



**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° 17- 2 juillet 2021

Sommaire

Zoom : Situation économique et financière du Kirghizstan

❖ ZONE EURASIATIQUE

- Prévisions de la BERD pour 2021-2022

❖ RUSSIE

- Taux de détention des non-résidents dans l'encours d'obligations souveraines en rouble
- Conjoncture en mai
- Recommandation de la Banque de Russie en matière de restructurations des prêts
- Structure des réserves internationale de la Banque de Russie à fin 2020
- Rouble numérique : participation des banques à la phase de test

❖ UKRAINE

- Endettement Public
- Salaires

❖ BIÉLORUSSIE

- Anticipations d'inflation des ménages

❖ KAZAKHSTAN

- Secteur bancaire

❖ ARMÉNIE

- Activité
- Commerce extérieur

❖ MOLDAVIE

- Balance des paiements au premier trimestre
- Endettement externe
- VictoriaBank

❖ OUZBEKISTAN

- Inflation
- Position externe
- Secteur bancaire
- Compte courant

❖ TADJIKISTAN

- Notation souveraine (Moody's)

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

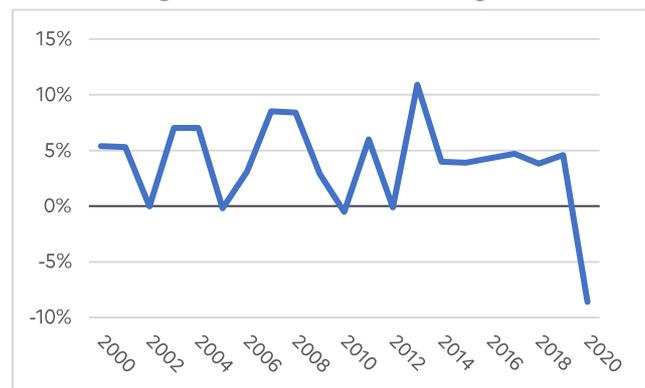
Zoom de la semaine : Situation économique et financière du Kirghizstan

Appartenant à la tranche inférieure des pays à revenu intermédiaire (PIB par habitant estimé à 1 146 USD en 2020 par le FMI), le Kirghizstan a connu la plus forte baisse d'activité parmi les pays de la zone CEI en 2020, aggravée par une crise politique consécutive aux élections parlementaires. Malgré une certaine résilience du pays au plan financier, permise notamment par le soutien des bailleurs de fonds internationaux, ses vulnérabilités ont été accentuées par la pandémie. Les perspectives de reprise demeurent incertaines alors que le bras de fer engagé par les autorités avec le principal investisseur étranger pèse sur le climat des affaires.

1/ Une économie faiblement diversifiée et vulnérable aux chocs externes. Le Kirghizstan a connu une croissance erratique au cours des 20 dernières années (voir figure 1). Sur cette même période, il affiche également le plus faible taux de croissance annuel moyen parmi les cinq pays d'Asie centrale à

3,8%¹. Seule la période 2014-2019 a été marquée par une relative stabilité avec un taux de croissance annuel moyen à 4,5%.

Figure 1. Évolution du PIB (g.a.)



Cette évolution irrégulière de l'activité peut s'expliquer en partie par l'instabilité chronique caractérisant le système politique kirghize, marqué par trois révolutions en l'espace de 15 ans (2005, 2010, 2020). Le Kirghizstan présente une ouverture commerciale relativement importante (taux d'ouverture de 38% en 2020²) l'exposant à des chocs externes, notamment aux évolutions de la conjoncture économique en Russie. Peu diversifiée, l'économie kirghize est fortement dépendante des transferts de fonds des travailleurs à l'étranger, qui représentaient 2,4 Md USD en 2020³ soit 32% du PIB, et des exportations d'or, qui

