



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

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Direction générale du Trésor

LES NOUVELLES ÉCONOMIQUES DE L'EURASIE*

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE REGIONAL
DE MOSCOU

N° 16 – du 21 au 25 juin 2021

Sommaire

Zoom : l'inflation en Russie

❖ ZONE EURASIATIQUE

- Transferts de fonds des travailleurs établis en Russie

❖ RUSSIE

- Nouvelle consultation de la Banque de Russie sur la réglementation des écosystèmes numériques
- Crédits bancaires aux PME
- Production industrielle en mai
- Dette souveraine

❖ UKRAINE

- Révision PIB T1 2021
- Ventes de détail

❖ BIÉLORUSSIE

- Sanctions
- Balance des paiements

❖ MOLDAVIE

- Envois de fonds des travailleurs

❖ OUZBEKISTAN

- Émission d'obligations
- Uralmashzavod remporte un grand contrat minier
- L'Ouzbékistan est désormais un acheteur de gaz
- Production industrielle

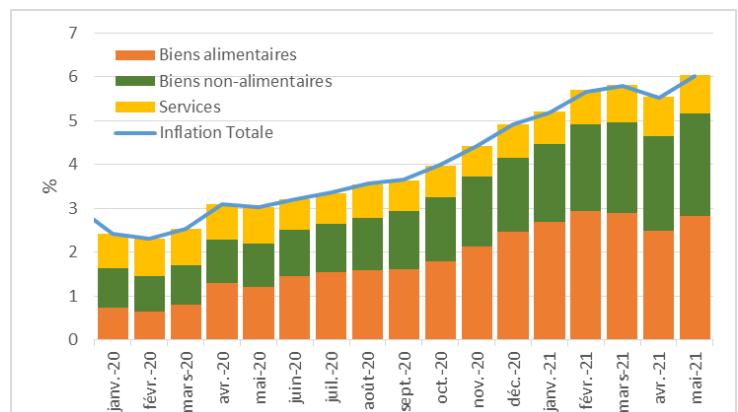
* Cette publication couvre les pays suivants: Russie, Biélorussie, Ukraine, Moldavie, Arménie, Kazakhstan, Ouzbékistan, Kirghizstan et Tadjikistan.

Zoom de la semaine : Inflation en Russie

La Russie comme de nombreux pays développés ou émergents, connaît depuis 2020 une remontée très forte de l'inflation. La Banque de Russie, dont l'objectif unique est de préserver la stabilité des prix (définie comme une progression de l'inflation de 4% sur le moyen terme) a dans ce contexte opté pour une politique monétaire agressive en remontant rapidement et fortement (125 points de base en l'espace de 4 mois) ses taux directeurs. Alors que la poussée inflationniste est a priori temporaire, la réaction de la Banque de Russie s'explique par sa volonté d'ancrer les anticipations des agents économiques et de préserver sa crédibilité.

1/ L'inflation est en augmentation en Russie depuis mi 2020. L'inflation en Russie est sur une tendance haussière depuis environ un an et se situe désormais, à 6% en mai 2021, très au-dessus de la cible de la Banque de Russie (4%). La reprise de l'inflation a débuté en juin 2020, avec une accélération notable à partir du mois d'octobre 2020 (graphique 1).

Graphique 1. Inflation totale (%) et contributions de ses composantes (points de %)



2/ La Banque de Russie a été depuis le début de la résurgence de l'inflation systématiquement surprise par les développements effectifs de l'indice général des prix. En octobre 2020, elle tablait sur une inflation en fin d'année comprise entre 3,9 et 4,2% en glissement annuel ; l'inflation effective est ressortie à 4,9%. A cette époque, ses prévisions d'inflation pour 2021 (toujours pour la fin d'année) étaient de 3,5-4%. Depuis lors, la Banque de Russie a rehaussé à deux reprises ses prévisions d'inflation, légèrement en février 2021 (de +0,2 point à 3,7-4,2%) et très significativement en avril 2021 (de +1 point à 4,7-5,2%). Alors que la Banque centrale considérait en mars 2021 que l'inflation était à cette date « proche de son pic », elle a ajusté son discours en avril 2021 indiquant que

