



**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° 29 – 29 octobre 2021

Sommaire

Zoom : Situation économique et financière de l'Arménie

RUSSIE

- Mesures de soutien à l'économie
- Production industrielle
- Anticipations d'inflation des ménages
- Système bancaire
- Part des non-résidents dans la dette publique domestique

UKRAINE

- Activité
- Politique monétaire

KAZAKHSTAN

- Politique monétaire
- Secteur bancaire

ARMENIE

- Activité

MOLDAVIE

- Endettement public
- Transfert de fonds des migrants
- Relations avec l'Union Européenne

OUZBEKISTAN

- Activité
- Pouvoir d'achat des ménages
- Politique monétaire
- Compte courant
- Secteur bancaire

KIRGHIZSTAN

- Politique monétaire

TADJIKISTAN

- Commerce extérieur
- Secteur bancaire

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

Zoom de la semaine : Situation économique et financière de l'Arménie

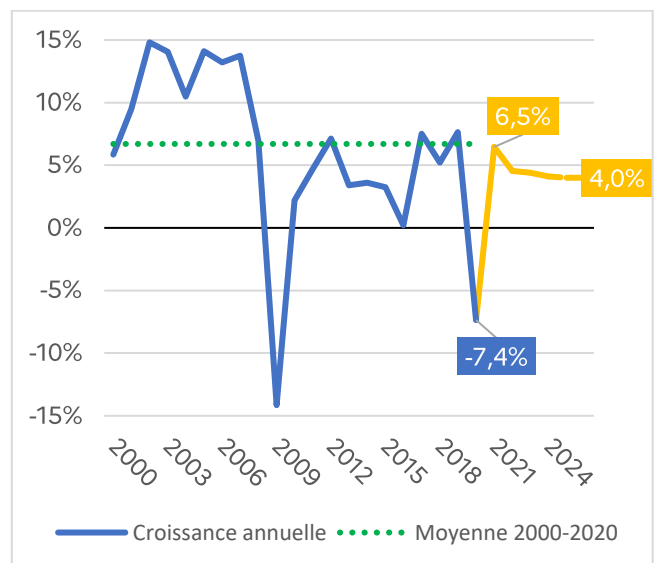
Appartenant à la tranche supérieure des pays à revenu intermédiaire (PIB par habitant atténué à 4 595 USD courants en 2021 par le FMI), l'Arménie connaissait avant la crise de 2020 une dynamique économique soutenue. Après avoir enregistré une lourde récession en 2020, l'économie arménienne se rétablit plus vite que prévu et devrait pratiquement retrouver son niveau d'activité pré-crise d'ici la fin de l'année 2021. Très vulnérable au plan externe, l'Arménie devra veiller à consolider ses finances publiques sur le moyen terme et à poursuivre les réformes de structures nécessaires notamment à l'amélioration du climat des affaires et à la poursuite de la dynamique de rattrapage économique.

1/ Un rétablissement rapide de l'activité économique après la récession de 2020. Sur la période 2010-2019, l'Arménie a connu une croissance moyenne relativement soutenue s'élevant à 4,5%. En 2019, le PIB arménien a crû de 7,6% pour atteindre 13,6 Md USD. Cette tendance a été brutalement interrompue en 2020 par la pandémie et la guerre du Haut-Karabagh, qui ont provoqué un recul du PIB de 7,4%. La reprise de l'activité a toutefois été plus rapide que prévue en 2021 et a été mesurée à 4,9% au premier semestre 2021. La loi de finances pour 2021 avait été adoptée sur le fondement d'une

estimation plus basse de la croissance à 3,2%.

La bonne performance de l'économie arménienne sur la première moitié de l'année a conduit les institutions financières internationales (IFI) à revoir à la hausse leurs prévisions de croissance pour 2021. Ainsi, le FMI a revu sa prévision de croissance pour 2021 de 1% à 6,5%, et la Banque mondiale de 3,4% à 6,1%. A moyen terme, la croissance devrait rester proche de la trajectoire ayant prévalu au cours de la dernière décennie : elle atteindrait 4,5% en 2022 et 4,2% en moyenne sur 2022-2026 selon le FMI. La Banque mondiale prévoit pour sa part une croissance à 4,8% en 2022 et à 5,4% en 2023.

