



**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° 20–27 août 2021

Sommaire

Zoom: Hausse des droits de tirage spéciaux du FMI: quelles implications pour la zone eurasiatique ?

RUSSIE

- Nouvelles mesures de soutien au pouvoir d'achat
- Prêts non-performants
- Production industrielle en juillet
- Part des non-résidents dans l'encours OFZ
- Commerce extérieur au premier semestre

UKRAINE

- Production industrielle

BIÉLORUSSIE

- Ventes de détail

KAZAKHSTAN

- Production industrielle

ARMENIE

- Activité

MOLDAVIE

- Envois de fonds des travailleurs
- Ventes de détail au premier semestre
- Prêts non-performants

OUZBEKISTAN

- Production industrielle en janvier-juillet

TADJIKISTAN

- Inflation

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

Zoom de la semaine : Hausse des droits de tirage spéciaux du FMI : quelles implications pour la zone eurasiatique ?

1/ Le 2 août 2021, le Conseil d'administration du FMI a décidé d'une allocation de droits de tirage spéciaux (DTS) de 650 Md USD (environ 456 Md de DTS). Celle-ci est entrée en vigueur le 23 août. Les pays émergents et en développement recevront l'équivalent de 275 Md USD (dont 21 Md USD pour les pays à bas revenus). Cette décision est motivée par la volonté du Fonds, notamment, de « renforcer la position externe [de ses] membres, accroître la confiance, favoriser la résilience et la stabilité de l'économie mondiale et contribuer à sa reprise ».

2/ Pour mémoire, les DTS sont des avoirs, comptabilisés comme des réserves internationales, créés par le FMI en 1969 dans un contexte de rareté du dollar au sein du système monétaire international de l'époque. Les DTS sont alloués aux membres du FMI en proportion de leur part dans le capital de l'institution. L'augmentation décidée le 2 août porte le total des DTS alloués à 943 Md USD. La

valeur du DTS fluctue et est déterminée par un panier de monnaie comprenant les principales monnaies internationales : le dollar américain, l'euro, le yuan, le yen et la livre sterling.

3/ Les DTS n'ont pas les propriétés d'une monnaie à proprement parler, ni une créance sur le FMI. En revanche, ils sont convertibles en devises par le biais d'un échange avec un pays membre du FMI. Les membres du FMI peuvent également les utiliser dans le cadre de transactions ou d'opérations avec le Fonds. Lorsque des DTS sont alloués à un pays, celui-ci reçoit simultanément un avoir (comptabilisé comme un actif) et une allocation (comptabilisée comme un passif) de montant équivalent. Sur son avoir, il perçoit des intérêts et sur son allocation il doit payer des intérêts. En cas d'égalité entre l'avoir et l'allocation, les flux d'intérêt s'annulent car ils sont calculés à partir du même taux¹. **A contrario, si un pays décide de convertir tout ou partie de ses DTS en devises, son encours devient inférieur à son allocation, ce qui implique un coût - actuellement mineur puisque le taux d'intérêt des DTS est de 0,05%.**

¹ Ce taux est une moyenne pondérée des taux des titres publics de court termes des pays dont la monnaie fait partie du panier de calcul du cours du DTS.

4/ Les DTS nouvellement alloués sont utilisables librement par les pays membres. Il leur est ainsi possible de simplement les conserver en tant que tels au sein de leurs réserves internationales ou de les conserver comme réserves après conversion en devises. Il est aussi possible – sous réserve que la configuration institutionnelle locale le permette – d'utiliser ces actifs une fois convertis comme des ressources budgétaires. Enfin, les DTS peuvent être utilisés pour rembourser des dettes (une fois également convertis). Les données sur les allocations et les détentions sont publiques, ce qui autorise une traçabilité dans l'utilisation des DTS. Suite à la nouvelle allocation, le FMI a en outre indiqué souhaiter accroître le niveau de transparence en la matière, eu égard aux risques existants de mauvais emplois de ces nouvelles ressources (e.g. dépenses publiques improductives).