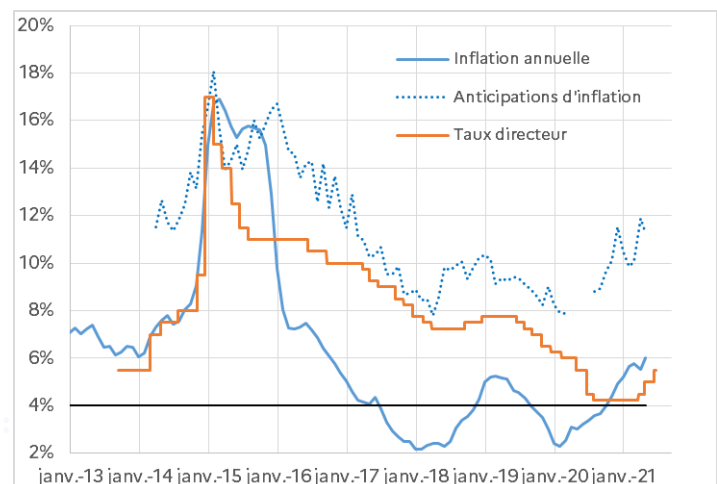
le taux d'inflation resterait sur un plateau d'ici à la fin du premier semestre 2021, avant de décroître. A l'issue de sa réunion de juin 2021, elle n'a pas fourni d'indications en matière de trajectoire infra-annuelle. En revanche, elle a décalé l'horizon de retour de l'inflation à sa cible de 4%, qui est passé du premier au second semestre 2022. Il est ainsi assez probable que la Banque de Russie revoit une nouvelle fois ses prévisions d'inflation le 23 juillet prochain, à l'occasion de sa prochaine décision de politique monétaire.

3/Le diagnostic de la Banque de Russie sur l'inflation a sensiblement évolué au fil des mois. Alors que fin 2020/début 2021, l'analyse pointait plutôt vers des facteurs d'ordre exogène, lié au taux de change et aux cours mondiaux des matières premières, notamment alimentaire, le discours de la Banque centrale est actuellement axé sur une inflation tirée par une demande interne dynamique face à une offre inélastique dans le contexte post-pandémique.

4/La Banque de Russie a procédé à trois hausses de taux directeurs depuis le mois de mars 2021 et a annoncé explicitement que des hausses supplémentaires suivraient (graphique 2). Alors que l'année 2020 avait été

marquée par un assouplissement exceptionnel de l'orientation de la politique monétaire, le taux directeur principal atteignant un plus bas historique à 4,25%, la Banque de Russie a fait le choix de remonter ses taux en mars 2021 (de 25 points de base), avril 2021 (50 points de base) et juin 2021 (50 points de base). Lors de cette dernière réunion, une hausse de 100 points de base a été discutée mais écartée par le Conseil d'administration de la Banque. La Banque de Russie a par ailleurs été inhabituellement explicite s'agissant de ses décisions à venir, indiquant qu'elle considérait comme « nécessaires » des hausses de taux lors de ses réunions à venir. Une hausse du taux directeur principal de 25 points de base *a minima* devrait intervenir le 23 juillet prochain.

Graphique 2. Inflation et taux directeur de la Banque de Russie (%)



5/Plusieurs facteurs laissent penser que la poussée inflationniste n'est que temporaire. Premièrement, la situation de surchauffe de l'économie en phase de reprise, mise en avant par la Banque centrale, est probablement temporaire.

Comme dans de nombreuses économies, un rattrapage de demande s'est opéré du fait de l'accumulation d'une épargne forcée causée par la crise du Covid ; de même, une déformation provisoire de la structure de la demande est à l'œuvre en raison par exemple du développement du télétravail ou des restrictions de mobilité internationale. Par ailleurs, la demande des ménages a été fortement alimentée par du crédit, notamment à la consommation, et le service de la dette des ménages, en proportion de leurs revenus, atteint des niveaux record depuis que cet indicateur est mesuré (2012). Cela a d'ailleurs poussé la Banque de Russie à ajuster certains paramètres de son cadre macro-prudentiel pour contrôler ce processus, qui n'est pas soutenable. **Deuxièmement, le risque de déclenchement d'une spirale inflationniste prix/salaires est pour le moment limité.** En effet, le rétablissement du marché du travail a été rapide mais il demeure incomplet : le