Figure 1. Croissance économique (jaune: prévisions FMI 2021-26)



Sur janvier-septembre 2021, l'indicateur d'activité économique mesuré par le

Comité national de statistiques arménien était en hausse de 4,4% en glissement annuel. Du côté de l'offre, la reprise économique a été principalement portée par le secteur du commerce et des services, respectivement en hausse de 6,4% et 5,4% en g.a. La reprise demeure limitée pour l'industrie (+0,7%), tandis que le secteur agricole a enregistré un recul de 1,5% sur cette période. Du côté de la demande, une reprise modérée de la consommation privée a été enregistré sur janvier-août 2021, avec une hausse des ventes en détail de 1,8% en g.a. La consommation a notamment été stimulée par les transferts de fonds en provenance de l'étranger, en hausse de 23,2% en g.a. à 1,3 Md USD. Cette reprise a toutefois été contenue, d'une part, par une distribution de crédit à la consommation en baisse de 13,3% en g.a. fin septembre 2021 à 833,2 Md AMD (1,7 Md USD), d'autre part, par le niveau élevé de l'inflation annuelle, qui atteignait 8,8% en août 2021 et croît ainsi à un rythme plus élevé que les salaires nominaux (+7,9% en g.a. en août).

Les résultats du commerce extérieur ont contribué au dynamisme de l'activité : les exportations ont atteint 2,1 Md USD sur janvier-septembre 2021, en hausse de 17,2% en g.a., tandis que les importations ont augmenté de 9,4% à 3,6 Md USD, conduisant à une réduction du déficit commercial de 0,5% à 1,4 Md USD. Les exportations représentaient ainsi 21% du

PIB arménien sur cette période, contre 19,3% l'année précédente. Le principal produit d'exportation, le cuivre, a vu ses exportations diminuer de 38,4% en volume sur cette période, mais de seulement de 8,1% en valeur en raison de la forte appréciation du cours de ce métal (+61% en g.a. sur janvier-août 2021).

2/ Une stabilité macroéconomique et financière globalement préservée malgré la pandémie. Malgré le creusement de la dette publique en 2020, les finances publiques demeurent maîtrisées. Les dépenses occasionnées par la pandémie¹ et le recul de l'activité ont alourdi la dette souveraine de 13,5 points de PIB en 2020, à 63,5%. Attendue à 62,2% à la fin de l'année 2021 par le FMI, la dette publique devrait redescendre dès 2023 en-dessous du seuil de 60% fixé par la règle budgétaire, adoptée en 2017². En septembre 2021, la dette publique arménienne s'élevait à 4,4 Md AMD, soit 62,5% du PIB. Au 1^{er} semestre 2021, le déficit public s'est établi à 1,1% du PIB, bien en-deçà du déficit prévu par le budget à 2,6% : sur cette période, les revenus fiscaux ont dépassé de 13% les prévisions budgétaires, tandis que le niveau d'exécution des dépenses a été proche de celui inscrit au budget. Le déficit public est néanmoins attendu à 4% par le

¹ Selon le FMI, les mesures de soutien aux ménages, aux entreprises, au secteur bancaire et les dépenses consacrées à la lutte contre la Covid-19 en 2020 auraient coûté l'équivalent de 3 points de PIB.

² Règle relâchée pendant la crise en vertu d'une *escape clause*.

FMI sur l'ensemble de l'année 2021, après avoir atteint 5,4% en 2020.

Le déficit courant diminuerait à 2,9% en 2021 après s'être établi à 3,8% en 2020.

Au 1^{er} semestre 2021, il s'est établi à 121 M USD, soit 1,8% du PIB et une diminution de 70,2% en g.a. Cette amélioration du solde courant a été permise par la réduction du déficit commercial de 11% sur cette période, favorisée par une reprise des exportations plus dynamique que celle des importations. Les transferts de fonds des particuliers, en hausse de 32,5% en g.a. au 1^{er} semestre, ont également contribué à cette amélioration.

