de 33,1% du PIB en 2018/19 à 42,2% en 2019/20 et 47,2% en 2020/21. La part externe, essentiellement concessionnelle, représente un peu moins de la moitié de cette dette publique, soit 21% du PIB en 2020/21 alors que les 26% restants sont entièrement financés par les résidents. L'efficacité du financement public de l'économie reste entravée par la sous-exécution des dépenses. En 2019/20 et 2020/21, elles ne représentaient que 76% de la cible fixée par le gouvernement. Les raisons avancées sont les restrictions sanitaires mais leur retrait n'a pas permis une hausse des dépenses puisque le taux d'exécution au premier semestre 2021/22 est de 11,6% contre 13,4% au premier semestre 2020/21.

Hausse incontrôlée des crédits, favorisée par la politique accommodante de la Banque centrale

Face aux conséquences économiques de la pandémie, la NRB a pris des mesures de soutien à la liquidité en ramenant son taux directeur de 3,5% à 3%¹⁸ en juillet 2020 et mis en place des facilités de remboursement et extensions d'échéances, qui ont concerné 3,6% du crédit souscrit et 5,6% des

¹² Suite à la catastrophe, la conférence des donateurs avait abouti à une promesse de 4 Mds USD de prêts concessionnels et donations sur 5 ans.

¹³ L'AIIB porte deux projets au Népal approuvés en 2019 pour un total d'engagements de 202 M USD : [Project List - Project - AIIB](#)

¹⁴ Nepal Rastra Bank, [A Survey Report on Foreign Direct Investment in Nepal](#), décembre 2019.

¹⁵ Le Népal est 117^{ème} dans le classement [Corruption Perception Index 2021](#) de Transparency International.

¹⁶ La première vague de Covid-19 est survenue en mars 2020, suivie par une deuxième vague en avril 2021 et une troisième en janvier 2022. Des mesures de distanciation sociales ont été appliquées et se sont allégées avec la progression de la vaccination, en mars 2022 60% de la population avait reçu deux doses de vaccin contre le Covid-19.

¹⁷ Banque asiatique de développement, *Nepal Development Update*, avril 2022

¹⁸ Réhaussé à 3,5% en août 2021

emprunteurs¹⁹. Ces mesures ont favorisé la croissance des crédits au secteur privé, dont le ratio rapporté au PIB atteint 87,8% en 2019/20 contre 78,9% en 2018/19. En parallèle, la hausse des dépôts a été moindre que celle des crédits, puisqu'ils représentaient 107,3% du PIB au premier semestre 2021/22 contre 106,1% du PIB un an plus tôt²⁰, reflet du retour des transferts des travailleurs migrants vers les canaux informels. Cette situation s'est traduite par une insuffisance de la liquidité bancaire et le taux interbancaire a atteint 4,95%²¹ en octobre 2021 un record depuis juin 2019.

En réponse, la Banque centrale a ensuite injecté 3 400 Mds NPR (27,7 Mds USD) et mis en œuvre diverses mesures pour limiter les sorties de capitaux, telles que le plafonnement des retraits de dollars américains et des restrictions d'importations²². Enfin la Banque a relevé son taux directeur à 5,5% soit 50 points de base au-dessus du taux pré-pandémie. Les statistiques officielles confirment une capitalisation satisfaisante des banques et institutions financières et reflètent un taux de prêts non performants faible à 1,3% en mars 2022, mais les doutes subsistent sur la qualité de ces chiffres. Les mesures de la Banque centrale apparaissent également insuffisantes, eu égard au risque, l'objectif de croissance du crédit fixé à 19% étant certes inférieur à celui qui prévalait en janvier 2022 (+27% en g.a.) mais trop élevé pour enrayer la progression du crédit. Le phénomène observé en 2009/10 et après le séisme se répète donc, la multiplication des crédits bancaires ne finance pas les investissements productifs, les crédits se concentrant sur le secteur de l'immobilier dont les prix ne cessent d'augmenter, faisant craindre l'éclatement prochain d'une bulle immobilière.

Les financements de marché progressent sous l'effet de la pandémie

La seule bourse du Népal, la *Nepal Stock Exchange* (NEPSE) a ouvert en 1994, son évolution, en termes de capitalisation, d'entreprises cotées, ou encore de nombre de transactions est directement liée aux progrès technologiques : le nombre de transactions progresse de 94% en 2013/14, parallèlement à l'introduction de la négociation électronique des titres. Outre la technologie, la pandémie a aussi très largement contribué au développement de la NEPSE. En effet, le ratio de la capitalisation boursière rapportée au PIB a plus que doublé, passé de 40,6 fin 2018/19 à 45,8% fin 2019/20 et 94% fin 2020/21. Toutefois le marché boursier népalais reste peu diversifié, les principales entreprises cotées fin 2020/21, étant les banques et institutions financières avec 68,9% de la capitalisation boursière (37,7% pour les banques commerciales et 15,3% pour les assurances, le reste étant réparti entre les IMF, banques de développement et institutions financières non bancaires), suivent les compagnies hydroélectriques avec 8,4%, les industries à 3,7% et enfin les hôtels avec 1,5%.

Promotion des IDE nécessaire face à la diminution des transferts des migrants et de l'aide multilatérale

Paradoxalement, la pandémie et les confinements instaurés dans les pays où travaillent les migrants népalais, n'ont pas directement affecté les transferts qui ont progressé de 0,9% en 2020/21 pour atteindre 23,2% du PIB. Il semble qu'en situation de crise, les travailleurs migrants aient eu tendance à accroître leurs transferts et certains, contraints de rentrer au pays auraient même rapatrié l'ensemble de leurs économies. La pandémie a également asséché les canaux informels et donc mécaniquement augmenté les transferts. Toutefois, alors que la situation sanitaire s'améliore, les canaux informels se sont rouverts et les transferts ont été réduit de 12% du PIB au premier semestre 2020/21 à 10,4% du PIB au premier semestre 2021/22. Or cette tendance est amenée à se pérenniser à moyen et long terme alors que la fin du dividende démographique est attendue pour 2047²³.

¹⁹ Banque asiatique de développement, *Nepal Development Update*, avril 2022

²⁰ La moindre hausse des dépôts s'explique aussi par le retrait des dépôts de la *Nepal Oil Corporation* pour importer des produits pétroliers dont les prix avaient augmenté.

²¹ Nepal Bankers Association, *Banking and Economic Facts*, novembre 2021.

²² D'autres mesures de la Banque centrale peuvent être consultées ici : [The ongoing liquidity crisis in Nepal – Nepal Economic Forum](#)

²³ En 2017 le Népal approchait le 3^{ème} stade de la transition démographique impliquant des taux de décès et de naissance faibles. Entre 1961 et 2001 la croissance de la population dépassait les 2% annuels mais entre 2001 et 2011 la croissance annuelle moyenne était de 1,35%, le

Une des solutions de substitution aux transferts réside dans la promotion de l'attractivité du Népal et des IDE qui conduirait à la création de nouvelles opportunités. Toutefois, malgré les réformes engagées avant la pandémie (cf. *supra*), le FMI ne prévoit pas de forte hausse des IDE à court terme, qui devraient rester autour de 0,4% du PIB en 2022/23. En effet, malgré la décision récente du gouvernement de ramener le seuil minimal des IDE de 50 M NPR (environ 400 000 USD) à 20 M NPR, les autres réformes tardent: la zone économique spéciale n'étant pas encore opérationnelle et le Népal est encore trop peu attractif, classé 94^{ème} sur 190 dans le classement *Ease of Doing Business* de 2020 de la Banque mondiale.

Enfin, dans le contexte de la pandémie et de ses conséquences sur l'économie népalaise, les bailleurs multilatéraux se sont mobilisés. La Banque asiatique de développement a débloqué près de 440 M USD à travers seize projets en grande majorité (94%) constitués de prêts souverains²⁴. De son côté les engagements de la Banque mondiale ont atteint 949 M USD en 2020²⁵ soit une hausse de presque 120% par rapport à 2019 et 715 M USD en 2021. Cependant, la Banque mondiale prévoit de ramener ses engagements à 268 M USD en 2022, soit un peu moins d'un tiers du montant de 2020. Par ailleurs, preuve des difficultés rencontrées par le Népal, le FMI a accédé à la demande des autorités népalaises de mise en place d'une facilité élargie de crédit (ECF) de 400 M USD pour faire face à la crise économique. Les objectifs assignés à cette facilité sont équilibrés, en ce qu'elle vise à concilier des objectifs de court terme, tels que l'atténuation du choc lié au Covid-19, tout en préservant la stabilité macroéconomique et financière, avec des objectifs de moyen terme s'appuyant sur l'élaboration d'un cadre macroéconomique permettant d'apporter une réponse de long terme à la crise économique actuelle et de faire face aux déséquilibres structurels de l'économie népalaise²⁶. Cette ECF s'ajoute à la *Rapid Credit Facility* de 214 M USD concédée par le FMI au Népal en mai 2020.

