

**COLLOQUE**  
**« LA CRISE :**  
**TROIS ANS APRÈS**  
**QUELS**  
**ENSEIGNEMENTS ? »**

*Université Blaise Pascal*  
*IUFM Auvergne*  
*Mardi 9 février 2010*

**Ukraine et Biélorussie :**  
**des crises jumelles ?**

Michaël Goujon, Samuel Guerineau  
*CERDI, Université d'Auvergne*

# **Ukraine et Biélorussie : des crises jumelles ?**

*Version préliminaire, 1<sup>er</sup> février 2010*

Michaël Goujon, Samuel Guerineau

*CERDI, Université d'Auvergne*

L'Ukraine et la Biélorussie, qui peuvent être classés parmi les pays encore en transition d'Europe de l'est, ont été touchées depuis l'année 2008 par les effets de la crise financière internationale. La compréhension des mécanismes à l'œuvre dans le déroulement de ces crises est particulièrement intéressante pour des raisons à la fois politiques et analytiques. D'une part, l'évolution de la situation macroéconomique et politique de ces pays revêt une importance nouvelle pour l'Union européenne. En effet, la Biélorussie et l'Ukraine sont devenues des pays frontaliers de la nouvelle Union Européenne à 27 pays membres (UE27) depuis l'adhésion ces dernières années des pays Baltes, de la Pologne et de la Roumanie (cf. carte 1). Outre leurs relations directes avec l'UE27, ils jouent un rôle important dans les relations de la zone avec la Russie (notamment sur les questions d'approvisionnement en gaz et en pétrole). L'UE27 s'est ainsi engagée dans la signature d'accords de partenariat avec ces deux pays (mais de manière plus avancée avec l'Ukraine). L'expérience de ces deux pays face aux effets de

la crise financière est également riche d'enseignements sur l'avancement de leur processus de convergence vers les pays à haut revenu. Enfin, et c'est la question qui va structurer notre analyse, il est intéressant de savoir comment des pays ayant des structures économiques proches sans être identiques sont affectés par la crise.

Les économies ukrainiennes et biélorusses sont caractérisées par des niveaux de production par tête et de structure de production relativement similaires (cf. tableau 1), mais leur intégration à l'économie mondiale est différente. L'Ukraine apparaît à la fois moins dépendante de la Russie et plus ouverte financièrement, bénéficiant non seulement d'investissements directs étrangers mais également de flux financiers de court terme. La vulnérabilité des deux pays à une crise financière mondiale pouvait donc apparaître différente *ex ante*. Une première analyse suggère pourtant des similitudes très fortes entre les crises ukrainienne et biélorusse, à la fois dans l'évolution des deux pays avant celle-ci et dans son déroulement. Tout d'abord, les deux pays ont connu sur la période récente (2003-07) une croissance forte tirée par une augmentation explosive des exportations (cf. graphiques 1 et 2). Cette période d'expansion a été brutalement interrompue - de manière quasiment simultanée - à l'automne 2008 par une chute des exportations. L'aggravation du déficit de la balance des paiements a ensuite conduit les autorités à faire appel à l'appui financier du FMI dès le mois d'octobre et à déprécier fortement leur monnaie fin 2008 - début 2009 (cf. graphique 3). Les éléments de convergence sont donc frappants. Comment peut-on expliquer une telle similarité dans les conséquences de la crise alors que les deux pays semblaient différents avant la crise ? Deux explications complémentaires peuvent être



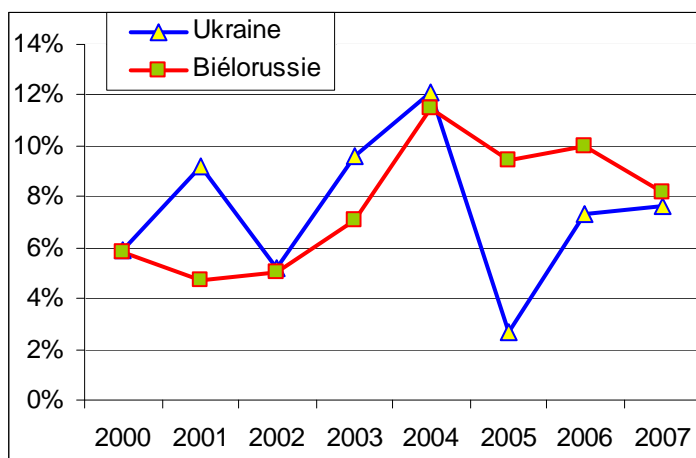
leurs caractères principaux (section 2). Une analyse des mécanismes de la crise est ensuite proposée en confrontant les différents facteurs théoriques aux « faits stylisés » identifiés (section 3).