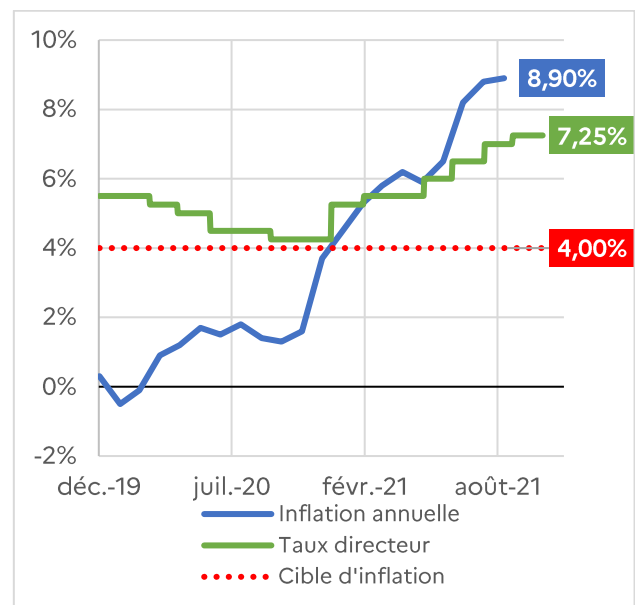
Les réserves de change affichent un niveau de couverture des importations satisfaisant : au 1^{er} septembre 2021, elles s'élevaient à 3,2 Md USD – en hausse de 20,9% en g.a. – couvrant un peu plus de 8 mois d'importations. Les réserves internationales de l'Arménie ont notamment bénéficié de l'émission d'euro-obligations pour un montant de 750 M USD en février 2021, puis de l'augmentation des droits de tirage spéciaux par le FMI début août 2021, correspondant à une allocation supplémentaire de 175 M USD pour l'Arménie.

Contenue en 2020, l'inflation connaît une accélération préoccupante en 2021.

Entre janvier et novembre 2020, l'inflation annuelle a été inférieure à 2%, ce malgré un assouplissement de la politique monétaire par la Banque centrale (baisse du taux directeur de 125 pbb sur cette période à 4,25%).

L'inflation a ensuite entamé une accélération quasiment ininterrompue, passant de 3,7% en décembre 2020 à 8,9% en septembre 2021. Elle est principalement entretenue par la hausse des prix des produits alimentaires et des matières premières sur les marchés mondiaux, dont l'Arménie est importatrice. Sur cette même période, la Banque centrale d'Arménie a réagi en relevant son taux directeur d'un total de 300 pbb à 7,25%. Ces mesures n'ont pour l'heure pas permis de freiner la poussée inflationniste ; le taux d'inflation actuel est plus de deux fois supérieur à l'objectif de moyen terme établi par la Banque centrale à 4%.

