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° 41 – 7 mars 2022

Sommaire

Zoom : L'économie russe face aux sanctions, première analyse

RUSSIE
- Croissance russe en 2021
- Activité et indices PMI
- Politique monétaire
- Notations
- Commerce extérieur
- Investissements étrangers

UKRAINE
- Notation
- Marché des changes
- Aide de la Banque mondiale
- Activité

BIÉLORUSSIE
- Finances publiques
- Investissements
- Activité

KAZAKHSTAN
- Politique monétaire
- Compte courant
- Activité
- Inflation

ARMENIE
- Activité
- Endettement public
- Inflation

MOLDAVIE
- Activité
- Commerce extérieur
- Transferts de fonds des migrants
- Endettement public
- Position externe
- Investissements

OUZBEKISTAN
- Inflation
- Réserves de change
- Commerce extérieur

KIRGHIZSTAN
- Compte courant
- Politique monétaire
- Position extérieure

TADJIKISTAN
- Inflation

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

Zoom de la semaine : l'économie russe face aux sanctions, première analyse

Frappée par un train de sanctions sans précédent, la Russie a réagi dans un premier temps en instaurant un contrôle des capitaux. La riposte au plan économique s'organise avec notamment la mise en place annoncée d'un blocage des sorties de participation pour les entreprises étrangères. La séquence débutée le 21 février a occasionné un impact considérable sur le taux de change du rouble (qui accuse une dépréciation de plus de 40% depuis fin novembre 2021) que la Banque de Russie contient avec difficultés ainsi que sur les autres marchés et notamment celui de la dette souveraine. Le système bancaire a également immédiatement ressenti les effets des sanctions mais tient pour l'instant le choc, en l'absence de mouvement de panique des déposants à ce stade. La poussée inflationniste déjà à l'œuvre devrait être considérablement renforcée d'une part par la dépréciation du rouble, d'autre part par les perturbations logistiques de grande ampleur occasionnées par la crise. Cela fragilisera le niveau de vie des ménages qui n'a jamais récupéré des conséquences de la crise de 2014/2015. Cette nouvelle crise stoppe net la franche reprise de l'économie russe observée en 2021 et une récession de grande ampleur, et en tout état de cause sans commune mesure avec celle de 2015 (- 2%), est à prévoir en 2022.

1. Depuis le 21 février 2022, de multiples trains de sanctions internationales ont été décidé, notamment par l'Union européenne, les Etats-Unis, les Royaume-Uni et la Suisse. Ces sanctions d'une ampleur inédite, *pour l'essentiel :*

- limitent drastiquement les capacités de financement externe de l'Etat russe, des banques notamment publiques et de certaines entreprises publiques ;
- restreignent les possibilités pour la Russie d'importer des biens et équipements dans des secteurs clés comme l'aéronautique, le raffinage, le secteur technologique, les biens à double usage ;
- empêche la Banque de Russie de mobiliser ses avoirs en devises placés à l'étranger ;
- restreignent l'accès du système bancaire russe au système de messagerie financière SWIFT et aux correspondances bancaire en devises ;
- gèlent les avoirs d'une grande liste de personnalités du monde politique et des

affaires et d'un certaines entités notamment bancaires ;

- ferment un certain nombre d'espaces aériens (UE notamment) aux compagnies aériennes russes.

2. Empêchée de mobiliser ses réserves internationales en devises (643 md USD au 25 février 2022, dont près de 50% en EUR et USD) pour soutenir son économie et sa monnaie, la Russie a logiquement pris un ensemble de mesures de contrôles des capitaux. Sont interdits les transactions sur titres pour le compte de non-résidents, les transferts par les résidents de devises sur des comptes à l'étranger, les transferts de devises de la part des résidents à destination de non-résidents dans le cadre de remboursements de prêts, les paiements aux non-résidents de coupons sur les obligations d'Etat (en rouble) et de dividendes. Les entreprises exportatrices ont obligation de vendre à la Banque centrale 80 % des devises reçues dans le cadre de leurs opérations. A noter que le Gouvernement a aussi annoncé de nouvelles mesures d'amnistie fiscale pour les résidents qui rapatrieraient des actifs *off shore* non déclarés.