Commentaires

Le financement de l'économie népalaise est marqué par une sous-optimalité structurelle des ressources fiscales, mais également des dépenses et en particulier la capacité des autorités à les mobiliser. Par conséquent, l'économie repose largement sur l'aide des bailleurs et sur les transferts des travailleurs migrants qui permettent certes de soutenir la consommation des ménages mais ne sont pas alloués à des investissements productifs. L'échéance du passage en 2030 du Népal dans la catégorie des pays à revenus intermédiaire et partant le resserrement des conditions de financement des bailleurs, doit fortement inciter les autorités à diversifier le financement de l'économie, en s'appuyant sur les IDE, à assainir le secteur bancaire et à prévenir la formation de bulles du crédit.

ralentissement de la croissance de la population s'explique en partie par le phénomène de migration qui éloigne en majorité les hommes de leur foyer. Fonds des Nations Unies pour la Population, [Népal](#), 2017. Ces estimations devant être analysées à la lumière des éventuelles conséquences du Covid-19.

²⁴ Banque asiatique de développement, [Member Fact Sheet Nepal](#), 2020

²⁵ Nepal Overview: Development news, research, data | World Bank

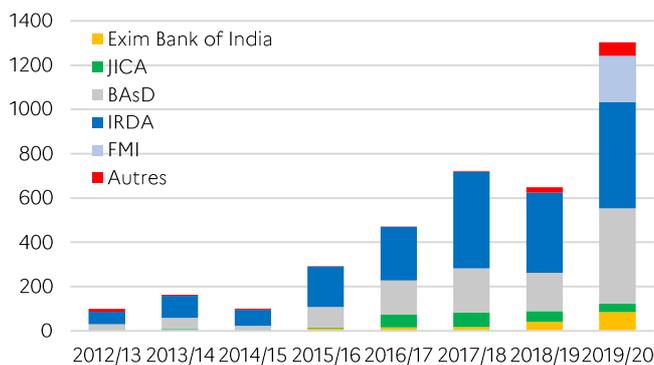
²⁶ Le cadre macroéconomique repose sur (i) une politique budgétaire mieux contrôlée qui oriente les dépenses vers l'élaboration d'un système de protection sociale, lequel a particulièrement fait défaut pendant la crise (ii) une politique monétaire qui s'appuie sur un niveau suffisant de réserves obligatoires, afin de lisser les évolutions de la liquidité dans un contexte où celle-ci a été abondante et a entraîné une forte croissance des agrégats de crédit (+27% en 2020/21) et probablement une sinistralité accrue en termes de PNP une fois les dispositifs de suspension du service de la dette caducs, ce qui impliquera des besoins de recapitalisation du secteur bancaire. D'autre part, les réformes structurelles reposent sur (i) la mise en œuvre de réformes fiscales afin d'accroître les recettes endogènes et réduire la dépendance à l'aide internationale, (ii) une réforme du système financier par le renforcement de la supervision bancaire notamment et meilleur suivi de l'évolution des PNP (iii) une réforme de la gouvernance, reposant notamment sur le renforcement des institutions de lutte contre la corruption et (iv) un développement de l'environnement des affaires.

ANNEXES

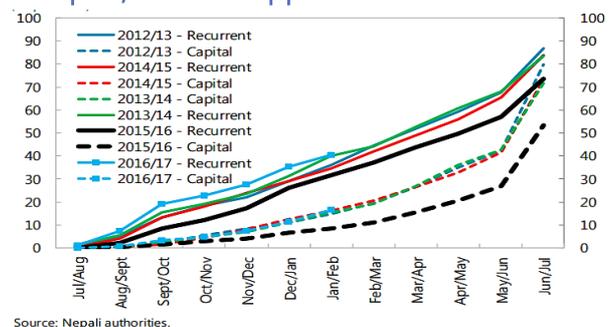
Annexe n°1 : Tableau d'indicateurs sur le financement de l'économie népalaise, source FMI et NRB

Evolution du cycle du crédit	2011/12	2013/14	2016/17	2018/19	2019/20	2020/21 (e)	2022/23 (e)
Crédits au secteur privé/PIB (WB)	48,4	54,2	68,4	78,9	87,8	99,4	101,9
Ratio des PNP/total des prêts (FMI)	2,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,5	
Croissance du crédit domestique (en g.a.) (FMI)	11,3	13,9	20,2	21,7	14,6	26,8	12,2
Ratio crédit/dépôt (FMI)			83,6	86,9	83,2	88,1	90,9
Part du crédit Immobilier (FMI)	16,9	15,1	14,8	13,2	12,7	11,5	
Financement de l'économie par les dépenses publiques et l'endettement							
Dépenses publique (% PIB) (FMI)	16,2	16,6	23,6	27,3	27,4	28,5	31,2
<i>Part des dépenses d'investissement sur les dépenses totales (données nationales)</i>	15,2	15,3	28,7	25,2	19,4		
Recettes publiques (% PIB) (FMI)	15,6	17,9	20,9	22,4	22,1	24,2	26,1
<i>Dont recettes fiscales (% PIB)</i>	12	14	18	19,8	15,7	20,9	22,1
<i>Part des taxes à l'importation dans les recettes fiscales (données nationales)</i>	19	21	17,8	18,5	16,8		
<i>Dont subventions (% PIB) (FMI)</i>	2,3	1,9	1,3	0,8	0,8	1,5	1,0
Solde budgétaire (FMI)	-0,4	1,8	-2,4	-4,5	-4,7	-3,4	-4,3
Dette publique (% PIB) (FMI)	34,5	27,6	25	33,1	42,2	47,2	53,7
Dette externe (% PIB) (FMI)	20,5	17,9	15,5	15,4	20,5	21	25,8
Variation (%)		+4	+6	+13	+36		
Part de la dette ext. à LT dans la dette tot.(WB)	91,7	87,5	88,1	91,6			
Investissement total (% PIB) (FMI)	28,6	31	37,3	41,4	28,4	41,6	44
Epargne domestique brute (% PIB) (FMI)	32,8	35	37	34,5	27,4	33,4	36,6
Transferts des migrants (% PIB) (FMI)	23,4	27,7	26,4	22,7	22,2	23,5	21,3

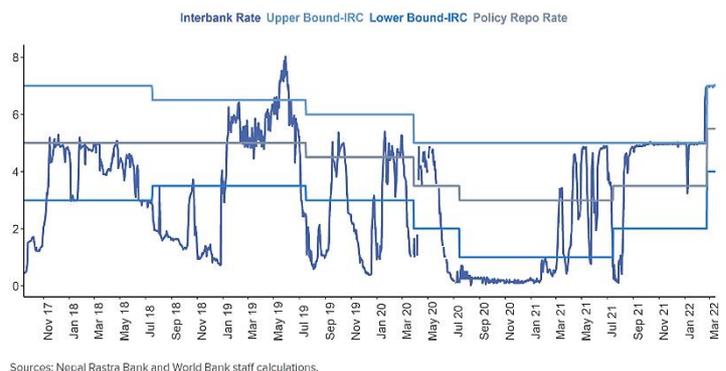
Annexe n°2 : Montants des emprunts extérieurs annuels (M USD)



Annexe n°3 : Taux d'exécution des dépenses publiques, source : rapports article IV FMI



Annexe n°6 : Taux interbancaire



Afghanistan

De 2002 à 2020, le financement de l'économie afghane provient essentiellement des bailleurs internationaux. Les déficits jumeaux enregistrés sur l'essentiel de la période ont été largement financés par l'aide extérieure, tandis que le système bancaire est demeuré marginal dans le cadre d'une intermédiation financière limitée et du recours important aux canaux informels. La prise de pouvoir des Talibans en août 2021, consécutive au retrait des troupes américaines, a provoqué l'assèchement des flux internationaux. L'essentiel de l'aide internationale au développement a été suspendue ou réorientée, mais dans une bien moindre ampleur, vers une réponse d'urgence à la pénurie alimentaire qui touche la moitié de la population. A cela s'ajoute le gel des réserves de change qui a provoqué une crise de liquidités, menaçant le système bancaire d'effondrement. Par ailleurs, le budget de l'Etat a été largement revu à la baisse, suffisant à peine à financer les dépenses courantes. Confrontée à un déficit courant important, à une pénurie de devises et à des ressources propres limitées, l'économie afghane ne semble pas près de retrouver un fonctionnement normal au cours des prochaines années.

Economie sous perfusion et graves déséquilibres structurels

Une économie sous perfusion des bailleurs multilatéraux

De 2002 à 2020, le fonctionnement de l'économie afghane se caractérise par la prépondérance exceptionnelle de l'aide internationale dans le financement de l'économie, s'élevant en moyenne à 60% du PIB sur la période, d'après les chiffres de la Banque mondiale, soit environ 165 Mds USD. Malgré une baisse marquée depuis 2013, les dons et prêts des bailleurs internationaux représentaient encore 45% du PIB, 75% des dépenses publiques et 90% des dépenses de sécurité en 2020.

Les financements internationaux se décomposent en dépenses civiles et de sécurité. Les dépenses civiles, d'une part, (75 Mds USD sur 2002-2020) regroupent les projets de développement (transport et énergie principalement), l'assistance technique et l'aide humanitaire. Les fonds ont été en grande majorité (80-90%) distribués sous la forme de dons, les montants résiduels se présentant sous la forme de prêts à taux d'intérêt nul. L'Afghanistan Reconstruction Trust Fund (13 Mds USD), géré par la Banque mondiale, le Bureau de la coordination des affaires humanitaires de l'ONU (UNOCHA, 13 Mds), la Banque asiatique de développement (6,5 Mds) et l'International Development association (IDA) de la Banque mondiale (BaSd, 5,4 Mds) ont été les principaux bailleurs multilatéraux présents en l'Afghanistan. Les Etats-Unis ont été de loin la principale source de financements (40 Mds USD de financements à la fois multilatéraux et bilatéraux), suivis du Royaume-Uni (4 Mds), du Japon (3,9 Mds), de l'Allemagne (3,9 Mds) et de l'Inde (3 Mds).