Figure 2. Inflation et politique monétaire

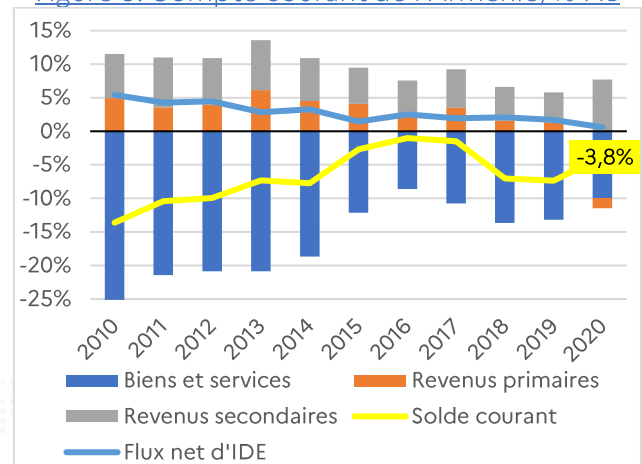


Le secteur bancaire arménien est peu concentré et ses indicateurs de stabilité financière sont satisfaisants. Il se compose de 17 banques représentant 83,5% des actifs totaux du secteur financier. Le secteur bancaire est bien capitalisé : le ratio de fonds propres hors coussins supplémentaires du secteur s'élevait à 17,1% fin août 2021, pour une exigence réglementaire de 12%. La part des crédits non performants dans le portefeuille total de crédits était faible à 3,4% fin août 2021, en baisse de 1,5 point de pourcentage depuis le début de l'année. La dollarisation des banques demeure élevée mais poursuit sa diminution progressive, les crédits et dépôts en devises représentant respectivement 46,4% et 51,8% du total fin août 2021, contre 50,1% et 54% en début d'année.

Néanmoins, le secteur bancaire affiche une faible rentabilité. Les bénéfices des banques ont ainsi diminué de 40,8% en glissement annuel en janvier-septembre 2021 à 35 Md AMD (68,4 M USD), tandis que le ratio de rentabilité des actifs (ROA) s'est établi à 0,8% fin août 2021, en recul de 0,6 pdp par rapport au début de l'année. La distribution de crédit à l'économie réelle augmente lentement à 3505 Md AMD (7,2 Md USD), soit 49,9% du PIB, fin septembre 2021, en hausse de 0,5% en g.a. Les actifs du secteur bancaire se sont établis à 6 903 Md AMD (14,3 Md USD) fin septembre 2021, soit 98,2% du PIB, en hausse de 8,8% en g.a.

3/ Des défis structurels et conjoncturels à relever pour garantir une croissance pérenne à moyen terme. Le secteur externe demeure le talon d'Achille de l'économie arménienne. La balance commerciale enregistre structurellement un déficit commercial important, qui s'élevait à 13,7% du PIB sur janvier-septembre 2021. Ce déficit se répercute sur la balance courante et est essentiellement financé par de l'endettement externe en devises, eu égard à la faiblesse des flux d'investissements directs étrangers. La dette extérieure totale est élevée et sur une tendance haussière : elle s'élevait à 14 Md USD fin juin 2021, soit 103% du PIB prévisionnel 2021 et une hausse de 11,9% en g.a. La diversité insuffisante des exportations arméniennes, reposant largement sur les produits miniers, ainsi que le poids des revenus de transferts dans l'économie, dont ceux en provenance de Russie, exposent l'Arménie aux aléas de la conjoncture chez son partenaire russe et sur les marchés des matières premières.

Figure 3. Compte courant de l'Arménie, % PIB



L'amélioration du climat des affaires et la lutte contre la corruption, engagées depuis 2018, devront se poursuivre. La mise en place en 2021 d'un Comité anti-corruption disposant de prérogatives élargies en matière d'investigation et se substituant aux structures préexistantes constitue à cet égard une avancée bienvenue. Dans le cadre de la 3^e revue, en décembre 2020, de son programme dédié à l'Arménie³, le FMI a souligné les progrès du pays en matière de réformes structurelles (notamment sur la gestion budgétaire et la lutte anti-corruption).

L'Arménie fait face à des défis socio-économiques de plusieurs ordres. Le pays est engagé dans une phase de déclin démographique qui devrait causer une réduction de sa population de 2,9 millions d'habitants aujourd'hui à 2,7 millions en 2050, accompagnée d'une baisse de la population active de 19% sur cette période selon l'ONU. Les pistes explorées pour faire face à ce défi sont l'accélération de la féminisation du marché du travail et la réduction du secteur informel de l'économie. Le taux de chômage, qui s'est établi à 17% au 1^{er} trimestre 2021, en baisse de 2,7 p.p. en g.a, est particulièrement élevé et affecte disproportionnellement les tranches d'âge les plus jeunes. Enfin, la faible productivité de la main d'œuvre arménienne constitue un frein à sa croissance.