5/ S'agissant des pays couverts par cette publication, la nouvelle allocation de DTS représente une manne d'environ 24 Md USD (Voir figure A ci-dessous), dont près de 17 Md USD pour la Russie dont la quote-part au sein du FMI est de 2,712%

Figure A. Allocation supplémentaire de DTS (M USD)

Arménie	175
Biélorussie	920
Kazakhstan	1 565
Kirghizstan	240
Moldavie	233
Russie	17 429
Tadjikistan	236
Ukraine	2 717
Ouzbékistan	744
TOTAL	24 258

Source: FMI

6/ Pour ce qui concerne les pays les plus solides de la zone, l'intérêt à court terme de la nouvelle allocation de DTS est limité. Ils ne devraient pas l'utiliser et simplement la conserver en réserves. Ces pays sont globalement caractérisés par à la fois une position extérieure solide (au vu par exemple du niveau de leurs réserves internationales) et une bonne résistance à la crise de 2020. C'est le cas en particulier de **la Russie**, dont les réserves internationales sont de l'ordre de 600 Md USD et la position extérieure est particulièrement robuste (excédent courant, peu d'endettement externe). **Le Kazakhstan**, même si sa position extérieure présente certaines vulnérabilités (déficit courant, dette externe très significative), n'a pas un besoin urgent de liquidités supplémentaires en raison de réserves internationales solides (plus de 9 mois

d'importations) auxquelles on peut ajouter les réserves en devises du Fonds national géré par le ministère des Finances (environ 57 Md USD soit plus de 15 mois d'importations). En outre, il bénéficie d'une situation conjoncturelle relativement favorable (recul du PIB modéré en 2020, cours pétroliers actuellement élevés). La situation de **l'Ouzbékistan** est comparable. Même si le pays a eu recours en 2020 à des prêts d'urgence du FMI pour affronter la crise du Covid, son économie est demeurée en expansion cette année-là. Il était en outre doté avant l'allocation supplémentaire des secondes réserves de change de la zone (supérieures à 18 mois d'importations).

7/ Pour une seconde catégorie de pays, l'utilisation des DTS – par exemple sous forme de dépenses publiques – présente un intérêt clair. Cette catégorie regroupe des pays à la fois plus fortement touchés par la crise (et par conséquent dont les besoins financiers en phase de reprise sont plus importants), présentant un besoin de financement externe important et attendu en hausse en 2021 (du fait du rebond économique) mais dotés d'un niveau de réserves internationales globalement confortable (**voir figure B**

ci-dessous). Au sein de ce groupe de pays :

- **D'un côté, l'Ukraine, l'Arménie et la Moldavie ont la particularité d'être soit sous-programme FMI, soit susceptibles de le devenir dans les prochains mois.** Selon les stratégies adoptées par ces pays, la nouvelle allocation de DTS sera utilisée comme un complément ou un substitut aux tranches de prêts du FMI. En **Ukraine**, dont le programme FMI de 5 Md USD accordé en juin 2020 est suspendu depuis (seule une première tranche de 2,1 Md USD a été décaissée à ce jour), le Premier ministre a déclaré que la nouvelle allocation de DTS servira à soutenir la stabilité macroéconomique, augmenter les dépenses sociales et soutenir la relance économique. Il a également assuré que l'Ukraine poursuivrait sa coopération avec le FMI dans le cadre du programme en cours. De même en **Moldavie**, les autorités locales ont d'ores et déjà indiqué qu'elles utiliseraient leur allocation supplémentaire (233 M USD) comme soutien budgétaire à l'économie. En parallèle, les négociations avec le FMI devraient

reprendre dans la perspective de mettre en place d'un nouveau programme ;

- D'un autre, **le Tadjikistan et le Kirghizstan** ont des profils globalement similaires, même si le premier a mieux résisté à la crise du Covid et présente des indicateurs externes plus favorables (moins besoin de financement externe notamment). Ces deux pays disposent de réserves de change confortables (respectivement 8,6 et 8 mois d'importations avant nouvelle allocation), ce qui pourrait les inciter à utiliser la manne pour accompagner la reprise ou, par exemple, financer l'achat de vaccins, alors que les taux de vaccination sont parmi les plus faibles de la zone selon les données disponibles (**voir figure C ci-dessous**). Néanmoins, pour l'heure, la Banque nationale du Kirghizstan a annoncé que les DTS supplémentaires serviraient à « compléter les réserves de change du pays [...] ».

