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° 13– 04 juin 2021

Sommaire

Zoom : En Russie, le ministre des Finances a annoncé la dé-dollarisation du Fonds souverain

RUSSIE

- La Banque de Russie publie une nouvelle enquête sur les prévisions macro-économiques de 26 économistes
- Tests de résistance au sein du système bancaire
- Le taux de détention de l'encours d'OFZ par les non-résidents toujours en baisse
- Activité : publication des indices PMI pour mai 2021
- Investissements directs étrangers : bilan 2020

UKRAINE

- Compte courant
- Investissements directs étrangers : bilan 2020

BIÉLORUSSIE

- Relations avec la Russie
- Endettement public
- Revenus réels disponibles

KAZAKHSTAN

- Révision statistique pour le PIB au T1 2021
- Activité : publication des indices PMI pour mai 2021
- Inflation

ARMENIE

- Inflation

OUZBEKISTAN

- Inflation
- Projets d'infrastructures

KIRGHIZSTAN

- Politique monétaire

TADJIKISTAN

- Activité

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

Zoom de la semaine : En Russie, le ministre des Finances a annoncé la dé-dollarisation du Fonds souverain du pays

A l'occasion du Forum économique de Saint-Pétersbourg et à quelques semaines d'un sommet entre Vladimir Poutine et Joe Biden, le ministre des Finances Anton Silouanov a annoncé que les actifs liquides du Fonds souverain russe, le Fonds du bien-être national, ne seraient plus investis en dollar. Cette dé-dé-dollarisation doit être mise en œuvre au cours du mois à venir.

1/Le Fond du bien-être national (FBEN) est un fond souverain alimenté par les recettes budgétaires pétro-gazières excédentaires. Dans le cadre de l'application de la règle budgétaire, les recettes fiscales pétro-gazières découlant d'un prix du baril de pétrole de marque Oural supérieur à 40 USD[1] sont transférées à la Banque de Russie qui les investit en actifs liquides extérieurs pour le compte du ministère des Finances. A échéance régulière, ces avoirs sont transférés au FBEN. Quand le prix du baril d'Oural est inférieur au prix-pivot – comme ce fut le cas, un temps, en 2020 – la règle budgétaire autorise, sous certaines conditions, des transferts du FBEN vers le budget fédéral.

2/ Ce dispositif a un intérêt certain au plan macroéconomique. Il permet en effet, « par temps de pluie », un lissage des dépenses publiques. Inversement, quand les cours du pétrole sont hauts, le placement (en devises ou, désormais, en or – Cf. Infra) des excédents conduit à une accumulation de réserves financières. Le mécanisme global permet en outre, dans une certaine mesure, de dé-corréler les évolutions du pétrole de celles du rouble (puisque que quand le cours du pétrole est haut, il est procédé à des ventes de roubles/achats de devises, et réciproquement).

3/Le FBEN est structuré schématiquement en deux grandes parties. Il est composé actuellement aux deux tiers d'avoirs liquides, déposés à la Banque de Russie et placés en devises. Le tiers restant est investi dans des actifs « stratégiques » (pour l'essentiel : rachat de SBER en 2020, projet Yamal, dépôts auprès de VEB.RF, participations au capital des banques VTB, GazpromBank et Rosselkhozbank). **La part liquide du fonds peut être utilisée pour des investissements « stratégiques » dès lors**

[1] Ajusté de +2% par an à partir de 2018.

qu'elle dépasse 7% du PIB[2]. Au 1er mai 2021, les encours totaux du FBEN s'élèvent à 186 Md USD (environ 12% du PIB) contre 168 Md USD un an plus tôt. La part liquide du FBEN ressort quant à elle à 7,5% du PIB.

Compte tenu du niveau présent des cours pétroliers, le mécanisme de la règle budgétaire induit actuellement des achats de devises par la Banque centrale, qui seront ultérieurement déversés dans le FBEN. Ainsi, la Banque centrale procèdera à l'achat de devises sur le marché des changes pour le compte du ministère des Finances à hauteur de 220,9 Md RUB (soit 3 Md USD) du 7 juin au 6 juillet 2021 (10,5 Md RUB par jour) contre 123,7 Md RUB du 11 mai au 4 juin 2021.

4/Dans le prolongement des déclarations du ministre des Finances lors du Forum économique de Saint-Pétersbourg, le ministère des Finances a publié un communiqué annonçant 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%[3]. 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, nouveauté, 20% des avoirs du fonds seront désormais placés en or. Le ministère des Finances a justifié cette décision en mettant en avant la nécessité de préserver le FBEN « *dans le contexte des tendances macro-économiques et géopolitiques des dernières années* ».