La reprise économique en Arménie, comme dans nombre de pays émergents,

pourrait être compromise à moyen terme par les difficultés d'accès aux vaccins et la lenteur de la campagne de vaccination. Au 24 octobre 2021, 7,1% de la population avait bénéficié d'un cycle vaccinal complet, et 15,8% de la population avait reçu au moins une dose de vaccin. Au 28 octobre 2021, l'Arménie a enregistré 302 450 cas de contaminations, soit 10,2% de la population (2,96 M d'habitants) et 6189 décès liés à la Covid-2019 depuis le début de la pandémie.

Le niveau de risque géopolitique demeure élevé et représente un aléa non négligeable pour le développement économique de l'Arménie. Malgré la conclusion de l'accord de cessez-le-feu entre l'Arménie et l'Azerbaïdjan, parrainé par la Russie, ayant mis fin à la guerre du Haut-Karabagh, des accrochages armés se produisent régulièrement au niveau des territoires contestés. Après une période de forte incertitude sur la scène politique consécutive au conflit, la tenue en 2021 d'élections législatives anticipées ayant reconduit Nikol Pachinian au poste de premier ministre semble avoir stabilisé la situation interne.

³ Programme triennal avec conditionnalités de 443 M USD, dont 316 M USD en 2020.

Russie

Mesures anti Covid de soutien à l'économie

En parallèle de [l'introduction de nouvelles mesures restrictives destinées en endiguer la 4^{ème} vague de l'épidémie de Covid 19](#), les autorités fédérales ont annoncé des mesures de soutien économique, ciblées sur les petites et moyennes entreprises (PME) :

- Les PME opérant dans les secteurs les plus affectés par les mesures antiépidémiques pourront toucher – à condition d'en faire la demande entre le 1^{er} novembre et le 15 décembre - une indemnité forfaitaire représentant un salaire minimum par employé. Cela représenterait un montant d'environ 27 Md RUB (330 M EUR);
- Les PME confrontées à une baisse de leurs revenus d'au moins 25% pourront bénéficier de prêts à taux réduit (3%) d'un montant maximum calculé comme le produit (x) du nombre d'employés et du salaire minimum. Ces prêts ont une maturité de 12 mois et sont assortis d'une période de grâce de 6 mois. Ils sont conditionnés à l'engagement de ne pas diminuer le nombre d'employés de plus de 10%. Le coût de la mesure est estimé à 8 Md RUB (97 M EUR);
- Enfin la [Banque de Russie](#) a mis en place un dispositif permettant au système bancaire d'emprunter jusqu'à 60 Md RUB (730 M EUR) à un taux de 4% (et avec une maturité d'1,5 an), à la condition que les banques participantes octroient des crédits à des PME affectées par la crise du Covid à un taux ne dépassant pas 8,5% ou réduisent le taux de prêts déjà octroyés à au moins 8,5%. Le mécanisme sera ouvert

aux banques du 1^{er} novembre au 30 décembre.

Production industrielle

La production industrielle a augmenté de 6,8% en septembre 2021 en g.a. (+1,7% au mois le mois, ajusté des variations saisonnières) contre une hausse de 4,6% en août en g.a. Sur janvier-septembre 2021, la production industrielle a augmenté de 4,7% en g.a.

En septembre, la production industrielle a été fortement tirée par le secteur extractif (+9,5% en g.a.; +3,3% au mois le mois, ajusté des variations saisonnières). La production du secteur manufacturier a également accéléré à +4,6% en g.a. (+0,4% au mois le mois, ajusté des variations saisonnières) après +2,9% en août.

Anticipations d'inflation des ménages en octobre

Les anticipations d'inflation des ménages à horizon 12 mois ont augmenté à 13,6% en octobre 2021, contre 12,3% en septembre. Elles se situent à un niveau qui n'avait plus été atteint depuis novembre 2016.

Pour mémoire, l'inflation effective a nettement accéléré à 7,4% en g.a. en septembre 2021 contre 6,7% en août. La Banque de Russie a ainsi [revu à la hausse ses prévisions](#) pour 2021 à 7,4-7,9% en g.a. en fin d'année mais les maintient toujours pour 2022 (4-4,5% en g.a. en fin d'année⁴).