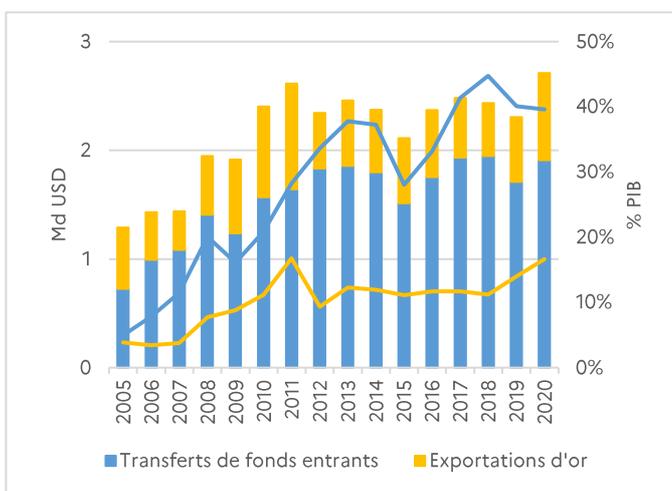
¹ Ce taux s'élève à 6,1% pour le Kazakhstan, 6,3% pour l'Ouzbékistan et 7,5% pour le Tadjikistan.

² 28% pour le Tadjikistan, pays le plus proche du Kirghizstan par la taille et les caractéristiques de son économie.

³ Transferts entrants, provenant à 98% de Russie.

se sont élevées à 1 Md USD en 2020 soit 13% du PIB (voir figure 2).

Figure 2. Évolution des transferts de fonds et des exportations d'or en valeur absolue (Courbes ; EDG) et en % du PIB (Histogrammes ; EDD)



2/ Un très fort recul de l'activité en 2020 résultant de la pandémie. L'adoption précoce de mesures sanitaires restrictives, la fermeture de la frontière avec la Chine et la mise à l'arrêt partielle de l'économie lors des troubles politiques d'octobre ont conduit à un fort recul du PIB en 2020, en baisse de 8,6% en glissement annuel. La contraction de l'activité a affecté la plupart des secteurs, au premier chef le tourisme, l'industrie et les transports. La demande interne s'est également contractée, les ventes de détail ayant diminué de 15,4% en glissement annuel.

La dégradation de l'activité s'est accompagnée d'une hausse rapide de l'inflation annuelle, qui s'est établie à 9,7% en 2020 contre 3,1% l'année précédente. Cette hausse résulte en grande partie de l'effet de transmission lié à la forte dépréciation du som, qui a perdu 19% de sa valeur par rapport au dollar au cours de l'année. Soucieuses de préserver la flexibilité du régime de change, les autorités monétaires sont néanmoins intervenues de manière ponctuelle sur le marché, vendant un total de 520 M USD en 2020 afin d'éviter une fluctuation excessive du som. La Banque nationale du Kirghizstan a également relevé son taux directeur d'un total de 225 points de base, entre le début de l'année 2020 et avril 2020, à 6,5%, alors que l'inflation continue d'augmenter (10,9% en g.a. mai 2021).

Les dépenses contra-cycliques engagées par les autorités en soutien de l'économie et de la population, estimées à 7,2% du PIB par le FMI, ont creusé le déficit public à 3,3% du PIB en 2020. La diminution de l'activité, l'augmentation du déficit public et la dépréciation du som ont provoqué un alourdissement de la dette publique de 16,5 points de PIB à 68%. Le compte financier du Kirghizstan s'est également dégradé: les flux entrants d'IDE ont diminué de moitié en

glissement annuel à 538 M USD, tandis que les flux sortants ont augmenté de 40%.

Le Kirghizstan a néanmoins fait preuve d'une certaine résilience. Le solde courant, excédentaire à hauteur de 4,5% du PIB, a bénéficié de la forte baisse des importations (-26,2% en g.a.), tandis que le niveau d'exportations s'est maintenu (-1,1% en g.a.) grâce à un cours de l'or à la hausse. Les transferts de fonds des travailleurs ont connu un fort effet de rattrapage en fin d'année permettant de les maintenir au niveau de l'année précédente. Enfin, les réserves internationales du pays ont diminué de manière peu significative, de 6,5 à 6,2 mois d'importations, grâce au soutien des bailleurs de fonds internationaux. Le niveau de dette publique, bien qu'élevé, est jugé soutenable à moyen terme par le FMI.