Pour mémoire, en février 2021, le ministère des Finances avait déjà modifié la structure des avoirs liquides en devises du FBEN pour y intégrer le yen japonais (à hauteur de 5%) et le yuan chinois (15%). Les parts du dollar américain et de l'euro avaient alors été réduites de 45% à 35%. Par ailleurs, fin 2020, des amendements aux Code budgétaire avaient introduit la possibilité que le FBEN investisse dans les métaux précieux.

5/ A ce stade, cette décision n'affecte *a priori* pas la structure globale des réserves internationales de la Russie. Les avoirs actuels du FBEN libellés en dollar américain sont de l'ordre de 40 Md USD. Ils ne forment qu'une partie des réserves internationales de la Russie, détenues

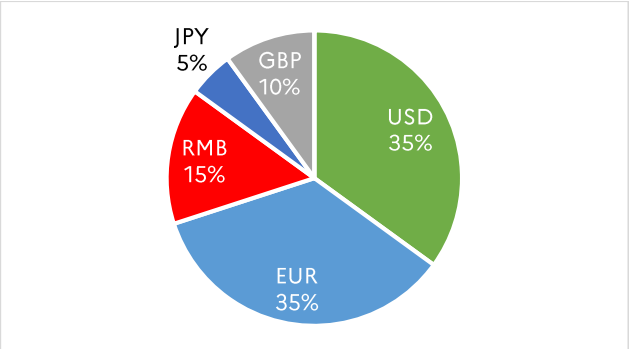
[2] Précisément, les investissements sont autorisés à hauteur du delta entre le volume des liquidités du fonds et 7% du PIB.

[3] Entendu bien sûr comme la part dans la fraction liquide du FBEN.

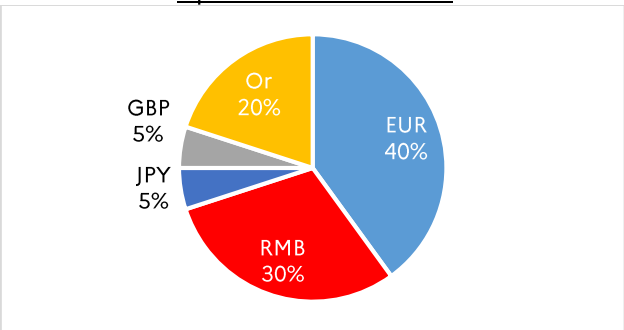
par la Banque centrale et qui s'élèvent à fin avril 2021 à 590,4 Md USD. Au sein des réserves, les actifs en euro sont de l'ordre de 170 Md USD (près de 30%), les actifs en dollar et l'or représentent chacun 130 Md USD (respectivement 22 et 23%) et les actifs en yuan sont d'environ 70 Md USD (12%). Sachant que le mouvement de sortie du dollar du FBEN implique d'accroître ses actifs en or, yuan et euro de l'ordre de respectivement 23 Md, 18 Md et 5 Md USD, le rééquilibrage devrait théoriquement pouvoir s'opérer à l'intérieur du bilan de la Banque centrale. La question sera ensuite de savoir si celle-ci pourrait procéder à son tour à un ajustement aussi drastique de la structure de ses avoirs extérieurs, ce qui est loin d'être certain. En la matière, les données statistiques ne sont rendues publiques qu'avec un décalage de 6 mois.

Figure. Évolution prévue de la structure de la partie liquide du FBEN

Avant dédollarisation



Après dédollarisation



6/La dé-dollarisation est une tendance très nette de l'économie russe. Cette démarche s'illustre notamment dans trois directions :

- **La dé-dollarisation des bilans des agents économiques** : à titre d'exemple, la dette extérieure russe est de moins en moins libellée en dollar et cette tendance concerne tous les secteurs institutionnels de l'économie ; elle profite largement à l'euro. Globalement, la part de la dette externe en dollar atteint 46% fin 2020 contre 67% en mars 2015 ;
- **La diminution de la part des réserves de change de la Russie libellées en dollars et plus globalement libellées en devises occidentales** : celles-ci ne représentent plus que 57% du total fin septembre 2020 contre plus de 80% fin 2015 ;
- **La baisse de la part du dollar dans les échanges commerciaux avec les pays tiers** : alors que les exportations russes de biens et services étaient à plus de 80%

réglées en dollar au premier trimestre 2013, cette proportion n'était plus que de 48% au dernier trimestre 2020. S'agissant des importations russes de biens et services, initialement moins dollarisées que les exportations, la baisse de la part du dollar dans les règlements apparaît moins marquée, passant de 41% au premier trimestre 2013 à 35% au dernier trimestre 2020.