Les dépenses de sécurité, d'autre part, (90 Mds USD sur 2002-2020), financées en quasi-totalité par les Etats-Unis, comprennent la rémunération des soldats et policiers, la fourniture de matériel, les programmes d'entraînement de l'armée afghane et le financement des missions de l'OTAN. En moyenne, les dépenses de sécurité ont représenté un peu plus de la moitié (53%) du total de l'aide internationale.

Difficultés budgétaires malgré des progrès dans la gouvernance

Les recettes publiques ont atteint en moyenne 25% du PIB sur la période 2010-2020, financées pour moitié par des ressources propres et pour moitié par l'aide internationale. L'Afghanistan a connu de nets progrès en matière de gouvernance sur la période 2002-2020, les ressources propres (essentiellement des taxes) ayant atteint 14,4% du PIB en 2019, soit un niveau comparable à la moyenne

des pays à faible revenu, voire à la moyenne de l'Asie du Sud, contre seulement 3% du PIB en 2002. Les autorités afghanes ont pour cela eu recours à la mobilisation de nouveaux impôts, parmi lesquels l'imposition forfaitaire des sociétés (BRT), l'introduction d'une taxe de 10% sur les télécommunications ou encore le relèvement des droits de survol. En dépit de ces signes encourageants, la capacité budgétaire des administrations n'a cessé d'être affectée par des dysfonctionnements structurels: concussion de l'administration douanière, prévalence de l'informalité, insuffisance des registres (fonciers en particulier).

Les dépenses publiques, à hauteur de 26% du PIB en moyenne, se décomposent en dépenses courantes (18,5% du PIB) et dépenses de développement (7,5% du PIB). Les dépenses de développement (typologie spécifique à l'Afghanistan qui regroupe les investissements dans les projets de développement et de reconstruction) ont été financées presque en totalité par les bailleurs. De plus, les financements internationaux ont financé en moyenne un tiers des dépenses courantes, soit 6% du PIB.

Grâce à l'aide internationale (50% du budget), le déficit public est resté modéré à hauteur de 0,7% du PIB en moyenne sur la période 2002-2020, malgré une hausse à 2,2% en 2020 pour lutter contre la pandémie. La dette publique (constituée à près de 100% de dette externe) a ainsi été maîtrisée, s'élevant à 6,1% du PIB en 2019 et 7,5% en 2020 du fait de la relance suite au covid. Il est cependant important de distinguer le budget officiel des dépenses totales de l'Etat. Celles-ci ont régulièrement excédé 50% du PIB du fait d'importantes dépenses hors-budget financées exclusivement par l'aide internationale, à hauteur de 23% du PIB sur la période 2016-2018 d'après les chiffres du FMI.

Déséquilibres extérieurs structurels

Du fait de capacités productives limitées sur le territoire national, le niveau élevé des dépenses publiques a conduit à une forte croissance des importations, portées de 2,4 Mds USD en 2002 à 6,5 Mds en 2020. Celles-ci ont représenté 48% du PIB sur la période 2002-2020 contre seulement 11% du PIB pour les exportations, soit un déficit commercial moyen de 37% du PIB. Cependant, le solde courant était excédentaire à hauteur de 2,9% du PIB en 2020 d'après les chiffres de la Banque mondiale, du fait de l'aide internationale (40% du PIB sur la période) et des transferts de migrants (1,7% du PIB sur la période, 3,9% du PIB en 2020). Les IDE et les investissements de portefeuille ont été quasiment inexistantes, s'élevant à moins de 100 M USD en 2020 soit 0,5% du PIB.

Les réserves de change se sont accrues pour s'élever à 9,4 Mds USD en avril 2021, soit l'équivalent de 14 mois d'importations. En revanche, l'afghani s'est continuellement déprécié face au dollar, portant le taux de change de 45 AFN pour 1 USD en 2012 à 80 AFN pour 1 USD en juillet 2021, principalement du fait de la hausse du dollar.

Un secteur bancaire embryonnaire et fragile

Le système bancaire afghan, constitué de douze banques (sept banques privées, trois banques publiques d'Etat et deux banques étrangères) et dominé par les banques privées (87% des prêts et 66% des actifs en 2019) est demeuré largement embryonnaire sur la période 2002-2020. Fin 2019, les actifs bancaires représentaient 4,1 Mds USD et 21,5% du PIB. Ils se décomposent en numéraire et en dépôts auprès de la Da Afghanistan Bank (DAB), à 43%, viennent ensuite les créances interbancaires à 27% puis les prêts nets et les investissements à 11% chacun. On relèvera par ailleurs la dégradation de la qualité des actifs, les prêts non performants (PNP) (de 121 à 480 jours de retard) représentant 14,5 % du total des prêts en 2020, contre 5% en 2011. Le système financier est en outre fortement dollarisé (60% des dépôts libellés en USD).

Les banques afghanes ont très peu alimenté l'économie réelle et se sont financées presque exclusivement grâce aux dépôts et hors marché. En effet, le passif des banques afghanes est composé à 96% de dépôts (dépôts des clients à 98%) représentant 3,45 Mds USD. Par ailleurs, le secteur financier afghan est essentiellement constitué de services financiers informels. En effet, près de 90% des

transactions financières empruntent des canaux informels et notamment les hawalas, un réseau informel de transferts de fonds par courtiers.

Inclusion et intermédiation financière médiocres

En 2017, seulement 15 % de la population adulte disposait d'un compte bancaire contre 35 % en moyenne dans les pays à faible revenu. Fin 2019, selon le FMI, le ratio prêts/dépôts était de 16 %, celui dépôts/PIB de 17,4 % et le ratio crédit privé/PIB de 2,8 %. Il s'agit de niveaux de ratios parmi les plus bas au monde. Ce faible accès aux services bancaires s'explique par : i) le manque de fonds, d'informations, d'infrastructures, ou d'éducation ii) des croyances et iii) des conditions de prêts strictes. Par ailleurs, du fait du manque d'infrastructures, seulement 11% des adultes utilisent le paiement digital. L'accès à la téléphonie mobile étant l'un des plus bas au monde, on comptait 50 comptes bancaires mobiles pour 1 000 adultes en 2018.

L'accès aux financements bancaires est particulièrement difficile pour les PME afghanes. En effet, les prêts accordés aux PME ne représentaient en 2018 que 0,2% du PIB et 16% du total des prêts fin décembre 2019. La situation n'est guère meilleure du côté de la microfinance puisque les micro-prêts aux PME ne représentent que 1/5 du total. En conséquence, plus de la moitié des PME (57 %) auraient des difficultés à financer leur développement et seules 3,9 % d'entre elles font appel aux banques pour financer leurs dépenses courantes et 0,8 % pour financer leurs investissements. Ce difficile accès des PME aux financements s'expliquerait par i) l'incapacité à fournir une information financière de base (audit, ou historique de crédit), ii) l'absence de collatéral et iii) le manque d'expertise des banques. Pourtant, le marché potentiel des PME en matière de crédit serait de 4,7 Mds USD (25% du PIB).

La crise du 15 août 2021 met en question l'avenir du système financier

Perte d'accès aux principales sources de financement

L'aide multilatérale a été drastiquement réduite et en particulier celle allouée au développement. Une partie de l'aide humanitaire a cependant été maintenue, le Trésor américain (Office of Foreign Assets Control) ayant délivré une licence pour faciliter le flux d'aide à l'Afghanistan fin août 2021 et l'Union européenne ayant annoncé un plan de soutien de 1 Md EUR à destination de l'Afghanistan et des réfugiés afghans dans les pays voisins. Le Bureau des Nations unies pour la coordination des affaires humanitaires (UNOCHA) a proposé un plan pour fournir 4,4 Mds USD d'aide humanitaire au cours de l'année calendaire 2022 (2,4 Mds ont déjà été obtenus). L'ONU prévoyait par ailleurs 3,6 Mds USD supplémentaires pour soutenir les services sociaux de base, parmi lesquels la santé et l'éducation, bien qu'il n'y ait pour le moment aucune perspective quant à la possibilité de financer ce programme. La situation demeure incertaine et sujette aux prises de position des Talibans, la Banque mondiale ayant décidé en mars dernier de suspendre une aide de 600 M USD suite aux limitations imposées aux jeunes filles pour aller à l'école.

Le gel des réserves de change (9,2 Mds USD), principalement libellées en USD et déposées pour leur très grande majorité (7 Mds USD) à la FED de New York, ainsi que l'arrêt des financements internationaux ont empêché l'Afghanistan de se fournir en dollars, monnaie qui lui permettait de payer ses importations. Cet état de fait a également provoqué une crise de liquidité, la banque centrale étant dans l'incapacité d'imprimer de la nouvelle monnaie (les billets en AFN étaient imprimés par des partenaires en Europe, tandis que le numéraire en dollars était fourni en débitant le compte de la banque centrale afghane à la FED de New York). Le président Biden avait cependant annoncé que 3,5 Mds USD sur les 7 Mds détenus par la FED pourraient être utilisés pour l'aide humanitaire et pour recapitaliser la DAB via un fonds ad hoc, bien que cette annonce n'ait pour l'instant pas été suivie par des réalisations concrètes du fait de critiques émises par certains activistes et groupes de pression.