Les économistes prévoient quant à eux une inflation en fin d'année comprise entre 6,4% (consensus Bloomberg) et 7% (enquête régulière de la Banque de Russie). Sur les marchés

⁴ La prévision d'inflation moyenne pour 2022 a en revanche été revue à 5,2-6% contre 4,1-4,9% antérieurement).

financiers, l'inflation implicite moyenne sur les deux ans à venir, extraite des rendements des OFZ indexés, est actuellement de 4,2% et demeure ancrée à la cible d'inflation de la Banque de Russie de 4%.

Système bancaire

Au 1er octobre 2021, les actifs du secteur bancaire étaient en hausse de 13% en g.a. à 114 547 Md RUB (1 576,4 Md USD) ; les crédits bancaires au secteur réel ont atteint 66 154 Md RUB (910,4 Md USD), soit une hausse de 16,3% en g.a. Les dépôts des particuliers ont atteint 32 871 Md RUB (452,4 Md USD), soit une hausse de 0,5% en g.a. L'ensemble du secteur bancaire a réalisé 1 869 Md RUB (25,3 Md USD) de bénéfices nets sur janvier-septembre 2021, en hausse de 65% en g.a.

Part des non-résidents dans la dette publique domestique

La part des non-résidents dans l'encours total des obligations d'État sur le marché domestique (OFZ) a augmenté à 21,6% au 1er octobre 2021 (- 5,2 pdp en g.a.) contre 21,4% au 1er septembre 2021.

Ukraine

Activité

La production industrielle a diminué de 0,9% en septembre 2021 en g.a. contre une baisse de 1,8% en août 2021 en g.a. (corrigée des effets de calendrier). Sur janvier-septembre 2021, la production industrielle a enregistré une hausse de 1,4% en g.a. Dans le même temps, **les ventes de détail ont augmenté de 5,9% en g.a. en septembre 2021.** Sur janvier-septembre 2021, la hausse s'élève à 12,2% en g.a. La consommation semble ainsi, comme au cours des années

précédentes, rester le principal moteur de la croissance ukrainienne.

Politique monétaire

Le 21 octobre 2021, **la Banque centrale a décidé de maintenir son taux directeur à 8,5%**, alors que l'inflation a accéléré à +11% en septembre en g.a.

Kazakhstan

Politique monétaire

Dans un contexte d'accélération de l'inflation (+8,9% en septembre en g.a.), le 25 octobre 2021, **la Banque nationale du Kazakhstan a augmenté son taux directeur de 25 points de base à 9,75%.** Il s'agit ainsi la 3^{ème} augmentation de 25 points de base réalisée depuis le 26 juillet 2021 par la Banque nationale du Kazakhstan. Notons que ce n'est peut-être pas la dernière augmentation de taux, dans la mesure où les anticipations d'inflation progressent. En effet, **les anticipations d'inflation à 12 mois se sont élevées à 9% en septembre 2021** contre 8,8% en août 2021 en g.a. Pour rappel, l'inflation effective a atteint 8,9% en g.a. en septembre et la Banque nationale du Kazakhstan a pour cible une inflation comprise entre 4% et 6% en 2021.

Secteur bancaire

Au 1^{er} octobre 2021, les actifs du secteur bancaire ont augmenté de 18,9% en g.a. à 35 563 Md KZT (83,5 Md USD). **Le portefeuille de crédits des banques commerciales au secteur réel s'est établi à 16 964 Md KZT (39,8 Md USD), soit une hausse de 18,3% en g.a.,** tandis que les dépôts des particuliers ont atteint 12 518,7 Md KZT (29,4 Md USD), soit une hausse de 21,1% en g.a. Au 1^{er} octobre 2021, les crédits non-performants représentaient 805 Md KZT ou 4,3% du portefeuille total de crédits (-4,1 p.p. en g.a. -0,2 p.p. en g.m.).

Arménie

Activité

L'indicateur avancé d'activité économique était en hausse de 2,4% en septembre 2021 en g.a. contre une hausse de 2,2% en août 2021 en g.a. Sur janvier-septembre 2021, il était en hausse de 4,4% en g.a. La production industrielle a diminué de 1,2% en septembre 2021 en g.a., après une baisse de 5,2% en août 2021 en g.a. Sur janvier-septembre 2021, la production industrielle a augmenté de 0,7% en g.a.