Russie

La Banque de Russie a lancé une enquête régulière auprès des prévisionnistes professionnels

La Banque de Russie a rendu publique la première édition de sa nouvelle enquête qui recensera sur une base régulière les prévisions macro-économiques de 26 économistes appartenant à des établissements financiers russes et étrangers[4]. L'enquête porte sur les prévisions en matière d'inflation, de PIB, de taux de change, de salaires nominaux et de *spread* CDS 5 ans (indicateur de marché de risque pays).

La prévision médiane d'activité en 2021 ressort à +3,5% au sein d'une fourchette allant de +1,5% à 4,3%. A noter que les prévisionnistes estiment le potentiel de croissance de long terme de l'économie russe à +2%.

La prévision médiane en matière de taux de change RUB/USD est de 73,7 en 2021, de 72,5 en 2022 et de 74 en 2023, avec une dispersion croissante dans le temps (intervalle 65-85 en 2023).

La Banque de Russie coordonne la conduite de tests de résistance au sein du système bancaire

La Banque de Russie, dans son rôle de superviseur bancaire, assure la coordination d'un exercice de *stress tests* au sein du système bancaire. Ces tests évaluent la capacité de résilience des établissements de crédit et du système bancaire dans son ensemble en cas d'occurrence d'évènements adverses. Les résultats de l'exercice devraient être publiés au dernier trimestre 2021.

La part des non-résidents dans la dette publique en rouble demeure en recul

La part des non-résidents dans l'encours total des obligations d'État sur le marché domestique (OFZ) a diminué à 19,5% au 1er avril 2021, soit une baisse de 12,1 pdp en g.a. et de 1,4 pdp en g.m.

Activité : indicateurs avancés en hausse

L'indice PMI des services a augmenté à 57,5 points en mai 2021 contre 55,2 points en avril 2021. L'indice PMI du secteur manufacturier a augmenté à 51,9 en mai 2021 contre 50,4 points en avril. Un indice au-dessus de 50 points correspond à une progression de l'activité.

Investissements directs étranger : bilan 2020

La Banque de Russie a diffusé les statistiques d'investissements directs étrangers à fin 2020. Ainsi, au 1er janvier 2021, le stock d'IDE entrants en Russie s'est élevé à 446,7 Md USD, en baisse de 9,4% en g.a., tandis que le stock d'IDE sortants s'est élevé à 379,6 Md USD, en baisse de 6,8% en g.a.
Au 1er janvier 2021, **le stock d'IDE français en Russie s'est élevé à 19,4 Md USD, en baisse de 13,1% en g.a**. La France demeure le 2ème investisseur étranger en Russie derrière le Royaume-Uni, hors zones à fiscalité attractive. Le stock d'IDE russes en France s'est élevé à 3,2 Md USD, en hausse de 1,3% en g.a (10ème destination

[4] La prochaine enquête sera menée entre le 7 et le 13 juillet.

d'investissement de la Russie hors zones à fiscalité attractive).

Ukraine

Le compte courant a été excédentaire en janvier-avril 2021

Selon les données de la Banque nationale d'Ukraine, le compte courant a enregistré un excédent de 1,1 Md USD sur janvier-avril 2021, soit 2,1% du PIB. Sur la période considérée, les exportations de biens se sont élevées à 17,4 Md USD, en hausse de 16,7% en g.a, tandis que les importations ont atteint 19,4 Md USD, en hausse de 19,9% en g.a. Le déficit commercial a atteint 2,1 Md USD, en hausse de 57,2% en g.a.

Investissements directs étrangers : bilan 2020

Fin 2020, le stock d'IDE entrants s'est établi à 48,9 Md USD, en baisse de 4,8% en g.a. et celui d'IDE sortants à 46,1 Md USD, en baisse de 3,8% en g.a. Sur l'année 2020, les flux d'IDE entrants nets se sont élevés à -868 M USD (vente d'actifs en Ukraine par les non-résidents) contre 5,9 Md USD en 2019, tandis que les flux d'IDE sortants nets se sont élevés à 82 M USD (acquisition d'actifs étrangers par les résidents) contre 648 M USD en 2019.

Biélorussie

Relations avec la Russie

Le 2 juin, le ministère des Finances biélorusse a annoncé avoir reçu la deuxième tranche, d'un montant de 500 M équivalent USD, du crédit accordé par la Russie à la Biélorussie dans le cadre d'un accord intergouvernemental signé le 21 décembre 2020. Pour rappel, la Biélorussie avait également bénéficié d'un prêt de 500 M USD octroyé par le Fonds eurasiatique de stabilité et de développement le 16 octobre 2020.

Finances publiques

La dette de l'État biélorusse a atteint 58,1 Md BYN (22,7 Md USD) au 1er mai 2021, soit environ 37,4% du PIB, en hausse de 15,9% en g.a. en rouble biélorusse et en hausse de 9,3% en g.a. en dollars.

Revenus des ménages

Les revenus réels disponibles ont augmenté de 2,9% au 1er trimestre 2021 en g.a.