Diminution drastique du budget de l'Etat

L'impact estimé par la Banque mondiale de la crise du 15 août 2021 consiste en une chute de 30% du PIB et une réduction de 50% du budget de l'Etat, ramené de 29% du PIB en 2019 à 15% du PIB. La chute du PIB réel par habitant est estimée à 34% par rapport à 2020, soit un retour au niveau de 2007. La soudaine interruption de l'aide apportée par les bailleurs (9 Mds USD en 2020), qui finançait un tiers des dépenses courantes, avait d'ailleurs provoqué une suspension du versement des salaires pour environ 420 000 fonctionnaires et 300 000 personnels de sécurité, soit 14% de la population active dans le secteur formel.

Les recettes de l'Etat devraient diminuer de 40% selon la Banque mondiale, notamment du fait de la chute du PIB, pour n'atteindre que 1,7 Md USD en 2022 contre près de 2,9 Mds USD en 2020. De janvier à avril 2022, le gouvernement a collecté 55,5 Mds AFN (630 M USD), soit 8% de plus en g.a. Cependant, ces recettes sont inférieures de 9% en dollars du fait de la dépréciation de l'AFN. De plus, le gouvernement ne dispose plus d'aucun instrument lui permettant de financer son déficit, l'obligeant à ajuster les dépenses publiques au montant de taxes que les autorités seront en mesure de collecter. Le Conseil des ministres a de ce fait dévoilé un budget pour l'exercice budgétaire 2022/23 (débuté mi-décembre 2022) à hauteur de 2,6 Mds USD (15% du PIB), dont seulement 310 M USD pour des programmes de développement, soit 12% du budget (contre 29% auparavant). Il s'agit du budget le plus faible de ces vingt dernières années, d'un montant équivalent à 48,8% du budget de l'année 2021/22 (5,3 Mds USD). Le déficit public annoncé est de 3,4% PIB, contre 2,9% l'année passée, bien qu'il soit difficile d'imaginer des sources de financement qui pourraient permettre de le financer.

Système bancaire quasi-inexistant et mené d'effondrement

Le total des dépôts du système bancaire afghan a été ramené de 2,8 Mds USD fin 2020 à 2 Mds USD en septembre, soit une baisse de 29%, et a probablement reculé davantage depuis. En outre, le marché du crédit en AFN et en devises étrangères s'est contracté respectivement de 9,8% et de 6,1% entre juillet et décembre 2021 et le ratio des prêts non-performants a doublé depuis la fin de l'année 2020, porté à 57% fin septembre. En réaction, les talibans ont imposé un plafond de retrait d'un maximum de 400 USD par semaine pour les particuliers et de 25 000 USD par mois (ou 5% des dépôts) pour les entreprises. Par ailleurs, les réserves des banques auprès de la Banque centrale en devises étrangères et en monnaie nationale ont chuté respectivement de 20,8% et de 38,8% au cours du second semestre 2021. Cependant, en l'absence de données fiables, il est difficile d'estimer l'étendue et l'amplitude de la crise du secteur bancaire.

Plus de 80% des entreprises ont affirmé rencontrer des difficultés pour émettre ou recevoir des transferts de fonds au sein du territoire, et 95% pour les transferts internationaux. La plupart des entreprises n'acceptent plus que des paiements en numéraire ou imposent une commission sur les transferts de fonds. L'Afghanistan a également été exclu du système SWIFT, ce qui complique les transferts de fonds vers et depuis l'étranger. Par ailleurs, selon les estimations, près de deux tiers des grandes entreprises et trois quarts des ONG utilisent le système informel Hawala pour effectuer des paiements. Ce recours croissant à l'informalité se reflète dans la forte hausse des commissions, qui se situent à 10-20% de la transaction contre 1% avant la prise de pouvoir des Talibans. Afin de pallier ces difficultés, l'ONU a mis en place un programme d'envoi d'USD en liquide par des canaux humanitaires à hauteur de 150 M USD par mois, soit 14% du PIB, ce qui a permis de stabiliser le cours de l'AFN.

Dégradation modérée des position externes

La suspension de l'aide internationale a provoqué une contraction des importations, entraînant une diminution du déficit commercial du fait du maintien relatif des exportations. D'après les données du gouvernement, les importations ont diminué de 47% au second semestre 2021 sur une base annuelle. L'impossibilité pour l'Afghanistan de financer ses besoins en importations aggrave la crise alimentaire qui frappe durement le pays.

Les transferts de travailleurs migrants ont significativement diminué au cours du troisième trimestre 2021. Le gouvernement estime qu'ils ont chuté de 48% sur une base annuelle, pour revenir à 87,9 M USD au T3 2021. Cette contraction, combinée à la suspension de l'essentiel de l'aide internationale, a provoqué un fort creusement du déficit de la balance courante. En conséquence, la monnaie nationale s'est modérément dépréciée face au dollar, de 80 AFN pour 1 USD en juillet 2021 à 89 AFN pour 1 USD en juin 2022, même si les opérations de change manuel sur le marché parallèle font probablement état d'une dépréciation bien plus importante. Par ailleurs, l'Afghanistan a cessé d'honorer le service de sa dette extérieure (1,7 Md USD). Du fait de la diminution du PIB, le ratio dette/PIB devrait être porté à 10% en 2022.

Commentaires

La situation économique et financière de l'Afghanistan demeure extrêmement incertaine et soumise à de fortes contraintes, qui font peser un réel risque d'effondrement du système financier. Les perspectives sont donc relativement sombres à court et moyen terme, l'économie devant probablement stagner sur plusieurs années au moins. Malgré la situation critique du pays, un effondrement complet paraît cependant peu probable dans la mesure où aucun pays n'aurait intérêt à laisser l'Afghanistan se transformer en Etat failli. Tous les pays voisins ont maintenu des relations commerciales avec l'Afghanistan, et certains projets comme TAPI ou le Trans-Afghan railway sont de nouveau en discussion et pourraient apporter de maigres perspectives pour l'avenir économique du pays. Par ailleurs, l'aide alimentaire fournie par les bailleurs multilatéraux, qui sera probablement renforcée afin de limiter les souffrances de la population afghane, devrait permettre de maintenir un niveau minimum de financement pour les produits de première nécessité.

SOURCES

- Chiffres de la Banque asiatique de développement, Key Indicators for Asia and the Pacific, 2021 : <https://data.adb.org/media/8281/download>
- Article IV du FMI, 2019 : <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2019/1AFGEA2019003.ashx>
- *Afghanistan Development Update*, Banque mondiale, avril 2022 : <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5f01165822f3639224e0d483ba1861fc-0310062022/original/ADU-2022-FINAL-CLEARED.pdf>
- *Afghanistan Economic Monitor*, Banque mondiale, mai 2022 : <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/69b62595bb7a992eb89954a923aca2f8-0310062022/original/Afghanistan-Economic-Monitor-17-May-2022.pdf>
- Etude de l'impact de la prise de pouvoir des Talibans, *Afghanistan Socio-economic Outlook*, PNUD, novembre 2021 : <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/migration/af/UNDP-AFG-Afghanistan-Socio-Economic-Outlook-2021-2022.pdf>
- Policy Brief: *The Afghan Banking and Financial System Situation Report*, PNUD, novembre 2021 : <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/migration/af/SITUATION-REPORT-Afghan-Banking-and-Financial-Systems.pdf>
- Rapport du SIGAR (*Special Inspector General for Afghanistan Reconstruction*) sur l'allocation des fonds américains en Afghanistan, *Quarterly Report to the United States Congress*, avril 2022 : <https://www.sigar.mil/pdf/quarterlyreports/2022-04-30qr.pdf>
- *Afghanistan Public Expenditure Update*, Banque mondiale, 2018 : <https://documents1.worldbank.org/curated/en/696491564082281122/pdf/Afghanistan-Public-Expenditure-Update.pdf>

Bhoutan

Le financement de l'économie bhoutanaise est tributaire de l'endettement externe, en particulier de la dette hydroélectrique contractée auprès de l'Inde et de la dette multilatérale. La pandémie a confirmé cette tendance et affaibli les autres sources de financement dont le crédit bancaire. Une croissance pérenne de l'économie bhoutanaise repose désormais sur la capacité du pays à mobiliser davantage de recettes publiques et d'IDE, ainsi que sur l'assainissement du secteur bancaire et le diriger vers des investissements plus productifs pour diversifier l'économie et réduire sa dépendance à l'Inde et à l'hydroélectricité.

Avant la pandémie, un financement de l'économie alimenté par la dette extérieure

Le financement public de l'économie bhoutanaise pâtit de recettes publiques faibles et dépend en grande partie de l'aide étrangère

Le financement public de l'économie apparaît dynamique avec en moyenne 46%¹ des dépenses publiques consacrées à l'investissement entre 2013/14 et 2018/19, en progression de 76,5% entre 2013/14 et 2017/18. Toutefois le financement public de l'économie bhoutanaise dépend en grande partie des dons étrangers, notamment indiens puisque ces derniers représentent en moyenne 29% des recettes publiques entre 2013/14 et 2018/19 et 70% d'entre eux proviennent de l'Inde.