3/ Des perspectives de reprise encore incertaines. Les prévisions d'activité en 2021 sont relativement modestes : selon le FMI, le PIB devrait croître de 3,8% en 2021, puis de 6,4% en 2022. Sur janvier-mai 2021, la demande a enregistré un léger rebond, les ventes de détail ayant augmenté de 7,8% en g.a. Du côté de l'offre, l'industrie affiche également des signes de reprise, mais demeure

entravée par les mauvaises performances du secteur minier. La production industrielle a ainsi crû de 15,3% en janvier-mai en g.a. en excluant la mine de Kumtor, mais a reculé de 9,7% en comptabilisant cette dernière. Alors qu'elles avaient joué un rôle d'amortisseur en 2020, les activités d'extraction minière contribuent négativement à l'évolution de l'activité depuis le début de l'année : sur janvier-mai, le PIB a reculé de 1,6%, mais est en hausse de 3,5% en excluant Kumtor.

A moyen terme, la reprise de l'activité au Kirghizstan reste compromise par la lenteur de la campagne de vaccination, alors que 1,5% de la population seulement avait reçu au moins une dose de vaccin au 23 juin 2021. Le contentieux judiciaire relatif à la mine de Kumtor, placée sous administration temporaire par les autorités kirghizes en mai dernier après que son exploitant canadien – et principal investisseur étranger au Kirghizstan – a été accusé de violations de la législation environnementale, est suivi de près par les institutions financières internationales et les partenaires du pays. Ainsi, le FMI a appelé à une résolution rapide du contentieux, soulignant le risque de dégradation du climat des affaires et de perturbation de la production d'or.

Zone eurasiatique

La BERD a publié ses prévisions d'activité pour les pays de la zone eurasiatique en 2021-2022

La Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) a mis à jour ses prévisions d'activité pour 2021 et publié ses prévisions pour 2022. La prévision d'activité a été revue à la hausse pour tous les pays de la zone eurasiatique, sauf l'Arménie (stable) et la Biélorussie (diminution).

Estimation	2021		2022
	Sept 20	Juin. 21	Juin 21
Russie	3%	3,3%	3%
Biélorussie	1%	0,5%	0,5%
Kazakhstan	3%	3,6%	3,8%
Arménie	4%	4%	5%
Kirghizstan	3%	6,6%	4,6%
Moldavie	3,5%	4,5%	4%
Ouzbékistan	4,5%	5,6%	6%
Tadjikistan	3%	6,5%	6%
Ukraine	3%	3,5%	3,5%

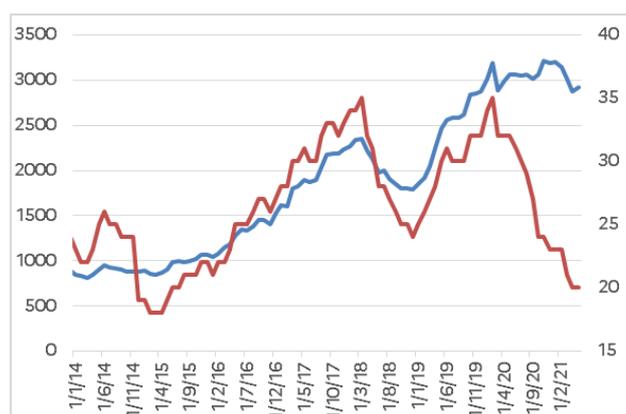
Russie

Détention d'obligations OFZ par les non-résidents

En mai 2021, les encours d'obligations OFZ (obligations souveraines libellées en rouble) détenus par les non-résidents se sont inscrits en hausse de 1,3% sur un mois, après 3 mois consécutifs de baisse, à 2 918 Md RUB (environ 33,6 Md EUR). Sur un an les encours sont en recul de 4,6%. La part des non-résidents dans l'encours total d'OFZ en circulation s'est stabilisée en mai à 20% contre 23% début 2021 et 34% début 2020. L'important recul du ratio est essentiellement

imputable à la forte croissance de l'endettement global en rouble en 2020, alors que les encours détenus par les non-résidents oscillent autour de 3 000 Md RUB depuis 2020. Pour mémoire, les nouvelles sanctions américaines sur la dette russe libellée en rouble sont entrées en vigueur le 14 juin dernier (interdiction pour les institutions financières américaines de participer aux émissions).