Figure B. Indicateurs macroéconomiques

	PIB (Var. en %)*	Solde du compte courant en M USD		Solde du compte courant en % du PIB	
	2020	2020**	2021***	2020**	2021***
Arménie	-7,6	-479	-825	-3,8	-6,7
Biélorussie	-0,9	-241	-179	-0,4	-0,3
Kazakhstan	-2,6	-6 273	-1 887	-3,7	-1,0
Kirghizstan	-8,0	401	-610	5,2	-8,2
Moldavie	-7,5	-816	-841	-6,8	-7,0
Russie	-3,1	36 113	67 289	2,4	3,9
Tadjikistan	4,5	336	-170	4,1	-2,2
Ukraine	-4,2	5 207	-4 159	3,3	-2,5
Ouzbékistan	1,6	-3 007	-3 908	-5,0	-6,4

*Source: FMI. Ces données sont des estimations pour 2020 et peuvent différer des données produites par les agences statistiques nationales
 ** Source: Banques centrales
 *** Source: FMI (prévisions)

Figure C. Part de la population totalement vaccinée contre le COVID-19 (%)

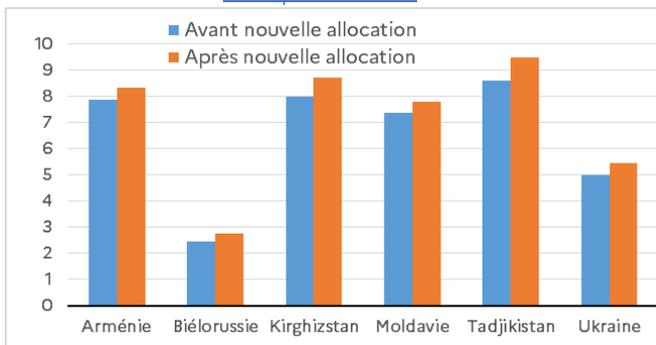
Arménie	2,9 (22/08)
Biélorussie	12,6 (15/08)
Kazakhstan	27,8 (26/08)
Kirghizstan	6,5 (26/08)
Moldavie	24,5 (26/08)
Russie	24,6 (26/08)
Tadjikistan	3,9 (23/08)
Ukraine	7,7 (26/08)
Ouzbékistan*	25,5 (13/08)

* Au moins une dose
 Source: Financial Times

8/Enfin, la Biélorussie, au sein de la zone, est un cas à part. Il s'agit actuellement du pays avec les réserves internationales les plus faibles, à 2,5 mois d'importations avant la nouvelle allocation de DTS (**voir figure D**). Celle-ci, d'un montant de 920 M USD, lui permettrait de se rapprocher du seuil de confort de 3 mois d'importations. La Biélorussie est ainsi incitée à réduire sa vulnérabilité externe

en conservant son allocation en DTS (ce qu'historiquement elle a eu tendance à faire) ou en la convertissant dans une devise internationale, tout en la conservant en réserves. A noter que cette conversion nécessiterait un arrangement avec un pays membre du FMI (cf. supra). L'utilisation des DTS est à ce stade l'option la moins probable, le pays ayant un besoin de financement prévisionnel en 2021 relativement contenu.

Figure D. Réserves internationales en mois d'importations



Russie

Mesures de soutien au pouvoir d'achat

Le 22 août 2021, à l'occasion d'une réunion avec des représentants du parti « Russie Unie », le président Poutine a annoncé que deux nouvelles mesures de soutien au pouvoir d'achat seraient prochainement mises en œuvre, après les élections parlementaires de septembre et (a priori) avant la fin de l'année. Il s'agit d'un côté d'une prime de 15k RUB (environ 172 EUR) en moyenne à tous les membres du personnel militaire et d'un autre d'un versement unique de 10k RUB (environ 115 EUR) à tous les retraités. Les deux mesures représentent une enveloppe estimée à environ 500 Md RUB (circa 5,8 Md EUR) soit 0,4% du PIB prévisionnel. Pour mémoire, elles font suite à des mesures de soutien au pouvoir d'achat annoncées en avril lors de l'adresse du président à l'Assemblée fédérale – essentiellement destinées aux familles – d'un montant total de 400 Md RUB (0,3% du PIB).