taux de chômage au sens du BIT ressort à 5,2% en avril 2021 contre un pic à 6,4% en août 2020 mais un niveau pré-crise de 4,7%. Les salaires nominaux sont dynamiques (+7% en moyenne au premier trimestre 2021, en glissement annuel) mais leur rythme de progression reste en ligne avec ce qui prévalait avant la crise. **Néanmoins, d'autres facteurs pourraient renforcer les risques inflationnistes.** D'un côté, la situation épidémique en Russie et dans le reste du monde risque de limiter pendant l'été les possibilités de voyages de russes et donc de dépenses à l'étranger ; d'un autre, le gouvernement, dans un contexte de cours du pétrole élevé (et d'élections parlementaires en septembre 2021) dispose de marge de manœuvre pour accroître la dépense publique.

6/ Néanmoins, la Banque de Russie agit préventivement car elle craint un désancrage des anticipations d'inflation et veut préserver sa crédibilité. La Banque de Russie craint le déclenchement d'une spirale auto-entretenu qui viendrait d'un désencrage des anticipations des agents économiques. Les anticipations d'inflation des ménages (à horizon 12 mois), qui étaient de l'ordre de 8% avant la crise, sont actuellement proche de 12%. Dans cette économie qui a connu, y

compris sur la période récente (en 2015 par exemple) des taux d'inflation à deux chiffres, la Banque centrale souhaite agir préventivement pour préserver l'ancrage nominal. **L'enjeu pour la Banque de Russie est aussi de maintenir sa crédibilité auprès des marchés.** Les anticipations d'inflation «implicites» extraites des obligations OFZ indexées sont pour l'instant stables. Il est important pour la Banque de Russie de maintenir ces anticipations ancrées pour prévenir une augmentation des taux d'intérêt longs, ce qui aurait des conséquences sur les conditions de financement de l'économie et notamment de l'Etat (de surcroît dans un contexte les conditions d'émission sont contraintes par les sanctions internationales). On observe que les anticipations des prévisionnistes professionnels sont pareillement stables et en ligne avec les prévisions de la Banque centrale : pour l'année 2021, le consensus Bloomberg prévoit une inflation de 4,5% (en mai dernier, stable par rapport à avril) ; de même les économistes interrogés par la Banque de Russie en mai dernier tablent sur une inflation de 4,9% (médiane).

Zone eurasiatique

Transferts de fonds des particuliers depuis la Russie vers les pays de la CEI

La Banque de Russie a publié le montant des transferts transfrontaliers des particuliers depuis la Russie vers d'autres pays de la CEI au 1^{er} trimestre 2021. Ces transferts sont notamment en hausse pour l'Ouzbékistan et le Kirghizstan, mais en baisse pour la Biélorussie, la Moldavie, l'Arménie et le Tadjikistan.

M USD	T1 2020	T1 2021	Variation annuelle
Ouzbékistan	759,2	966,6	27,30%
Kirghizstan	358,5	407	13,50%
Tadjikistan	359,1	329	-8,40%
Arménie	169,2	150,7	-10,90%
Moldavie	66,4	63,6	-4,20%
Biélorussie	59,7	66,7	-1,80%

Russie

Nouvelle consultation de la Banque de Russie sur les écosystèmes numériques

A l'issue de la première phase de sa consultation publique portant sur les écosystèmes numériques – qui a pris fin le 1^{er} juin dernier - la Banque de Russie vient de publier [un nouveau document consultatif](#) en matière de réglementation des écosystèmes numériques. Cette seconde consultation porte cette fois exclusivement sur la réglementation des entités bancaires opérant comme fournisseurs de services numériques (comme par exemple SBER

ou Tinkoff Bank). Le document consultatif propose plusieurs approches dont une approche flexible permettant aux banques de développer des écosystèmes tout en couvrant les risques de manière adéquate avec des fonds propres. Les réponses sont attendues d'ici au premier septembre 2021. La préparation du texte devrait ensuite prendre au plus deux ans et la mise en œuvre de ce nouveau cadre se ferait progressivement, sur une période de 3 à 5 ans.