3. Au plan économique, la réaction russe aux sanctions passera aussi par l'instauration d'un *lockdown* économique, visant à conserver les investissements directs étrangers sur le sol russe (505 Md USD dont près de 60% en provenance de l'UE). Si des mesures d'assez faible ampleur ont été annoncées (e.g. soutien aux projets de substitution aux importations, soutien au secteur IT, volonté de réduire la charge administrative des entreprises, utilisation du Fond souverain pour acheter des actions d'entreprises publiques), l'annonce principale est celle d'un décret présidentiel visant à « limiter » les cessions de participations par les entreprises étrangères présentes en Russie. Le 4 mars 2022, le premier vice-premier ministre a indiqué que la Russie que les entreprises étrangères auraient trois options : rester sur le marché russe, céder leurs participations à des entités russes et le cas échéant revenir ensuite sur le marché, cesser leurs activités ce qui serait considéré comme une faillite délibérée.

4. La séquence démarrée le 21 février a occasionné un impact considérable sur le change, que la Banque de Russie contient avec difficultés. Le cours du rouble, qui était de l'ordre de 95 pour 1 euro en fin de semaine dernière, a violemment décroché lundi 28 à l'ouverture, atteignant jusqu'à 130 au cours de la journée du 3 mars. Il s'est stabilisé depuis lors autour de 120. Le cours officiel en date de valeur au 5 mars ressort à 116, soit un décrochage de 24% sur une semaine et de 42% depuis début novembre 2021. La Banque de Russie a accru son taux directeur principal de 9,5% à 20%. Après

avoir vendu environ 104 Md RUB (environ 900 M EUR) lors des journées des 25 et 28 février, elle a interrompu ses interventions de change.

5. Le système bancaire russe a immédiatement ressenti les effets des sanctions. Structurellement en situation d'excédent de liquidité par rapport à la Banque centrale, le système bancaire est passé dès le 28 février en situation de déficit (i.e. le système bancaire a besoin d'un apport en liquidités de la Banque centrale), celui-ci atteignant l'équivalent de 61 Md EUR le 3 mars. La Banque de Russie a utilisé toute la palette de ses instruments pour tenter de stabiliser le système financier : opérations exceptionnelles d'apport de liquidité aux banques et élargissement du collatéral éligible à ce type d'opération, assouplissement de certains dispositifs prudentiels. Le stress de liquidité émanant du comportement des ménages est resté contenu : après une forte hausse des billets en circulation le 25 février (+12 Md EUR en amont du week-end, les banques ont largement approvisionné les distributeurs), la circulation fiduciaire a ralenti sans toutefois se normaliser (+2,3 Md EUR / jour depuis le 28 février).

6. L'Etat russe n'a plus accès aux marchés financiers, aux plans interne et externe. Le marché de la dette souveraine domestique (OFZ) est fermé depuis le 28 février (le 25 février, le rendement zéro coupon pour une maturité 10 ans atteignait déjà près de 13%). Le ministère des Finances a suspendu ses émissions jusqu'à nouvel ordre. Il semble envisager une restauration du marché par le biais d'achats sur le marché secondaire via le Fonds souverain, ce qui permettrait, dans un deuxième temps, d'utiliser le système bancaire local pour absorber les nouvelles émissions. Au plan externe, la valorisation de la dette russe correspond à une situation de défaut de fait avec un *spread* moyen pondéré s'élevant actuellement à près de 4000 points de base. Les agences de notation ont abaissé la notation de la Russie ces derniers jours, la dernière dégradation en date provenant de l'agence S&P de BBB à CCC- (3 crans avant le défaut). Si le faible niveau de dette publique (18% du PIB dont 3,5% de dette externe) laisse penser que la Russie est en mesure d'assurer le service de sa dette, un défaut sur la dette externe n'est pas totalement à écarter.

7. La poussée inflationniste déjà à l'œuvre devrait être considérablement renforcée d'une part par la dépréciation du rouble, d'autre part par les perturbations logistiques occasionnées par la crise. L'inflation s'est établie à 8,7% au mois de janvier et est majoritairement tirée par la composante alimentaire de l'indice des prix. Même si l'effet de transmission de variations

de change aux prix à la consommation s'est réduit depuis 2014, la violence de la dépréciation actuelle, couplée aux difficultés logistiques d'approvisionnement du pays (hausse des temps de latence en douanes, perturbation du fret, difficultés liées à la mise en conformité au nouveau cadre de sanctions) aura un impact, probablement très fort sur l'inflation. Le pouvoir d'achat des ménages, qui n'a jamais récupéré son niveau de 2013 en sera fortement affecté, dans un contexte où la dépense publique ne pourra pas être mobilisée.