Prêts non-performants

Selon la Banque de Russie, au 1er août 2021, les crédits non-performants représentaient 3 872 Md RUB soit 5,3% du portefeuille total de crédits (-0,4 p.p. en g.a. et -0,4 p.p. en g.m.). Le ratio de prêts non-performants est de 5,9% pour les entreprises (-0,1 p.p. en g.a. et -0,6 p.p. en g.m.) et de 4,3% pour les ménages (-0,5 p.p. en g.a. et stable en g.m.)

Production industrielle en juillet

La production industrielle a augmenté de 6,8% en juillet 2021 en g.a. contre une hausse de 10,2% en juin en g.a. (chiffre revu à la baisse de 0,2 point par rapport aux premières estimations). Sur janvier-juillet 2021, la production industrielle a augmenté de 4,4% en g.a.

Part des non-résidents dans la dette souveraine libellée en rouble

La part des non-résidents dans l'encours total des obligations d'État sur le marché domestique (OFZ) a progressé à 20,6% au 1er août 2021 contre 19,7% au 1er juillet 2021. Sur un an, cette part s'inscrit en recul de 9,2 points de pourcentage.

En valeur absolue, l'encours d'OFZ détenu par les non-résidents atteint 3 157 Md RUB (environ 36 Md EUR), en hausse sur un mois (+172 Md RUB) comme sur un an (+104 Md RUB).

Commerce extérieur de biens au premier semestre

Au 1er semestre 2021, les exportations de biens en valeur se sont élevées à 208,7 Md USD, en hausse de 30,6% en g.a., tandis que les importations ont atteint 141,2 Md USD, en hausse de 28,6% en g.a. L'excédent commercial s'est élevé à 67,5 Md USD, en hausse de 35% en g.a.

Ukraine

Production industrielle

La production industrielle a augmenté de 0,9% en juillet 2021 en g.a. contre une hausse de 0,7% en juin 2021 en g.a. (corrigée des effets de calendrier). Sur janvier-juillet 2021, la production industrielle a augmenté de 1,8% en g.a. Elle se maintient ainsi en territoire positif après deux années consécutives de baisse. L'accroissement de la production industrielle est notamment porté par le secteur extractif (+3,4% en juillet en g.a.) stimulé par des cours des matières premières favorables.

Biélorussie

Ventes de détail

En décalage avec les évolutions observées au sein des économies de la zone, les ventes de détail ont stagné sur la période janvier-juillet 2021, à +0,4% en g.a. (à prix constants). L'évolution des ventes de détail en Biélorussie contraste avec celle des revenus réels disponibles, qui ont augmenté de 3,4% en janvier-juin 2021 en g.a.

Kazakhstan

Production industrielle

La production industrielle a progressé de 8,2% en juillet 2021 en g.a. après une augmentation de 1,7% en juin 2021 en g.a. Sur janvier-juillet 2021, la production industrielle a augmenté de 2,5% en g.a. Cette forte progression en juillet s'explique partiellement par un effet de base lié au second confinement partiel du pays mis en place en juillet 2020. La croissance actuelle de la production industrielle est notamment tirée par le secteur extractif (+8,6% en juillet en g.a.) porté par des cours des matières premières favorables.

Arménie

Évolution de l'activité en juillet 2021

L'indicateur d'activité économique était en hausse de 5,8% en g.a. en juillet 2021 contre 8% le mois précédent. Sur janvier-juillet, la hausse de cet indicateur s'élève à 5,2%. La hausse de la production industrielle en juillet 2021 s'est élevée à 1,7% en g.a., et à 2,1% sur janvier-juillet 2021.

Sur cette période, le déficit commercial s'est réduit de 5% en g.a. à 1023 M USD, grâce notamment à une augmentation des

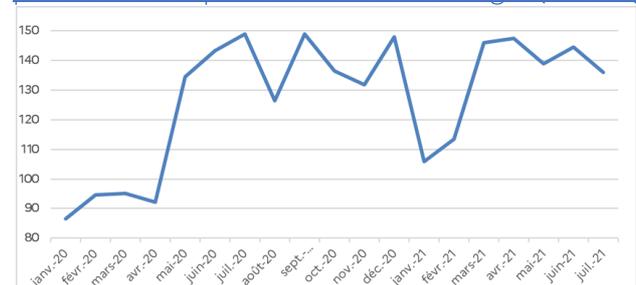
exportations de 23,2% en g.a. à 1641,5 M USD. Les importations ont augmenté de 10,6% en g.a. à 2664,9 M USD.