Cette dépendance aux subventions étrangères résulte de la faiblesse structurelle des recettes internes, liée à une assiette fiscale étroite, compte tenu de la taille limitée du secteur privé. Les prélèvements obligatoires ne représentent que 9% du PIB contre environ 20% au Népal et 18% en Inde. Nonobstant un projet de mise en place de la GST (Goods and Services Tax), le Bhoutan dispose de peu de leviers pour augmenter ses recettes, et ne peut guère relever significativement les droits de douane en raison des accords de libre-échange conclus avec l'Inde et la SAARC et l'accord commercial préférentiel avec le Bangladesh.

En outre, la charge de la dette publique réduit de plus en plus les marges budgétaires. Ainsi le paiement des intérêts représentait 4% des dépenses en 2017/18. Avec un endettement à hauteur de près de 101% du PIB en juin 2019, le Bhoutan était déjà le pays le plus endetté d'Asie du Sud. Malgré sa taille, la dette publique bhoutanaise n'est cependant pas encore considérée comme risquée, compte tenu de ses caractéristiques. Elle est majoritairement externe et liée au développement de centrales hydroélectriques (72% du total de la dette publique) financées en partenariat avec l'Inde, alors que l'indexation de la monnaie bhoutanaise au pair avec la roupie indienne permet de réduire le risque de change. En outre, la dette extérieure non hydroélectrique est principalement constituée de passifs concessionnels auprès de la Banque asiatique de développement et de la Banque mondiale (voir infra). Ainsi 95% de la dette est de long terme, en moyenne de maturité onze ans, l'élément interne représentant 2,2% du PIB.

Un cycle du crédit peu dynamique, en raison d'un pourcentage de créances douteuses élevé

Le crédit au secteur privé est peu dynamique. L'intensité des crédits, mesurée par le ratio de la croissance du crédit rapportée à celle du PIB, est historiquement basse depuis la fin du boom du crédit

¹ Source ministère des Finances bhoutanais, *Budget Report*

en 2011² et atteint 1,4% en 2016 (contre 2,4% par an en moyenne entre 2002 et 2011). Par ailleurs, les secteurs de l'immobilier et de la construction concentrent presque 25% du portefeuille des prêts en juin 2019 au détriment de secteurs les plus productifs dont le commerce (14%) et l'industrie (12%). Le secteur des services et du tourisme capte 24% des prêts et les ménages 9%.

Le secteur bancaire apparaît structurellement fragilisé par l'importance des prêts non performants (PNP) dans le portefeuille des banques, en juin 2019 le taux de PNP atteignant déjà 16,5%. Or ces prêts sont surtout concentrés dans les principaux secteurs de l'économie, parmi lesquels le tourisme et les services (31% des PNP) et le commerce (21%). L'industrie représente 11% des PNP, l'immobilier 11% et les ménages 9%. Les vulnérabilités du secteur financier proviennent donc de la concentration des prêts dans certains secteurs conjuguée au risque de transformation, puisqu'une portion significative des dépôts est constituée de dépôts d'entreprises à court terme, saisonniers et volatils alors que les crédits bancaires, en particulier dans l'immobilier ont des maturités plus longues.

Pour favoriser le financement de l'économie par le crédit, et en particulier les PME, le gouvernement a mis en place en 2018 les Priority Sector Loans, les revenus des prêts des banques dans ces secteurs n'étant pas soumis à l'impôt. Un changement de la ventilation du crédit a pu être observé ces dernières années, le crédit aux entreprises ayant progressé plus vite que le crédit immobilier. Cependant le ratio du crédit aux entreprises rapporté au PIB reste inférieur à celui des autres économies de la région, alors que le crédit immobilier obéit à une règle inverse (voir annexe).

Un financement externe exclusivement lié à l'activité des bailleurs multilatéraux et bilatéraux

Le financement externe est quasi exclusivement constitué par les financements des bailleurs multilatéraux et bilatéraux. En effet, le niveau des IDE est très faible, à 0,5% du PIB en 2018/19. Le cadre amendé en 2012 demeure restrictif dans certains secteurs, le processus d'approbation est lourd et chronophage et le seuil minimal élevé (20 M USD). Le Bhoutan se classe ainsi 89^{ème} au classement *Ease of doing business 2020*³ de la Banque mondiale et perd 24 places par rapport à 2019. Il accuse notamment un important retard sur les critères relatifs au démarrage d'une activité (103^{ème} ; -15 places) et à l'obtention de crédits (94^{ème} ; en recul de 17 places).

Du côté des bailleurs, la Banque asiatique de développement et la Banque mondiale représentent 86% de l'endettement extérieur bhoutanais, répartis comme suit : 45%⁴ pour la Banque asiatique de développement et 41% pour la Banque mondiale tandis que le reste se partage entre la JICA (5%), l'IFAD (4%) et le gouvernement autrichien (4%)⁵.

² Entre 2002 et 2011 la croissance annuelle moyenne des crédits au secteur privé a atteint 30%, les crédits représentant 47% du PIB contre 11% en 2002, au-delà des 27% attendus pour un pays avec ces caractéristiques. Cette hausse résulte d'un effet de base favorable, des quantités importantes de liquidités en circulation (principalement les dépôts du gouvernement et des entreprises publiques), la hausse des salaires des fonctionnaires et l'entrée sur le marché de trois nouvelles banques en 2010 ainsi qu'une politique monétaire accommodante. Le boom du crédit a pris fin alors que les réserves en roupies indiennes ont chuté en raison de la saisonnalité de l'activité hydroélectrique et le gouvernement a réagi en restreignant les prêts à l'achat de véhicules importés et les prêts immobiliers, la croissance du crédit a ensuite ralenti à 7,4% en g.a. en novembre 2013. Source : Article IV FMI.

³ Le classement de 2020 se base sur les chiffres de 2019, avant la pandémie.

⁴ Chiffres extraits des rapports annuels de la *Royal Monetary Authority*

⁵ L'Autriche avait notamment apporté son aide financière à la construction de deux centrales hydroélectriques.

Un modèle bhoutanais fragilisé par la pandémie

Dégradation de la dette publique

Confronté à la pandémie, le gouvernement a accru les dépenses publiques de 22% en 2020/21, notamment au travers des National Resilience Fund (NRF et du Economic Contingency Plan⁶). Les dépenses ont alors atteint 40,1% du PIB en 2020/21 contre 33,1% en 2019/20 et près de 33% des dépenses prévues par le 12^{ème} Plan quinquennal ont été consacrées à l'exercice 2021/22 (19% du PIB). En parallèle, les recettes publiques ont chuté de 13% entre 2019/20 et 2020/21 et de 9,4% en 2021/22, en raison de la contraction de l'économie de 10% en 2020, suivi d'un faible rebond à 3,5% en 2021 mais également en liaison avec les mesures d'allègement fiscal, la diminution de la consommation privée et par ricochet les taxes à l'importation. Par conséquent, le déficit public se creuse de 1,9% en 2019/20 à 6,3% du PIB en 2020/21 et 10,2% en 2021/22⁷. Les perspectives pour les recettes publiques sont assombries par l'incertitude sur la production d'électricité alors même que celle-ci a diminué de 16,2% en 2021.

Le risque de la dette publique reste toujours maîtrisé, d'après le dernier rapport de mission article IV du FMI. Selon le dernier rapport de la Banque centrale bhoutanaise publié en mars 2022, la dette externe représentait fin 2020/21 138,8% du PIB du Royaume contre 121,8% en 2019/20, tandis que 71% de celle-ci était libellée en roupies indiennes, contractée auprès de l'Inde pour la construction des barrages hydroélectriques. L'alourdissement des échéances constitue cependant un défi pour une reprise pérenne de l'économie. En effet, la charge de la dette (règlement des intérêts rapporté aux exportations) s'élève à 38,1% en 2020/21 contre 30,9% en 2019/20 alors que les remboursements s'accéléreront dès 2026 avec les premières échéances du prêt de la centrale hydroélectrique Punatsangchhu-I. En parallèle, les retards dans la construction du projet Punatsangchhu-II⁸ devraient affecter significativement les recettes publiques et impliquent également des surcoûts estimés à 66 M USD par an.

La charge de la dette pèse sur l'équilibre budgétaire et le financement de l'économie et le gouvernement bhoutanais doit désormais chercher de nouveaux leviers de financement. La mise en place en 2022 de la GST, repoussée en 2020 à l'arrivée de la pandémie, devrait permettre d'élargir la marge de manœuvre budgétaire. Sur la base d'un taux de GST à 7%, les analystes anticipent une hausse des recettes induites de 0,4% du PIB à court terme et jusqu'à 2% à moyen terme. En parallèle, l'instauration d'un forfait payant pour les touristes indiens, bangladais et maldiviens devrait accroître les recettes touristiques à la reprise de la saison⁹. Enfin, le gouvernement cherche désormais à promouvoir les financements internes et développer la dette intérieure, notamment au travers des récentes émissions d'obligations gouvernementales¹⁰.

⁶ Dans le cadre de ces programmes, les exemptions de taux d'intérêts et le soutien aux salaires ont représenté 5,1% et 1,5% du PIB.