Moldavie

Endettement public

La dette de l'État moldave s'est établie à 72,4 Md MDL (4,1 Md USD) fin septembre 2021, en hausse de 16,3% en, g.a., ce qui correspond à environ 31,2% du PIB. Elle est à 45,4% interne et à 54,6% externe.

Transferts de fonds des migrants

Les transferts de fonds aux particuliers en provenance de l'étranger ont atteint 144,5 M USD en septembre 2021, soit une baisse de 2,9% en g.a.

Relations avec l'Union Européenne

La Commission Européenne allouera à la Moldavie 60 M EUR afin de l'aider à faire face à la crise énergétique et soutenir la population vulnérable dans le contexte de la hausse des prix de gaz. Ces fonds devraient être versés vers la fin de l'année.

Ouzbékistan

Activité

Le PIB a augmenté de 6,9% sur janvier-septembre 2021 en g.a. La croissance de l'Ouzbékistan pourrait ainsi dépasser les 6,1% de croissance prévu par le FMI et se rapprocher de l'hypothèse haute de la Banque centrale d'Ouzbékistan qui prévoit une croissance comprise entre 5,8% et 6,8% en 2021.

Pouvoir d'achat des ménages

Les revenus réels disponibles ont augmenté de 10,4% en g.a. sur janvier-septembre 2021.

Politique monétaire

Dans un contexte de léger ralentissement de l'inflation à +10,8% en septembre en g.a., le 21 octobre 2021, la Banque centrale a décidé de maintenir son taux directeur à 14%.

Compte courant

Selon les données préliminaires de la Banque centrale, le déficit du compte courant s'est élevé à 5,3 Md USD (soit 10,8% du PIB prévisionnel 2021) sur les 9 premiers mois de l'année 2021, contre un déficit de 278,7 M USD sur la même période de l'année précédente.

Kirghizstan

La Banque nationale du Kirghizstan a annoncé le maintien de son taux directeur

Le 26 octobre 2021, la Banque nationale du Kirghizstan a décidé de maintenir son taux directeur à 7,5%. A l'appui de sa décision, la

Banque nationale mentionne le caractère limité de la reprise économique au Kirghizstan, qui a atteint 0,1% en g.a. sur janvier-septembre 2021 (3,6% en excluant la mine de Kumtor). L'inflation annuelle, telle que mesurée au 15 octobre, a fléchi à 11,5%, contre 13,5% en septembre.

Selon la Banque nationale, l'inflation a une origine essentiellement non monétaire et est tirée par l'augmentation des prix des biens alimentaires sur les marchés mondiaux. L'augmentation des prix administrés (électricité, transports publics) et les conditions climatiques défavorables à la production agricole au printemps et en été ont également contribué à l'augmentation de l'indice des prix à la consommation.

Secteur bancaire

Au 30 septembre 2021, les actifs du secteur bancaire ont augmenté de 7,8% en g.a. à 22,2 M TJS (2 Md USD) ; les crédits bancaires ont atteint 11,5 M TJS (1 Md USD), soit une hausse de 11,3% en g.a. dont le taux de NPL (à 30 jours) s'est élevé à 14,7% soit une baisse de 13,3 pdp en g.a. Les dépôts ont atteint 9,8 Md TJS (870,7 Md USD), soit une baisse de 9,1% en g.a.

L'ensemble du secteur bancaire a réalisé 361,5 M TJS (31,9 M USD) de bénéfices nettes en janvier-septembre 2021, en hausse de 40,2% en g.a.

Tadjikistan

Commerce extérieur

Sur janvier-septembre 2021, les exportations ont augmenté de 17,4% en g.a. à 1,9 Md USD, tandis que les importations ont augmenté de 5,6% en g.a. à 3,9 Md USD. Le déficit commercial s'est élevé à 2,1 Md USD, en hausse de 66,2% en g.a.

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