Moldavie

Envois de fonds des travailleurs

Les transferts de fonds aux particuliers en provenance de l'étranger ont atteint 135,8 M USD en juillet 2021, soit une hausse de 8,7% en g.a. La présidente de la Moldavie Maia Sandu a déclaré en août que les transferts de fonds aux particuliers demeurent un contributeur important à l'activité moldave.

Figure. Moldavie : transferts de fonds aux particuliers en provenance de l'étranger (M USD)



Ventes de détail au 1^{er} semestre

Les ventes de détail ont augmenté de 19,7% au 1^{er} semestre 2021 en g.a.

Prêts non-performants

Au 1^{er} juillet 2021, les crédits non-performants représentaient 3,8 Md MDL ou 7,3% du portefeuille total de crédits (-1,5 p.p. en g.a. -0,2 p.p. en g.m.).

Ouzbékistan

Production industrielle sur la période janvier-juillet

La production industrielle a progressé de 8,9% en janvier-juillet 2021 en g.a. Si l'industrie manufacturière génère la part plus conséquente de la production industrielle, la contribution la plus forte à la croissance est imputable à la composante électricité, gaz, vapeur et climatisation (11% en g.a.), suivi de l'industrie manufacturière (9,1% en g.a.) et enfin l'industrie minière (7,9% en g.a.).

Tadjikistan

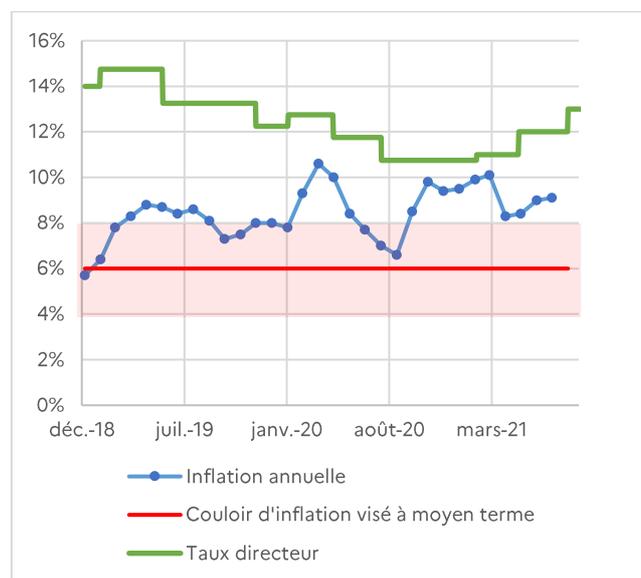
L'inflation a accéléré en juillet

L'inflation a accéléré à 9,1% en g.a. en juillet 2021 contre 9% en juin. Le 2 août 2021, la Banque nationale du Tadjikistan (BNT) a relevé le taux directeur de 100 points de base à 13%, poursuivant ainsi le resserrement de la politique monétaire engagé depuis février 2021 (+225 pdb cumulés), alors que l'inflation se maintient au-delà du couloir à 6% (± 2) visé à moyen terme.

Selon la BNT, ce resserrement répond à la hausse des pressions et des anticipations inflationnistes observée au niveau mondial depuis le début de l'année, qui se traduit par une hausse du prix des

produits importés au Tadjikistan (notamment énergétiques et alimentaires). Il vise aussi à contenir les risques inflationnistes internes liés au dynamisme de la reprise économique (+8,7% en g.a. au 1^{er} trimestre 2021).

Figure. Inflation et politique monétaire au Tadjikistan



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



Responsable de la publication : Service économique régional de Moscou

Directeur de la publication : Patrick Erbs

Rédacteurs : Victor Castro, Galina Gulbiani, Cyril Nizart, Benoît Usciati, (SER de Moscou); Diana Karachanski (BILAT2)

Pour s'abonner :

Crédits photo :

Moscou@dgtresor.gouv.fr

© DG Trésor, Creative Commons (G. Grachev)