⁷ FMI, World Economic Outlook, octobre 2021

⁸ Ces retards s'expliquent par la pénurie de main d'œuvre, majoritairement indienne en raison de la pandémie.

⁹ Les touristes Bangladais, Indiens et Maldiviens étaient jusqu'ici exemptés du paiement du forfait journalier total de 250 USD. Par conséquent, les touristes indiens, la première nationalité de touristes au Bhoutan (73% en 2019⁹), ne représentent que 552 USD de dépenses par personne contre 4200 USD pour les touristes américains (3,7% des touristes). Toutefois, la réforme ne prévoit pour l'instant qu'une contribution partielle portant sur un seul des éléments du permis requis pour les touristes non exemptés : la contribution par nuitée et au titre des *Sustainable Development Fees*, évaluée à environ 15 USD pour les touristes régionaux soit 3,5 M USD de recettes supplémentaires contre 15 M USD si cette contribution avait été établie à 65 USD, comme pour les touristes non exemptés. Si une forme de préférence régionale peut être admise eu égard aux niveaux régionaux, le montant déterminé apparaît faible et l'opportunité manquée.

¹⁰ Le gouvernement a émis quatre obligations dont la première en septembre 2020, ces titres comptent pour 3,4% de la dette bhoutanaise.

Retournement du crédit bancaire

Affecté par la pandémie, le crédit au secteur privé a fléchi, revenant d'une hausse nominale de 13,3% en glissement annuel en 2019/20 à 6,5% en juin 2021, un plus bas depuis cinq ans, en liaison avec la baisse de la demande de crédit et l'aversion au risque, malgré les mesures de soutien de la Banque centrale et du gouvernement¹¹. La contraction de la demande de crédit a été d'autant plus forte dans les secteurs des services et en particulier le tourisme, l'immobilier et la construction, qu'elle concernait des secteurs davantage affectés par la crise et les restrictions sanitaires. Au contraire le crédit aux commerces a progressé, porté par les mesures de soutien de l'Institut d'émission destinées à assurer l'approvisionnement en produits essentiels. La croissance du crédit est ensuite repartie progressivement à 8,9% en novembre 2021/22.

En outre en raison de la crise, la vulnérabilité du secteur bancaire s'est accrue et le taux de PNP a atteint 16,3% en septembre 2020 et 14,1% en septembre 2021 et pourrait encore augmenter alors que les mesures de soutien au crédit sont progressivement levées.

Les conséquences de la pandémie incitent le Bhoutan à trouver d'autres sources de financement

Alors qu'une des activités principales, le tourisme, s'est vu arrêtée par la pandémie et que le dynamisme de l'activité hydroélectrique est incertain, le Bhoutan doit, en accord avec son objectif à moyen terme d'entrer dans la catégorie des pays à revenu intermédiaire, parvenir à diversifier son économie et se détacher progressivement de l'aide multilatérale, le passage dans cette catégorie impliquant un resserrement des conditions de financement des bailleurs.

La première piste à moyen terme serait de relancer les investissements, en particulier dans les infrastructures, alors que ces derniers diminuent de 29% en 2019/20 et devraient continuer à diminuer de 8,1% en 2020/21¹², ceci malgré une épargne certes équivalente à 27,2% du PIB en 2020/21 contre 14,4% en 2019/20, mais résultant principalement du développement d'une épargne de précaution. En parallèle le développement du secteur privé doit être encouragé pour mener à la diversification de l'économie, à la création d'emplois, insuffisants dans le secteur hydroélectrique et à l'élargissement des assiettes fiscales, dans un contexte où près de 90% de l'emploi est informel¹³. Le développement du secteur privé passe entre autres par une ouverture plus importante de l'économie bhoutanaise aux IDE.

A ce sujet, les derniers développements sont mitigés, la valeur des projets d'IDE a augmenté de 80% en 2020 avec l'informatique avec les ferro-alliages comme premiers secteurs concernés mais elle se réduit de 60% en 2021 et l'attractivité bhoutanaise repose là encore majoritairement sur l'Inde à l'origine de 47% des IDE suivie par Singapour (19%) et la Thaïlande (11%). Selon le ministère des affaires économiques, le secteur hôtelier reste le secteur ayant reçu le plus d'IDE jusqu'à présent, avec 38%, suivi par les technologies de l'information et de la communication (22%).

¹¹ Le gouvernement et la Banque centrale ont lancé plusieurs programmes de soutien au crédit dont : (i) *National Credit Guarantee Scheme* (NCGS) en soutien aux prêts des PME et (ii) *National Resilience Fund* qui finance la renonciation partielle aux paiements des intérêts et le report des échéances de remboursement par des détenteurs de prêts

¹² Données Banque mondiale.

¹³ [Covid-19 and social protection in South Asia](#), UNICEF et l'OIT, septembre 2020

ANNEXES

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

Année budgétaire finissant fin juin	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Croissance du PIB	3,6	4,0	6,2	7,4	6,3	3,8	4,4	-2,4	-3,7	4,4
En % de PIB										
Investissement	56,4	49,2	51,1	53,2	52,5	47,6	40,4	34,7	34,4	40,1
Epargne	35,2	24,4	25,8	25,9	29,1	25,2	17,4	12,9	16,1	29,5
Recettes publiques	31,0	34,5	29,6	30,7	28,0	31,9	24,3	31,2	33,8	28,7
Dépenses publiques	36,0	31,8	30,1	33,2	32,8	33,5	25,9	33,1	40,1	38,8
Déficit	-5,0	2,7	-0,5	-2,5	-4,8	-1,6	-1,6	-1,9	-6,3	-10,2
Déficit primaire	-2,4	4,6	1,1	-1,0	-3,5	-0,3	-0,7	-1,5	-5,3	-8,8
Dette publique	96,8	98,8	98,6	112,4	111,7	113,4	106,5	131,2	134,9	133,5

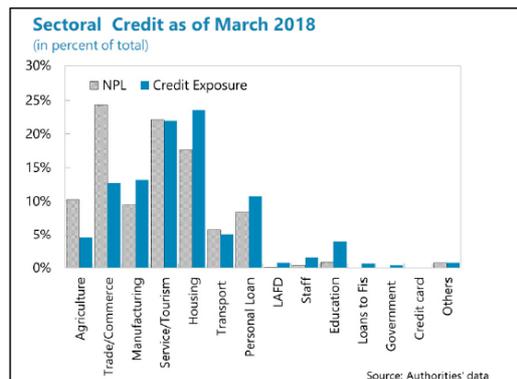
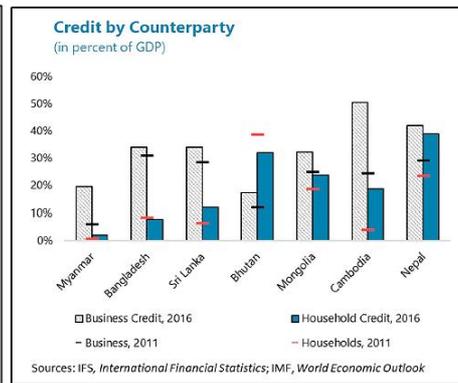
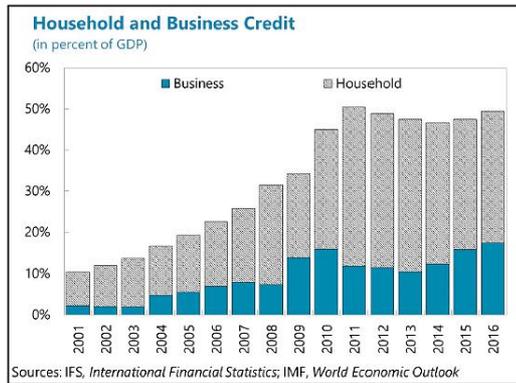
Annexe n°2 : Chiffres des budgets bhoutanais depuis 2013/14

M USD	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Recettes publiques	406	389	452	458	595	429	649	659
Recettes fiscales	174	198	214	233	288	269	283	325
Recettes non fiscales	76	73	88	86	108	96	209	139
Subventions étrangères	153	107	160	140	187	62	155	190
<i>dont gouvernement indien</i>	<i>115</i>	<i>71</i>	<i>115</i>	<i>106</i>	<i>148</i>	<i>32</i>	<i>126</i>	<i>137</i>
Dépenses	372	392	480	537	629	485	711	739
Dépenses courantes	193	226	246	260	307	312	424	440
<i>dont dépenses d'intérêt</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>21</i>	<i>22</i>	<i>17</i>	<i>40</i>	<i>41</i>
Dépenses d'investissement	179	166	234	278	322	172	287	299
Recettes publiques (% des différentes composantes dans le total)								
Recettes fiscales	43%	51%	47%	51%	48%	63%	44%	49%
Recettes non fiscales	19%	19%	19%	19%	18%	22%	32%	21%
Subventions étrangères	38%	27%	35%	30%	31%	14%	24%	29%
<i>dont gouvernement indien</i>	<i>28%</i>	<i>18%</i>	<i>26%</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>	<i>8%</i>	<i>19%</i>	<i>21%</i>
Dépenses (% des différentes composantes dans le total)								
Dépenses courantes	52%	58%	51%	48%	49%	64%	60%	59%
<i>dont dépenses d'intérêt</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>3%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>
Dépenses d'investissement	48%	42%	49%	52%	51%	36%	40%	41%