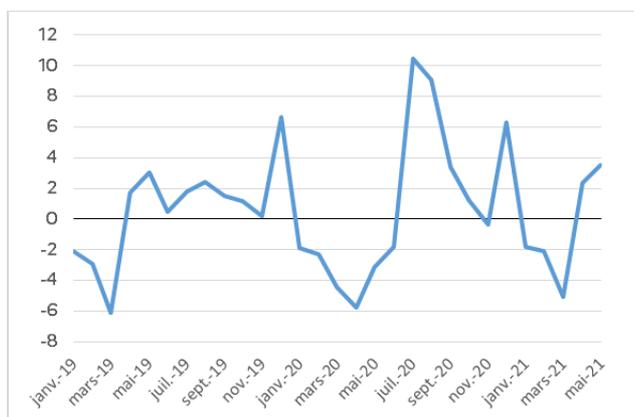
Figure. Encours d'obligations OFZ détenus par les non-résidents (courbe bleue ; EDG ; Md RUB) et part des non-résidents dans l'encours total (courbe rouge ; EDD ; %)



Conjoncture

En mai 2021, le PIB est ressorti en progression de 10,9% en glissement annuel selon le Ministère du développement économique (après 10,7% en avril). Ce même mois, les ventes de détail ont augmenté 27,2% en g.a., contre une hausse de 35,1% en avril 2021. En outre, sur janvier-mai 2021, l'augmentation des ventes de détails s'est ainsi élevée à 10% en g.a. Les effets de base statistiques sont actuellement très importants en raison du creux enregistré en 2020. Les variations au mois le mois des ventes de détails sont ainsi nettement moins dynamiques (graphique ci-dessous).

Figure. Evolution des ventes de détails : variation en glissement mensuel (lissage sur 3 mois ; %)



Par ailleurs, la **production industrielle** a augmenté de 11,8% en mai 2021 en g.a. et de 3,2% en g.a sur janvier-mai 2021. Enfin le **chômage au sens du BIT** poursuit sa décrue et s'est élevé à 4,9% de la population active en mai 2021, contre 5,2% en avril.

La Banque de Russie recommande aux banques de faciliter les restructurations de prêts d'ici au 1^{er} octobre 2021

Alors que la Russie connaît une troisième vague de contamination au Covid-19 et que de nouvelles mesures restrictives sont mises en œuvre, la Banque de Russie vient de publier une [décision](#) encourageant les établissements de crédit, les organismes de micro-crédit et les coopératives de crédit à la consommation à accéder aux demandes de restructuration de prêts formulées par les ménages et les PME en difficultés, sous réserve notamment que ces demandes soient déposées avant fin septembre. La Banque de Russie recommande également que la notation de crédit des débiteurs bénéficiant de ces restructurations ne soit pas abaissée.

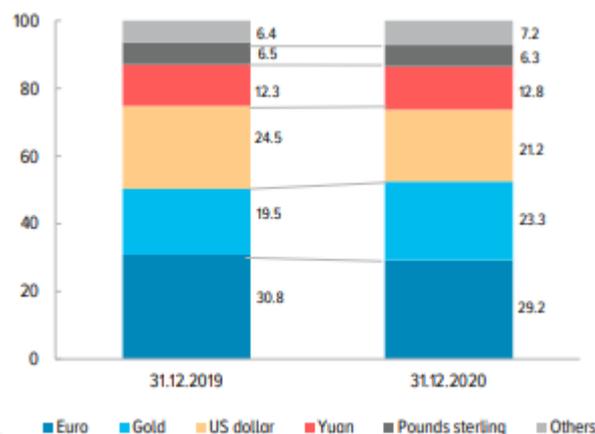
⁴ Yen, dollar canadien et dollar australien

Structure des réserves internationales de la Banque de Russie

La Banque de Russie a rendu **publique** la composition de ses réserves internationales à fin 2020 (un délai de 6 mois s'applique en matière de diffusion de ces données). Sur un an, la part du dollar américain s'inscrit en recul de 3,3 points, à 21,2% et celle de l'euro d'1,6 point, à 29,2%. Cela profite essentiellement à l'or (+3,8 points à 23,3%), aux autres devises⁴ (+0,8 point à 7,2%) et au yuan (+0,5 point à 12,8%).

Les réserves internationales de la Banque de Russie incluent une partie des réserves du Fonds du bien-être national (FBEN), gérées pour le compte du Ministère des finances. Pour mémoire, celui-ci a annoncé début juin que le dollar américain ne serait plus utilisé en tant que devise de réserve du FBEN et que la part du Sterling serait réduite de 10% à 5%. Ces changements de structure bénéficieront à l'euro et au yuan dont les parts au sein du FBEN seront augmentées respectivement à 40% et 30% (contre 35% et 15% précédemment). Par ailleurs, 20% des avoirs du fonds seront désormais placés en or.