Crédits aux petites et moyennes entreprises

Selon la [Banque de Russie](#), l'encours total de crédits bancaires aux PME s'établit à 6 252,2 Md RUB au 1^{er} mai 2021 (72,4 Md EUR), soit une progression de 24,8% en glissement annuel¹ et de 1,4% au mois le mois. A cette même date, l'encours des prêts en arriérés de paiements représentent 10,3% du total contre 11,6% un an plus tôt. Sur le mois d'avril 2021, les flux de prêts accordés ont été majoritairement dirigés vers les secteurs des ventes de détail et de gros (40,5% du total), de l'industrie manufacturière (13,7%) et de la construction (11,8%). Le taux d'intérêt moyen pondéré servi aux PME est ressorti en avril à respectivement 8,27% et 7,46% pour les maturités courtes (inf. à un an) et longues (sup. à un an) contre 9,86% et 9,92% un an plus tôt. Pour mémoire, la stimulation des crédits aux PME fait partie des objectifs actuels des autorités, avec l'annonce récente de la mise en place d'un dispositif de garantie publique destiné à cette catégorie d'emprunteurs, dont l'objectif est de permettre l'octroi de 600 Md RUB (6,9 Md EUR) de prêts d'ici à 2024.

Production industrielle en mai

Selon Rosstat, la production industrielle a augmenté de 11,8% en mai 2021 en g.a. contre

¹ Contre une progression de 11,6% en glissement annuel s'agissant de l'encours total de prêts aux entreprises non financières.

une hausse de 7,6% en avril en g.a. (chiffre revu à la hausse, +0,4 point par rapport aux premières estimations). Le secteur extractif enregistre une progression de 12,4% en ga en mai, contre une baisse de 2,4% le mois précédent, du fait d'un effet de base favorable, les restrictions de l'accord OPEP+ d'avril 2020 étant entrées en vigueur le mois d'après. Sur janvier-mai 2021, la production industrielle globale a ainsi augmenté de 3,2% en g.a. Sur cette même période, la progression atteint 6% pour l'industrie manufacturière.

La dette publique est de 16,6% du PIB début juin 2021

Selon le Ministère des finances, la dette publique interne a augmenté de 41,6% au 1er juin 2021 en g.a. et atteint 15 258 Md RUB (208,2 Md USD), soit 13,2% du PIB programmé dans le budget fédéral pour 2021. La dette publique externe atteignait 3,4% du PIB prévisionnel, soit 58,1 Md USD au 1er juin 2021, en hausse de 14,1% en g.a.

Ukraine

Révision à la baisse de l'évolution du PIB au premier trimestre 2021

L'agence de statistiques a révisé à la baisse le chiffre de la croissance du PIB au 1er trimestre 2021 de -2% en g.a. à -2,2% en g.a. Du côté de la demande, cette contreperformance, malgré une base assez faible (-1,2% en g.a. au premier trimestre 2020 en g.a.) s'explique notamment par le recul de l'investissement en capital fixe (-7,8% en g.a.), que la bonne tenue de la consommation finale (+4,4% en g.a.) des ménages permet de compenser. En matière de production, la baisse est surtout marquée dans les secteurs de la construction (-12,7%), des transports et stockage (-8,3%), des arts et divertissements (-5,5%), de l'agriculture (-4,8%) et de la production industrielle (-2,8%). Certains secteurs étaient toutefois en croissance, notamment : la finance

et l'assurance (+9,6%), l'immobilier (+4,4%), la santé et le travail social (+4,2%) et les télécommunications (+4,8%).

Ventes de détail

Les ventes de détail ont augmenté de 22,7% en g.a en mai 2021. Sur janvier-mai 2021, l'augmentation s'est élevée à 14,3% en g.a. Comme au cours du premier trimestre 2021 et des années précédentes, la consommation semble donc rester le principal moteur de l'activité en Ukraine.