8. La crise stoppe net la franche reprise de l'économie russe et récession de grande ampleur, et en tout état de cause sans commune mesure avec celle de 2015 (-2%) est à prévoir en 2022. La consommation, principal moteur de la croissance en 2021 (contribution de 4,8 points à la croissance du PIB de 4,7% après -2,7% en 2020 selon Rosstat) sera fortement affectée par la hausse des prix et la dégradation à prévoir du marché du travail. L'investissement devrait très fortement pâtir du contexte d'incertitude, de l'isolement international croissant de la Russie, du désengagement des entreprises étrangères et des hausses de taux d'intérêt. Les plans d'investissement public (projets nationaux, utilisation du fonds souverain pour développer les infrastructures) souffriront du contexte et de la nécessité de prioriser les dépenses. L'industrie russe aura à pâtir du cadre considérablement élargi en matière de contrôles/prohibition des exportations de ses partenaires occidentaux. Ne resterait que le commerce extérieur pour atténuer le choc. D'un côté, l'effet de la crise sur les cours de matières premières (énergétiques au premier chef, le baril de Brent dépassant les 110 USD/b) profite à Russie ; de plus le nouveau cadre de sanctions maintient à ce stade un cordon énergétique qui permettra de faire entrer des devises au sein de l'économie et d'alimenter le budget. D'un autre, au plan des volumes, on note, alors que les sanctions pourraient s'étendre à ce secteur, que la demande de pétrole russe est en très forte baisse. Plus généralement, la montée de l'aversion au risque russe pourrait contaminer l'ensemble des secteurs exportateurs de l'économie.

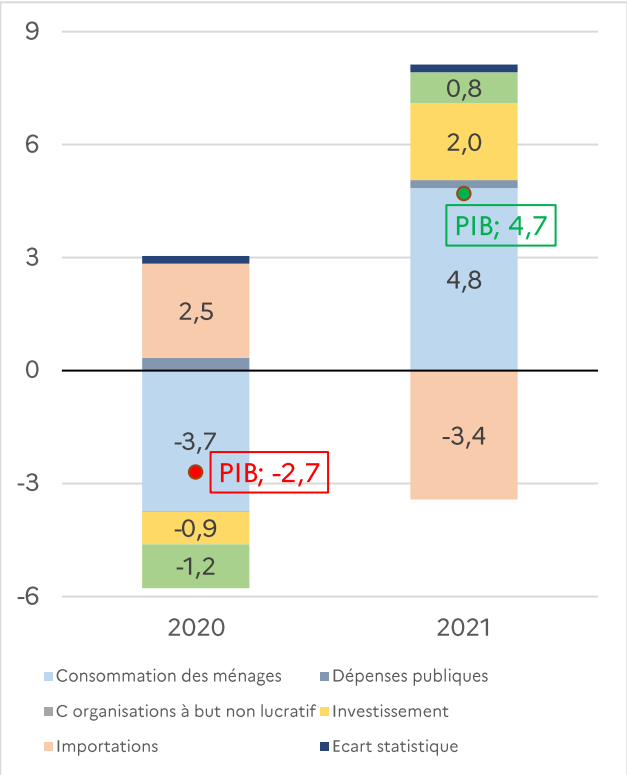
Russie

Croissance russe en 2021

Selon les premières estimations de l'agence de statistiques Rosstat, le PIB réel de la Russie a augmenté de 4,7% en 2021 en glissement annuel.