Kazakhstan

La variation du PIB au 1er trimestre 2021 a été revue à la hausse

Le Bureau de statistiques a revu à la hausse son estimation de variation du PIB au 1er trimestre 2021 de 0,1 pdp à -1,5% en g.a.

Activité : indicateurs avancés

L'indice PMI des services s'est établi à 52,8 points en mai contre 2021 contre 52,2 points en avril, tandis que l'indice PMI composite s'est établi à 52,2 en mai contre 51,7 points en avril. L'indice PMI du secteur manufacturier a diminué à 50,6 points en mai 2021 contre 50,7 points en avril. Un indice au-dessus de 50 points correspond à une progression de l'activité.

L'inflation accélère en mai

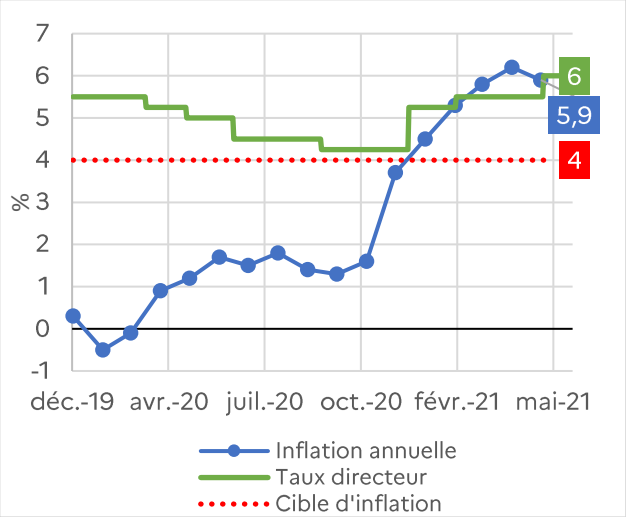
L'inflation a accéléré à 7,2% en mai 2021 contre 7% en avril. Elle est principalement tirée par l'inflation alimentaire, qui s'est établi à 9,3% en mai en g.a., contre 6,7% pour les biens non-alimentaires et 5,1% pour les services. Ces trois postes sont respectivement pondérés à hauteur de 39%, 30% et 31% dans le calcul de l'indice des prix à la consommation.

Arménie

L'inflation a ralenti pour la première fois depuis octobre 2020

L'inflation a ralenti à 5,9% en mai 2021 en g.a. contre 6,2% en avril 2021. Elle s'élève à 7,5% en g.a. pour l'inflation alimentaire. Ce ralentissement met fin à une période d'augmentation continue de l'inflation depuis octobre 2020, et reflète la hausse du taux directeur de 5,5% à 6% décidée par la Banque centrale d'Arménie le 4 mai dernier.

Figure. Évolution de l'inflation en Arménie



Ouzbékistan

L'inflation a légèrement accéléré en mai

L'inflation a accéléré à 10,9% en mai 2021 en g.a. contre 10,7% en avril 2021.

Lancement de grands projets dans la région défavorisée de Surkhandarya

Energie – projet de centrale solaire de 457 MW

La première pierre d'une centrale solaire photovoltaïque de 457 MW a été posée à Sherabad. Réalisée par la société émiratie Masdar (260 M USD d'investissements), la mise en œuvre de ce projet permettra d'économiser 340 millions de mètres cubes de gaz naturel par an, et d'approvisionner 300 000 foyers en électricité. La mise en service de la centrale est prévue en août 2023.

Eau & assainissement – construction de 400 km de canalisations

Afin d'approvisionner en eau potable 1,5 million d'habitants de la région, le président a ordonné la construction de 400 km de réseaux d'eau à partir du grand réservoir de Tupalang. Le financement requis, de l'ordre de 150 M USD, devrait être apporté par les bailleurs de fonds internationaux.

Kirghizstan

La Banque nationale du Kirghizstan a maintenu son taux directeur à 6,5%

Le 31 mai 2020, la Banque nationale du Kirghizstan a décidé de maintenir son taux directeur à 6,5%. Elle souligne notamment les premiers signes de reprise de l'économie kirghize : le PIB a augmenté de 1,1% sur janvier-avril 2021 (hors mine de Kumtor) et les transferts monétaires des travailleurs à l'étranger ont augmenté de 22,4% au 1er semestre 2021. Selon la Banque nationale, les risques inflationnistes demeurent principalement liés à l'augmentation des prix des produits alimentaires sur les marchés mondiaux et au sein de l'UEE.

Tadjikistan

Activité

Selon le ministre du Développement économique Z. Zavkizoda, le PIB a augmenté de 8% en janvier-avril 2021 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

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, Benoît Usciati (SER de Moscou) ; François Salviat (SE de Tachkent)

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