Annexe n°3 : Indicateurs de la dette publique bhoutanaise, FMI, décembre 2021 et montants des emprunts extérieurs annuels (M USD)

M USD	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
BAaD	45%	42%	43%	41%	42%	43%	45%
Banque mondiale	28%	31%	33%	37%	40%	40%	41%
JICA	6%	7%	6%	6%	6%	5%	5%
IFAD	6%	6%	6%	5%	5%	5%	4%
Autriche	14%	12%	11%	9%	7%	5%	4%

Annexe n°4 : Données sur le crédit (Article IV FMI 2018)



Maldives

La période entre 2014 et 2019 est marquée par un accès facilité au crédit au secteur privé, qui progresse fortement mais reste modéré en proportion du PIB. Portés par les fragilités structurelles de l'économie maldivienne, notamment des déficits budgétaire et commercial conséquents tirés par les grands programmes d'investissement voulus par les autorités et financés par la Chine et la consommation du secteur touristique, les ratios d'endettement public, interne et externe, se creusent. Profitant de l'amélioration de sa note souveraine, le pays recourt dès 2017 à l'émission d'obligations souveraines internationales. Le retournement provoqué par la crise sanitaire, qui amplifie les besoins de financement, précipite l'endettement public et fait peser le risque de l'insoutenabilité de la dette. Les bailleurs internationaux restent néanmoins présents, en particulier l'Inde qui est devenu le principal partenaire du pays à la faveur du renversement d'alliance survenu en 2018, et qui contribuent dans une certaine mesure eux-mêmes à ce risque.

Evolution du financement de l'économie de 2014 à 2019

Une forte hausse du crédit au secteur privé, dont le volume reste néanmoins modeste

La période qui s'écoule entre fin 2013 et fin 2019 est caractérisée par la disponibilité du crédit, tiré par la croissance soutenue et l'alimentant à son tour. Les prêts et avances accordés par les banques et autres sociétés financières au secteur privé progressent de près de 10% par an. Rapporté au PIB, le crédit au secteur privé reste néanmoins modeste : après un recul l'ayant ramené de 31,0% à 28,5% du PIB en 2014, il croît jusqu'à 31,6% du PIB jusqu'en 2019. La part des banques commerciales, très majoritaire, se réduit de 93,2 à 90,9% du total au profit des autres sociétés financières. Les prêts en monnaie locale progressent nettement plus vite que les prêts en devises sur la période et deviennent majoritaires.

La qualité des bilans des institutions collectrices de dépôts s'améliore. Le ratio d'adéquation des fonds propres, élevé, passe de 41,1% à 46,4% sur la période et le ratio de prêts non performants de 17,2% du total à 9,4%. Les indicateurs de rentabilité des actifs et financière se dégradent : les ROA et ROE passent de 6,6 à 4,6% et de 23,5 à 13,3% respectivement.

L'endettement public tant interne qu'externe progresse rapidement, avec l'émission des premières émissions obligataires internationales

Les Maldives maintiennent un niveau de dépenses publiques élevé entre 2014 et 2019 (de 29,1 à 37,6% du PIB entre 2014 et 2016, avant une chute à 30,8% du PIB en 2017 et une reprise jusqu'à 33,6% du PIB en 2019), qui alimentent notamment des dépenses en investissement massives (jusqu'à 13,6% du PIB en 2016), en particulier dans les infrastructures (transport routier, aérien et maritime, accès à l'eau, dans le cadre du Public Sector Investment Program). Le gouvernement introduit aussi une Green Tax en 2016 qui permet de financer les dépenses du Green Climate Fund pour la résilience climatique.

Les recettes publiques, qui oscillent entre 26 et 27% du PIB sur la période, ne compensent pas le niveau des dépenses. Le déficit budgétaire, à 5,6% du PIB en moyenne sur la période, nécessite un recours à l'endettement public significatif. L'encours de créances sur l'Etat détenues par les acteurs domestiques double presque entre fin 2013 et fin 2019 (de 16,9 à 32,3 Mds MVR), marqué par un recours massif aux instruments obligataires de court terme (bons du Trésor, instruments islamiques), achetés par les banques commerciales et autres sociétés financières, ainsi que de long terme (obligations du Trésor) achetés par la Banque centrale (en 2015 surtout) et autres sociétés financières.

La période est également caractérisée par un creusement considérable du déficit courant dès 2015 et surtout 2016, qui atteint -26,6% du PIB en 2019 (contre -3,2% en 2014) : la forte progression des importations de biens et services, notamment tirées par les programmes d'investissement et la

consommation du secteur touristique, tandis que les exportations (services et, essentiellement, produits de la pêche) stagnent ou décroissent, mais aussi le creusement des déficits des soldes primaires et secondaires, tirés par les revenus d'investissement et les transferts de devises, y contribuent. Le recours aux crédits-acheteurs permet aussi à l'Etat et aux entreprises publiques de financer les projets d'investissement. Dès lors, l'endettement externe de l'Etat maldivien et des entreprises publiques croît de manière significative. En 2017, les Maldives émettent notamment leurs premières obligations internationales (250 MUSD, puis encore 100MUSD en 2018) et les créanciers obligataires détiennent d'un coup 22,8% de la dette externe de l'Etat (24,4% en fin de période). Coûteuses, ces obligations internationales sont caractérisées par des échéances relativement courtes (le Sunny Bond de 200MUSD émis en 2017 devait ainsi expirer en 2022).

Entre 2015 et 2019, la dette de l'Etat passe ainsi de 52,8% du PIB à 62,9% du PIB. Sa part externe progresse de 30,7% à 40,6% du total (16,2 à 25,6% du PIB). Sur la même période, la dette garantie progresse de 2,3 à 15,9% du PIB et devient quasiment intégralement externe (de 30,7% à 92,8% du total, 0,7% à 14,8% du PIB).

Des financements externes importants sur la période, avec la montée en régime des acteurs chinois

Les IDE aux Maldives sont significatifs, avec 510 MUSD de flux entrants annuels en moyenne sur la période. Globalement à la hausse, ils connaissent même un pic à 961 MUSD en 2019 (17,2% du PIB). Ces flux accompagnent les grands projets des bailleurs et du gouvernement maldivien notamment dans le secteur touristique, dont le leasing de plusieurs îles pour développer des resorts. Ils sont néanmoins insuffisants pour financer le déficit courant.

Les flux entrants d'investissements de portefeuille peuvent être assez significatifs, mais leur moyenne annuelle (4,3% du PIB) est surtout tirée par les investissements dans des titres de dette souveraine en 2017 et non-souveraine en 2019.

La présence des bailleurs internationaux aux Maldives est assez prononcée entre 2014 et 2019, dans la mesure où les enjeux climatiques se posent désormais avec acuité. L'encours de la dette externe multilatérale qui a eu tendance à baisser entre fin 2013 et fin 2016 (de 323 à 255 MUSD), progresse à nouveau depuis, jusqu'en 2019 (317 MUSD). La part des bailleurs multilatéraux (Banque mondiale, BAsD, Banque de développement islamique, BEI, Fonds OPEC pour le développement international) baisse ainsi significativement dans le total de la dette externe de l'Etat, de 43,3% fin 2013 à 22,1% fin 2019. Sur la période, leurs nouveaux engagements concernent les ports, la fourniture d'eau potable et l'assainissement (2014), des projets de traitement des déchets ou de développement urbain (2015), l'énergie renouvelable et le développement de l'aéroport international Ibrahim Nasir (2016), la gestion des finances publiques (2018 et 2019), l'emploi des jeunes (2019).

La part des bailleurs bilatéraux est en forte hausse entre 2014 et 2016, essentiellement du fait des crédits-acheteurs accordés par l'Eximbank chinoise, avant de diminuer en fin de période. L'Eximbank chinoise remplace dans la ventilation de la dette externe bilatérale les autres créanciers, dont l'encours de créances a tendance à décroître en valeur absolue. Parmi ceux-ci, ce sont les fonds de développement des Etats du Golfe (Abu Dhabi, Koweït, Arabie saoudite) qui s'engagent le plus sur la période, dans des projets de fourniture en eau, de production d'énergie, de développement urbain, de modernisation des aéroports ou de protection des côtes. Les autorités maldiviennes font alors preuve d'une orientation plutôt pro-chinoise. L'Eximbank chinoise s'engage sur la période à financer des méga-projets comme l'expansion et la modernisation de l'aéroport international Ibrahim Nasir à Hulhulé (2015) et le pont de l'amitié qui relie Malé, Hulhulé et Hulhumalé (2016).

Les Maldives sont par ailleurs le théâtre de l'opposition stratégique entre l'Inde et la Chine, et les engagements de l'Eximbank chinoise, devenue le premier détenteur de la dette externe maldivienne, en restent là par la suite, alors que l'orientation des nouvelles autorités maldiviennes devient pro-

indienne après les élections de 2018. L'Eximbank indienne, dès mars 2019, propose une ligne de crédit de 800 MUSD. La RBI conclut en 2019 un accord de *swap* de 400 MUSD avec la Banque centrale maldivienne (Maldives Monetary Authority). La First Abu Dhabi Bank s'engage également en 2018 dans l'intégration éducative et sportive des jeunes femmes (projet *Ishraq*, 100 MUSD).