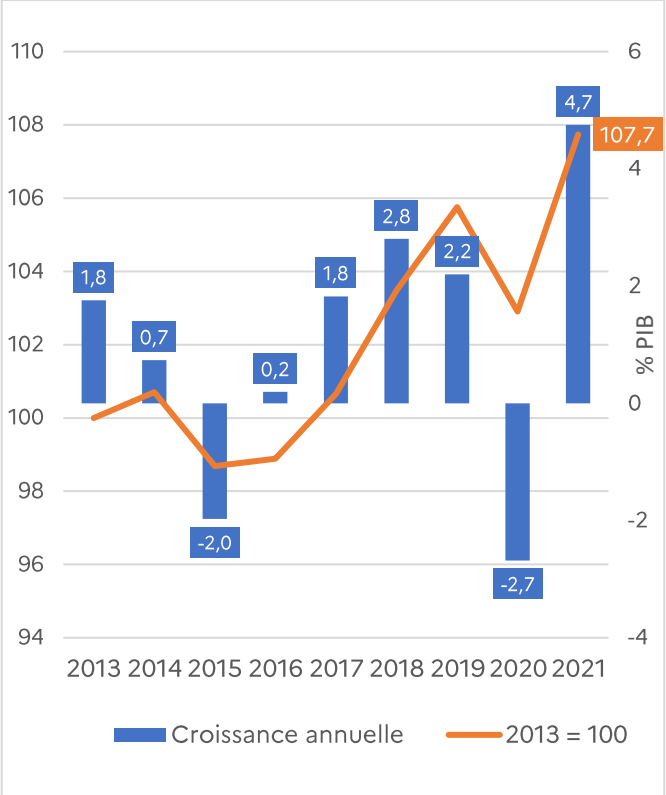
Le PIB russe s'est établi à 130 795,3 Md RUB en 2021. En termes réels, l'économie russe a plus que compensé le recul de l'activité enregistré l'année précédente (-2,7% en g.a.) en dépassant de 1,9% le niveau d'activité de 2019

Figure 1. Évolution du PIB russe



En 2021, la croissance a été principalement tirée par la reprise de la consommation des ménages (+9,6% en g.a) et de l'investissement (+8,7% en g.a.), qui ont contribué à hauteurs respectives de 4,8 et 2 points de pourcentage à la hausse du PIB. Contrairement à l'année précédente, la contribution nette du commerce extérieur a été négative à -2,6 p.p. en raison de la forte augmentation des importations en volume (+16,7% en g.a.) rapportée à celle des exportations (+3,2% en g.a.)

Figure 2. Contributions par poste de dépense (p.p.)



Au niveau sectoriel, les principaux contributeurs en volume ont été, par ordre décroissant, le commerce intérieur, qui a enregistré une hausse de 8,1% en g.a., l'industrie manufacturière

(+4,6%), les activités de transport et de stockage (+7,8%), la finance et l'assurance (+9,2% en g.a.), et le secteur extractif (+4,2%). Le secteur de l'hôtellerie et de la restauration a enregistré une très forte reprise (+24,1%), mais pèse relativement peu dans la création globale de valeur ajoutée (+0,2 p.p.). La production du secteur primaire a quant à elle enregistré un recul de 1,3% en g.a., et entraîné une baisse de la croissance de 0,1 point de pourcentage.

Activité et indices PMI

En janvier 2022, la production industrielle a augmenté de 8,6% en g.a., tandis que les ventes de détail ont augmenté de 3,6%.

L'indice PMI du secteur manufacturier a diminué à 48,6 points en février 2022 contre 51,8 points en janvier 2022. L'indice PMI des services a augmenté à 52,1 points en février 2021 contre 49,8 points en janvier 2022, tandis que l'indice PMI composite s'est établi à 50,8 points en février 2022 contre 50,3 points en janvier 2022. Un indice au-dessus de 50 points correspond à une progression de l'activité.

Hausse du taux directeur

Le 28 février 2022, la Banque de Russie a décidé de relever son taux directeur de 1050 points de base à 20% (9,5% précédemment). Cette hausse de taux d'une ampleur exceptionnelle a été décidée au cours d'une réunion d'urgence, alors que le rouble s'est très fortement déprécié par rapport au dollar en réaction aux nouvelles sanctions occidentales adoptées contre la Russie.

Une forte hausse de l'inflation est attendue du fait de l'effet (potentiellement très fort selon certaines sources) de transmission du change par renchérissement des importations. Sur la période du 19 au 25 février, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 9,1% en g.a., contre 8,7% sur le mois de janvier 2022.