Figure. Structure des réserves internationales de la Banque de Russie (en %) – Source Banque de Russie



Rouble numérique: 12 banques participeront à la phase de test

Le 29 juin 2021, la Banque de Russie a [communiqué](#) la liste des banques qui participeraient à la phase d'expérimentation prévue – à partir du premier trimestre 2022 – dans le cadre du projet d'introduction d'un rouble digital. Parmi les 12 banques qui prendront part à cette phase de test figure la Rosbank, filiale du Groupe Société Générale et seule banque étrangère de la liste.

Ukraine

Endettement public

La dette publique totale – directe et garantie – de l'Ukraine a progressé de 11,4% en g.a. pour atteindre 91,5 Md USD à fin mai 2021 (environ 55,6% du PIB prévisionnel 2021). En hryvnia, la dette publique totale a augmenté de 15,1% en g.a. pour atteindre 2 516,7 Md UAH. Malgré un déficit d'environ 6% du PIB en 2020 et qui devrait atteindre 5,5% en 2021, le poids de la dette publique totale par rapport au PIB prévisionnel reste à un niveau comparable à celui d'avant crise. Ceci est notamment lié à la prévision d'une croissance d'environ 4% en 2021 et à la relative réappréciation de la hryvnia par rapport au dollar et à l'euro entre le 4^{ème} trimestre 2020 et le 2^{ème} trimestre 2021, alors que la dette souveraine ukrainienne est largement libellée en devises.

Salaires

Les salaires réels ont progressé de 16,8% en mai 2021 en g.a. contre une hausse de 19,7% en avril 2021. Cette progression ne semble pas intervenir dans un contexte de pénurie de main d'œuvre dans la mesure où le chômage reste à un niveau élevé, à 10,5% au sens du BIT au 1^{er} trimestre 2021 (+1,9 point de pourcentage en g.a.), contre 10,1% au 4^{ème} trimestre 2020. Bien qu'elle ralentisse légèrement la forte hausse des salaires réels qui a débuté au troisième trimestre 2020 se poursuit et renforce le risque d'une spirale inflationniste.

Pour rappel l'inflation a atteint 9,5% en mai en g.a., son plus haut niveau depuis juin 2019.

Biélorussie

Les anticipations d'inflation toujours en hausse

Les anticipations d'inflation à 12 mois se sont établies à 14,7% en juin 2021, contre 12,9% en mars 2021. Pour mémoire inflation de 9,4% en ga en mai 2021 pour une cible de 5% de la Banque centrale.

Kazakhstan

Secteur bancaire

Selon la Banque nationale du Kazakhstan, au 1^{er} juin 2021, le portefeuille de crédits des banques commerciales au secteur réel s'est établi à 15640,6 Md KZT (36,5 Md USD), soit une hausse de 11,9% en g.a., tandis que les dépôts des particuliers ont atteint 11 951,3 Md KZT (27,9 Md USD), soit une hausse de 22,2% en g.a. Malgré cette progression, le poids du portefeuille de crédits total par rapport au PIB demeure très faible. Il atteignait 21,4% du PIB au 1^{er} mai 2021.

Arménie

L'activité a poursuivi sa progression en mai

L'indicateur d'activité économique était en hausse de 10,9% en mai 2021 en g.a. contre une hausse de 23,2% en avril 2021 en g.a. Sur janvier-mai 2021, il était en hausse de 4,3%. La production industrielle a augmenté de 7,9% en

mai en g.a., contre 16,9% en avril, et de 2,3% sur la période janvier-mai.

Le déficit commercial a diminué sur janvier-mai

Sur janvier-mai 2021, le déficit commercial a diminué de 9,4% en g.a. à 649,9 M USD. Les exportations ont augmenté de 20,8% en g.a. à 1082,9 M USD, et les importations ont augmenté de 6,7% en g.a. à 1,7 Md USD.