Plusieurs projets financés par des crédits aux entreprises publiques maldiviennes fournis par des banques de développement (Eximbank, China Development Bank) et banques commerciales chinoises (ICBC, BoC) dans les routes, les aéroports, les logements sociaux et l'énergie et par l'Eximbank indienne, dans les routes, bénéficient de la garantie souveraine.

Un endettement public et des risques sur la soutenabilité de la dette accrus suite à la pandémie

Le crédit au secteur privé ne ralentit pas significativement avec la crise, et la qualité des actifs semble se maintenir

Le PIB des Maldives, extrêmement dépendant des activités touristiques, connaît une chute spectaculaire de 33,5% en 2020 du fait de la pandémie et de l'interruption des voyages internationaux. Le crédit poursuit sa trajectoire haussière et permet de soutenir le secteur privé, notamment porté par une réduction des taux directeurs de 250 points de base en 2020. Les prêts et avances progressent de 9,9% en 2020, avant un ralentissement à 4,9% en 2021 en partie provoqué par une remontée des taux sur les prêts en *rufiyaa*. Le crédit au secteur privé atteint ainsi 52,0% du PIB en 2020, le ratio étant significativement accentué par la baisse du dénominateur, puis 40,8% du PIB en 2021. Le crédit fourni par les banques commerciales aux entreprises publiques, qui augmente de 113,2% entre fin 2019 et fin 2021 à 2,7 Mds MVR, fournit un soutien spécifique à ces dernières pendant la crise.

Les ratios et indicateurs de la qualité des actifs des banques ne laissent pas transparaître une aggravation particulière. Le ratio d'adéquation des fonds propres se maintient à 46,3% en 2020 puis 47,3% en 2021. Le taux de PNP décroît successivement à 8,2% puis 6,7%, presque intégralement provisionnés. La performance économique des institutions de dépôt est moindre en 2020 (ROA à 2,5% et ROE à 7,5%) mais la reprise économique se caractérise par une très forte hausse de ces indicateurs en 2021 (ROA à 6,1% et ROE à 20,9%).

La crise provoque une forte dégradation des ratios d'endettement public, et pose la question de la soutenabilité de la dette

La pandémie a provoqué une chute massive des entrées de touristes, répercutée dans la chute des recettes publiques, alors que les dépenses se maintenaient (le solde budgétaire atteignait -23,5% du PIB en 2020), et a contribué à un maintien en valeur absolue du déficit courant qui, en proportion du PIB, a atteint un niveau record en 2020 (-35,6%). Les besoins de financement, interne et externe, ont ainsi atteint des niveaux sans précédent, avant de diminuer en 2021. Les créances obligataires des acteurs domestiques sur l'Etat ont augmenté de 31,3% en 2020 puis de 16,6% en 2021, la Banque centrale a avancé plus de 3,7 Mds MVR (240 MUSD) à l'Etat et étendu la date limite de cette facilité. Les Maldives ont dû recourir à des émissions coûteuses d'obligations islamiques internationales, les *Sukuk*, pour 500 MUSD en 2021, qui ont permis le règlement anticipé de 76,8% d'un Eurobond de 250 MUSD arrivant à échéance mi-2022. Le soutien de l'Inde (deux lignes de *swap* notamment accordées par la Banque centrale indienne à la Banque centrale des Maldives, de 150 M en avril et 250 M USD en décembre 2020) permet en complément de maintenir le niveau des réserves à quelque 800 MUSD en décembre, soit près de quatre mois d'importations. Mais ces soutiens, en particulier le recours à des financements sur les marchés internationaux, sont coûteux. Par ailleurs, les Maldives ont bénéficié de l'initiative ISSD, qui a permis une suspension temporaire d'une partie du service de la dette (32,5 MUSD au S1 2021).

La contraction massive du PIB en 2020 se reflète dans les ratios d'endettement public, qui ont explosé sur l'année : la dette de l'Etat atteint 115,7% du PIB (à 37,5% externe, 40,9% du PIB) en 2020, la dette publique incluant la dette garantie s'élevant à 150,3% du PIB. Si l'année 2021 marque une baisse, à 103,8% du PIB (à 39,4% externe, 20,9% du PIB) et 122,2% du PIB respectivement, les ratios consacrent une hausse très nette, aussi en valeur absolue, de l'endettement public par rapport à l'avant-crise.

Ainsi, si le gouvernement a pour objectif de réduire la dette à 100% du PIB en 2024 sans avoir recours à une restructuration dans le cadre du *Common framework*, le FMI en juge néanmoins la dynamique insoutenable.

Les bailleurs restent mobilisés pendant la crise, mais leur apport pèse aussi sur les finances publiques

Les années 2020 et 2021 sont marquées par un retour notable des bailleurs internationaux. La dette multilatérale progresse en 2020 de 317 MUSD à 412 MUSD, et reste stable à 418 MUSD en 2021. De nombreux créanciers (Banque mondiale, BEI, BAsD, Banque de développement islamique, mais aussi BAII) ont mobilisé des facilités de prêt Covid-19. Les engagements se poursuivent dans les secteurs déjà évoqués, mais aussi en soutien au programme d'investissement public maldivien (Fonds OPEP), dans le secteur agroalimentaire (IFAD), ou la valorisation énergétique des déchets (BAsD, AIIB). L'accent est particulièrement mis sur le secteur des énergies renouvelables.

La dette bilatérale est également en hausse entre 2019 et 2021. Les engagements incluent toujours les acteurs du Golfe (ports et pêche, logement, aéroports, gestion des déchets), ainsi que la JICA (5MUSD dans le cadre du soutien Covid). L'Eximbank indienne s'est engagée à hauteur de 400 MUSD dans le Greater Malé Connectivity Project fin 2020, projet complété par un don indien de 100 MUSD, a conclu un accord pour une ligne de crédit de 50 MUSD et a fourni un prêt de 40 MUSD pour développer les infrastructures sportives.

Les Maldives, influentes sur la scène internationale à travers la voix du ministre des affaires étrangères, élu Président de l'AG des Nations Unies, et membre de l'alliance des petits Etats insulaires, prennent souvent la parole sur la thématique du changement climatique et du danger existentiel qu'il représente pour le pays. Les autorités sollicitent régulièrement une aide internationale pour les efforts d'adaptation et de mitigation des Etats en développement, qu'elles jugent en l'état insuffisante.

ANNEXES

Annexe n°1 : Evolution du cycle du crédit

%	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ratio d'adéquation des fonds propres	41,1	44,5	41,5	44,6	44,9	44,7	45,4	46,3	47,3
Taux de PNP	17,2	17,5	13,6	10,5	9,7	8,9	9,4	8,2	6,7
ROA	6,6	5,8	4,9	6,3	5,0	5,7	4,6	2,5	6,1
ROE	23,5	20,4	17,2	20,4	15,0	15,9	13,3	7,5	20,9

Annexe n°2 : Financement de l'économie par les dépenses publiques et l'endettement

%PIB	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Recettes publiques et dons	23,5%	26,7%	27,4%	27,6%	27,7%	26,5%	26,9%	27,1%	27,6%
Dépenses publiques	27,0%	29,1%	34,0%	37,6%	30,8%	32,5%	33,6%	49,9%	42,2%
<i>Courantes</i>	22,9%	24,5%	26,5%	24,0%	20,4%	22,0%	24,8%	35,1%	31,1%
<i>Investissement</i>	4,1%	4,5%	7,5%	13,6%	10,3%	9,2%	8,8%	14,6%	11,7%
Solde primaire	-1,6%	-0,7%	-4,4%	-8,2%	-1,6%	-2,9%	-4,9%	-19,8%	-12,5%
Solde public	-3,5%	-2,4%	-6,5%	-10,0%	-3,1%	-5,3%	-6,7%	-22,6%	-15,3%
Dette publique (y compris garantie)	n.c.	n.c.	55,0%	64,5%	64,5%	73,9%	78,8%	150,3%	122,2%
Dette de l'Etat central									
Domestique	n.c.	36,2%	36,6%	39,2%	37,1%	33,9%	37,4%	72,3%	62,9%
Externe	22,7%	18,9%	16,2%	17,7%	23,1%	25,2%	25,6%	43,4%	41,0%
Dette garantie									
Domestique	n.c.	n.c.	1,6%	4,5%	3,3%	2,1%	1,1%	1,5%	0,8%
Externe	n.c.	n.c.	0,7%	3,1%	1,1%	12,7%	14,8%	33,1%	17,5%

Annexe n°3 : IDE et investissements de portefeuille

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Flux entrants IDE (M USD)	333,4	298,0	456,6	457,8	575,7	961,0	440,7	443,5
Flux entrants IDE (%PIB)	9,0%	7,3%	10,5%	9,7%	10,9%	17,2%	11,8%	8,9%
Flux entrants IP (M USD)	-2,0	127,5	-127,2	456,9	106,3	778,5	88,9	307,0
Flux entrants IP (% PIB)	-0,1%	3,1%	-2,9%	9,6%	2,0%	13,9%	2,4%	6,1%

		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-	Négative	A4	B
Bangladesh	Ba3	Stable	BB-	Stable	BB-	Stable	C	D
Pakistan	B3	Négative	B-	Stable	B-	Stable	D	D
Sri Lanka	Caa2	Stable	CCC	Négative	CCC	-	C	B
Maldives	Caa1	Stable	-	-	B-	Stable	C	C

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.
Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations : www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international