Notations

L'agence de notations S&P a baissé la note souveraine de la Russie en devises étrangères à BB+ (contre BBB- auparavant) avec perspective négative, celle en devise nationale à CCC-. S&P a également abaissé la note souveraine à long terme de crédit de la Russie à CCC- (BB+ auparavant) en raison de l'augmentation du risque de défaut. L'agence Moody's va pour sa part réexaminer la notation de la Russie.

Commerce extérieur

En 2021, l'excédent commercial a atteint 190,1 Md USD en hausse de 102,9% en g.a. En 2021, les exportations de biens se sont élevées à 494 Md USD, en hausse de 48,2% en g.a., tandis que les importations ont atteint 303,9 Md USD, en hausse de 26,8% en g.a.

Investissements étrangers

Au 1er octobre 2021, le stock d'IDE entrants en Russie s'est élevé à 505 Md USD, en hausse de 29,9% en g.a., tandis que le stock d'IDE sortants s'est élevé à 391,1 Md USD, en hausse de 8,8% en g.a. Le stock d'IDE français en Russie s'est élevé à 25,5 Md USD, en hausse de 52,3% en g.a. (2e investisseur étranger en Russie derrière le Royaume-Uni hors zones à fiscalité attractive), tandis que le stock d'IDE russes en France s'est élevé à 3,1 Md USD, en hausse de 0,5% en g.a (10e destination d'investissement de la Russie hors zones à fiscalité attractive).

Ukraine

Notations

L'agence de notation S&P a baissé la note souveraine de l'Ukraine à long terme en devises étrangères à B- (contre B auparavant).

Marché des changes

La Banque nationale d'Ukraine a annoncé l'interruption de l'ensemble des opérations sur le marché des changes, à l'exception de la vente de devises.

Aide de la Banque mondiale

La Banque mondiale a indiqué le 4 mars qu'elle allait octroyer à l'Ukraine un prêt d'urgence de l'ordre de 500 M USD. Un soutien financier additionnel de 200 M USD est annoncé pour le mois de mars

Activité

La production industrielle a augmenté de 2,3% en janvier 2022 en g.a., contre une baisse de 1,4% en décembre 2021 en g.a. (corrigée des effets de calendrier).

Biélorussie

Finances publiques

L'excédent du budget consolidé a atteint 2,1 Md BYN (812 M USD) en janvier 2022, soit environ 13,4% du PIB prévisionnel 2022, contre un déficit de 165,5 M BYN (64 M USD) en janvier 2021. La dette de l'État biélorusse a atteint 58,9 Md BYN (22,7 Md USD) au 1er février 2022, soit 31,3% du PIB, en baisse de 1,4% en g.a. et en hausse de 0,4% en g.a. en dollars. La dette est à 25,9% interne et à 6,7% externe.

Investissement en capital fixe

En 2021, l'investissement en capital fixe a diminué de 5,6% en g.a., contre une baisse de 6,1% en g.a. en janvier-novembre 2021.

Activité

Les ventes de détail ont augmenté de 18% en g.a. en janvier 2022.

Kazakhstan

Politique monétaire

Le 24 février 2022, la Banque nationale du Kazakhstan a augmenté son taux directeur de 325 points de base à 13,5%. La hausse du taux intervient dans le cadre de la lutte contre l'inflation qui reste très élevée (+8,5% en janvier en g.a.), tout en soutenant le tengué grâce à de meilleurs rendements.

Compte courant

D'après les données préliminaires de la Banque nationale du Kazakhstan, le déficit du compte courant a atteint 5,7 Md USD en 2021, soit 2,9% du PIB prévisionnel 2021, contre un déficit de 6,5 Md USD en 2020.

Activité

L'indice PMI des services a diminué à 53,1 en février 2022 contre 27,3 points en décembre 2022 tandis que l'indice PMI composite s'est établi à 53,2 points en février 2022 contre 30,9 points en janvier 2022. L'indice PMI du secteur manufacturier a augmenté à 50,1 points en février 2022 contre 43,8 points en janvier 2022. Un indice au-dessus de 50 points correspond à une progression de l'activité.

Inflation

L'inflation a accéléré à 8,7% en février 2022 en g.a. contre 8,5% en janvier 2022.

Arménie

Activité

Le PIB a augmenté de 9% au 4ème trimestre 2021 en g.a. En 2021, le PIB a augmenté de 5,7% en g.a. En janvier 2022, l'indicateur d'activité économique a augmenté de 15,4% en g.a., et la production industrielle de 16,6%.