Moldavie

Un compte courant fortement déficitaire au premier trimestre 2021

Au premier trimestre 2021, le déficit courant s'est élevé à 341,7 M USD (environ 11,4% du PIB), soit une hausse de 67% en g.a. Le solde de la balance des biens est ressorti lourdement déficitaire à -905 M USD (vs. -717 M USD au T1 2020). Ce déficit a été compensé par l'excédent de la balance des revenus (en lien notamment avec les envois de fonds des travailleurs moldaves à l'étranger) de 468 M USD (contre 433 M USD au T1 2020) et dans une moindre mesure par l'excédent de la balance des services qui a atteint 95 M USD (79 M USD au T1 2020).

Sur le premier trimestre 2021, le compte financier enregistre des entrées de capitaux de 347 M USD dont seulement 48 M USD d'investissements directs.

L'endettement extérieur total du pays approche les 70% du PIB au premier trimestre 2021

Fin mars 2021, la dette extérieure de la Moldavie a atteint 8,3 Md USD – soit environ 68,8% du PIB – en hausse de 11,6% en g.a. La dette extérieure des entreprises non-financière représente 41% de la dette extérieure totale et la dette extérieure

publique 27%. Par ailleurs les prêts intra-groupes (assimilés à des investissements directs) représentent 23% du total.

VictoriaBank

Selon la presse, la Cour suprême de justice aurait rejeté l'appel de l'établissement de crédit VictoriaBank visant à faire annuler une mesure de saisie d'actifs (pour un montant de 90 M EUR environ) décidée en août 2020 par le Bureau du procureur anti-corruption, dans le cadre de l'enquête sur la fraude bancaire de grande échelle de 2014. Pour mémoire, Victoriabank est le troisième établissement bancaire du pays et est détenu depuis 2018 à hauteur de 27,5% par la BERD.

Ouzbékistan

L'inflation annuelle s'est maintenue en juin au même niveau qu'en mai

L'inflation s'est établie à 10,9% en juin 2021 en g.a., un niveau identique à celui du mois précédent. L'inflation annuelle des biens alimentaires s'est établie à 14,7%, celle des biens non alimentaires à 8,2% et celle des services à 8,1%.

Position externe

La dette extérieure totale a atteint 36,7 Md USD (60% du PIB) à la fin du premier trimestre 2021, en hausse de 31,7% en g.a.

Secteur bancaire

Au 1er juin, les actifs du secteur bancaire ont augmenté de 27,5% en g.a. à 395 034 Md UZS

(37,3 Md USD), les crédits bancaires à l'économie réelle ont atteint 297 778 Md UZS (28,1 Md USD), soit une augmentation de 25,1% en g.a. Les dépôts des particuliers ont atteint 29 519 Md UZS (2,8 Md USD), soit une augmentation de 20,3% en g.a. **L'ensemble du secteur bancaire a réalisé 2301 Md UZS (219 M USD) de bénéfice net en janvier-mai 2021, en hausse de 5,6% en g.a.**

Compte courant

La Banque centrale a révisé ses estimations du déficit du compte courant de 2,5 Md USD à 2,1 Md USD (soit 13,7% du PIB prévisionnel 2021) au 1er trimestre 2021, soit une hausse de 138,6% en g.a

persistance des faiblesses structurelles de l'économie tadjike: une économie peu diversifiée, un revenu par habitant très faible et une forte dépendance aux transferts de revenus depuis la Russie.

L'amélioration de la perspective sur la note souveraine traduit la forte augmentation des réserves en devises du pays (2,2 Md USD fin 2020, soit plus de 8 mois d'importations) et l'amélioration significative du solde courant, excédentaire à hauteur de 4% du PIB en 2020, favorisée par une hausse des exportations d'or et une compression des importations. Ces évolutions réduisent les risques de liquidité et la vulnérabilité extérieure du pays.

Tadjikistan

Moody's a revu à la hausse la perspective sur la note souveraine du Tadjikistan

Le 29 juin 2021, l'Agence de notation Moody's a confirmé sa note de long terme en devises locale et étrangères à B3 et a amélioré la perspective de « négative » à « stable ». Selon l'agence de notation, le maintien de la note reflète la relative résilience de l'économie tadjike pendant la pandémie de Covid-19 et ses perspectives de croissance élevées à moyen terme, mais aussi la

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, Cyril Nizart, Benoît Usciati (SER de Moscou), Diana Karachanski (BILAT2)

Pour s'abonner :
Crédits photo :

Moscou@dgtresor.gouv.fr
© DG Trésor, [Creative Commons](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/) (G. Grachev)