Biélorussie

Sanctions

L'Union européenne a placé sous sanctions 78 personnes, 8 entités (notamment BelAZ et MAZ) et 7 secteurs de l'économie biélorusse à partir du 25 juin 2021. Les personnes physiques placées sous sanctions sont essentiellement des officiels et dirigeants d'entreprises publiques biélorusses. Elles comptent également un milliardaire russe, Mikhaïl Goutseriev, dont la fortune est estimée à environ 2,5 Md USD avec des parts significatives dans Russneft (22,4%), Neftisa (68%) et des actifs immobiliers. Les sanctions sectorielles comprennent notamment l'interdiction de vendre, de fournir, de transférer ou d'exporter, directement ou indirectement, à quiconque en Biélorussie, des équipements, des technologies ou des logiciels destinés à être utilisés essentiellement pour la surveillance ou l'interception de l'internet et des communications téléphoniques, ainsi que des biens et technologies à double usage pour un usage militaire et à des personnes, entités ou organismes déterminés en Biélorussie. Le commerce des produits pétroliers, du chlorure de potassium ("potasse") et des biens utilisés pour la production ou la fabrication de produits du tabac fait l'objet de restrictions. En outre,

l'accès aux marchés des capitaux de l'UE est soumis à des restrictions et la fourniture de produits d'assurance et de réassurance au gouvernement biélorusse et aux organismes et agences publics biélorusses est interdite. Enfin, la Banque européenne d'investissement cessera tout décaissement ou paiement dans le cadre de contrats existants liés à des projets dans le secteur public, et de contrats de services d'assistance technique existants.

Balances des paiements au premier trimestre

Au 1er trimestre 2021, la balance courante a enregistré un déficit de 956 M USD (6,8% du PIB selon la Banque centrale de la République de Biélorussie), contre un déficit de 1,4 Md USD (9,6% du PIB) un an plus tôt. La balance des biens et services est ressortie excédentaire à hauteur de 807 M USD. Le déficit courant provient ainsi essentiellement du déficit de la balance des revenus primaires (flux liés aux revenus des facteurs de production, capital et travail) qui atteint 1,9 Md USD au premier trimestre soit 13,8% du PIB.

En outre, au premier trimestre 2021, le compte financier a enregistré des entrées nettes de capitaux de 735 M USD (contre 1,8 M USD au premier trimestre 2020) dont des entrées nettes d'investissements directs étrangers de 1,3 Md USD (1,4 Md USD au premier trimestre 2020).

Moldavie

Envois de fonds des travailleurs

Les transferts de fonds aux particuliers en provenance de l'étranger ont atteint 138,9 M USD en mai 2021, soit une hausse de 3,3% en g.a.

Ouzbékistan

Vers une émission d'obligations en roubles

La Banque nationale de l'Ouzbékistan pour l'activité économique extérieure (NBU) se prépare à effectuer des émissions d'obligations en roubles à la Bourse de Moscou. Une première opération devrait être effectuée d'ici la fin de l'année, avec la participation de Rosselkhozbank dans le pool bancaire.

Uralmashzavod remporte un grand contrat pour développer le combinat minier d'Almalik (AGMK)

Enter Engineering et la société russe Uralmashzavod (groupe Gazprombank) ont annoncé leur association pour la construction d'une usine d'enrichissement au sein du combinat minier d'Almalik (AGMK) pour 2 milliards de dollars d'ici 2023. Enter Engineering, groupe local également enregistré à Singapour, sera en charge de la construction tandis qu'Uralmashzavod apportera les équipements et les technologies.

L'Ouzbékistan est désormais un acheteur de gaz

L'Ouzbékistan est passé du statut de vendeur à celui d'acheteur de gaz auprès de Gazprom. Les livraisons de gaz ouzbek à Gazprom ont cessé en 2020 et n'ont pas repris jusqu'à présent. Inversement, Gazprom a commencé à fournir du gaz d'origine turkmène à l'Ouzbékistan: 0,9 milliard de mètres cubes en 2020, et 1,5 milliard de mètres cubes au 1er trimestre de 2021.

Production industrielle

La production industrielle a progressé de 8,2% en janvier-mai 2021 en g.a. L'industrie manufacturière représente la majeure partie de de cette production (81,6% de la production totale), avec une croissance de 21,6% en g.a. sur la même période.

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



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

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Responsable de la publication : Service économique régional de Moscou
Directeur de la publication : Patrick Erbs
Rédacteurs : Victor Castro, Cyril Nizart, Benoît Usciati (SER de Moscou), Diana Karachanski (BILAT2)
Pour s'abonner : Moscou@dgtresor.gouv.fr
Crédits photo : © DG Trésor, [Creative Commons](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/) (G. Grachev)