Endettement public

Selon le ministère des Finances arménien, la dette publique a augmenté de 7,7% fin janvier 2022 en g.a. à 4 479,5 Md AMD (9,3 Md USD), soit 68,2% du PIB en dollars.

Inflation

L'inflation a ralenti à 6,5% en février 2022 en g.a. contre 7,1% en g.a. en janvier 2022.

Moldavie

Activité

La production industrielle a augmenté de 11,4% en décembre 2021 en g.a. En 2021, elle a augmenté de 12,1% en g.a.

Commerce extérieur

En 2021, les exportations de biens ont augmenté de 27,5% en g.a. à 3,1 Md USD, tandis que les importations de biens ont augmenté de 32,5% en g.a. à 7,2 Md USD. Le déficit commercial s'est établi à 4 Md USD, en hausse de 36,7% en g.a. Les premiers partenaires à l'exportation sont la Roumanie (26,5% de toutes les exportations), la Turquie (10%) et la Russie (8,8%). Les principaux partenaires à l'importation sont la Russie (14,7% de toutes les importations), la Chine (11,7%) et la Roumanie (11,6%). Le premier poste à l'exportation est les produits alimentaires et animaux vivants (25,8% de toutes les exportations), suivis de machines et matériel de transport (20,2%). Les machines et matériel de transport sont également le premier poste à l'importation (25,4%) et le deuxième poste est les produits manufacturés (18,3%).

Transferts de fonds des migrants

Les transferts de fonds aux particuliers en provenance de l'étranger ont atteint 101,93 M USD en janvier 2022, soit une baisse de 3,7% en g.a.

Endettement public

La dette de l'État moldave s'est établie à 79,2 Md MDL (4,4 Md USD) fin janvier 2022, en hausse de 16,8% en, g.a., ce qui correspond à environ 30,3% du PIB. Elle est à 57,8% externe et à 42,2% interne.

Position externe

Fin septembre 2021, la dette extérieure de la Moldavie a atteint 8,7 Md USD – soit environ 69,9% du PIB – en hausse de 7,5% en g.a. La part des entreprises non-financières représente 40% de la dette et la dette extérieure publique représente 26%. Les prêts intra-groupes (assimilés à des investissements directs) représentent 22% du total.

Investissement

L'investissement en capital fixe a augmenté de 4,8% en g.a. en 2021.

Ouzbékistan

Inflation

L'inflation a ralenti à 9,7% en g.a. en février 2022, contre 10,4% en janvier 2022.

Réserves de change

Au 1er février 2022, les réserves de change s'élevaient à 34,4 Md USD, soit une hausse de 0,3% en g.a, couvrant 16 mois d'importations.

Commerce extérieur

En janvier 2022, les exportations de biens et services ont augmenté de 101,4% en g.a. à 1,4 Md USD. Les importations ont augmenté de 28 % en g.a. à 2,1 Md USD. Le déficit commercial a atteint 0,7 Md USD, en baisse de 26% en g.a.

Kirghizstan

Compte courant

En janvier-septembre 2021, le déficit du compte courant s'est élevé à 48,4 M USD (soit 0,8% du PIB), contre un excédent de 336,1 M USD en janvier-septembre 2020.

Politique monétaire

Le 1er mars 2022, la Banque nationale du Kirghizstan a relevé son taux directeur de 150 points de base, à 10%. Membre de l'Union économique eurasiatique, l'économie kirghize est étroitement liée à celle de la Russie, et notamment aux variations du rouble russe. Cette décision intervient en réponse au risque inflationniste supplémentaire causé par la dévaluation du rouble.

Position externe

La dette extérieure a atteint 8,8 Md USD fin septembre 2021, soit 107,5% du PIB prévisionnel.

Tadjikistan

Inflation

L'inflation s'est élevée à 7,8% en janvier 2022 en g.a., contre 8% en décembre 2021.

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 : Laurent Charpin
Rédacteurs : Victor Castro, Galina Gulbiani, Cyril Nizart, Benoît Usciati (SER de Moscou)

Pour s'abonner : Moscou@dgtresor.gouv.fr
Crédits photo : © DG Trésor, Creative Commons (G. Grachev)