*Tab 1 : Production par tête et structure productive (2007)*

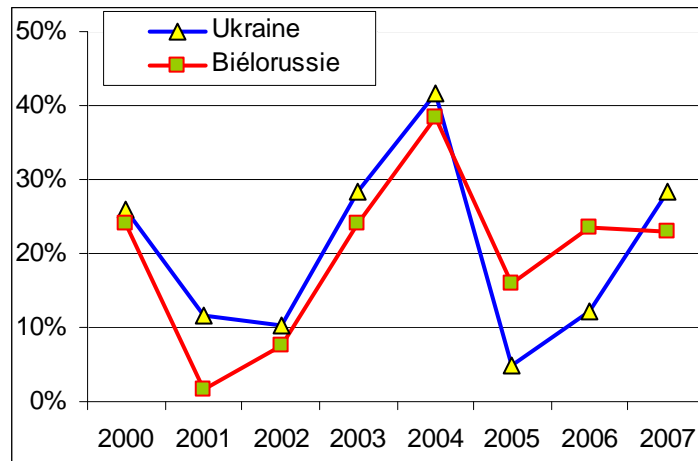
	<b>Ukraine</b>	<b>Biélorussie</b>
Population	46383	9702
<b>Niveau de développement</b>		
PIB par tête (dollars courants)	3029	4615
PIB par tête (dollars PPA)	6916	10850
Rang PIB/tête en PPA	94	74
<b>Structure production</b>		
Part agriculture	0,087	0,093
Part industrie	0,346	0,42
Part services	0,567	0,487

Source : banque mondiale, World Development Indicators

*Graph 1 : Taux de croissance du PIB (2000-2007)*



Graph 2 : Taux de croissance des exportations (2000-2008)

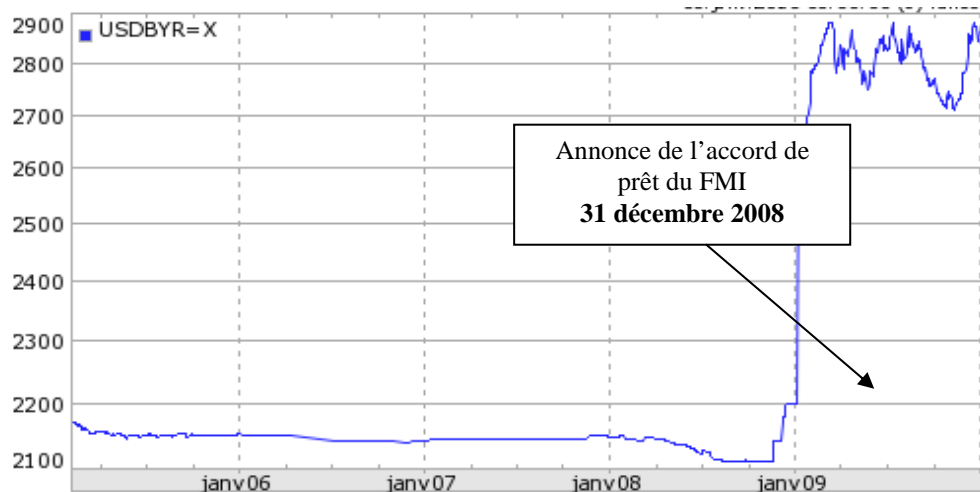


Notes : valeur des exportations en dollar.

Source : FMI, statistiques financières internationales

Graph 3 : Taux de change, (2005-2009)





Notes : nombre de roubles biélorusses pour un dollar, et nombre de hryvnia ukrainiens pour un dollar.

Source : yahoo.finance

## 1. LA SITUATION INITIALE : POINTS COMMUNS ET DIFFERENCES

Les éléments d'analyse des effets de la crise financière internationale sur les économies ukrainienne et biélorusse concernent leurs flux commerciaux, la structure de leur système financier et leur conjoncture macroéconomique. Mentionnons au préalable que les deux pays pratiquent des régimes de change relativement proches, marqués par un taux de change fixe et des restrictions limitées sur les opérations du compte financier<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Après avoir unifié ses taux de change en 2000, la Biélorussie a successivement utilisé un système d'ancrage sur le rouble russe (avec un mécanisme de crawling band), puis un ancrage conjoint sur le rouble russe et le dollar, avant de basculer sur un ancrage unique sur le dollar en janvier 2008. Il a adopté la convertibilité courante en 2001 et conserve des restrictions sur les flux de capitaux sortants alors que les capitaux

## **A. L'intégration commerciale**

La structure des importations est relativement proche entre les deux pays (cf. tableau 2), avec un poids élevé des combustibles et des produits miniers, alors que la part des produits manufacturés est inférieure à la moyenne mondiale, surtout en Biélorussie. La structure des exportations diffère plus nettement entre les deux pays. La Biélorussie est spécialisée sur les combustibles (exportations de pétrole raffiné importé de Russie notamment) alors que l'Ukraine est un exportateur net de produits agricoles et de produits industriels (en particulier de l'acier).

Dans les deux pays le commerce est orienté sur la Russie (en particulier des importations de combustibles) et l'Union Européenne (en particulier des exportations d'acier et de combustibles (cf. tableau 3). Il apparaît donc une concentration relativement forte du commerce des deux pays à la fois en termes de produits et de partenaires, qui induit une dépendance forte de ces économies vis-à-vis de l'activité économique de l'UE et de la Russie. Il faut noter qu'à cette dépendance sur les volumes s'ajoute une dépendance sur les prix, dans la mesure où la Russie a longtemps vendu ses hydrocarbures aux deux pays à un prix nettement inférieur au prix mondial. L'Ukraine et la Biélorussie sont donc exposées à un risque d'alignement du prix de fourniture sur le prix

---

entrants sont en général soumis à une simple notification auprès de la Banque centrale. Le régime de change du Hryvnia ukrainien est officiellement un régime de flottement géré sans trajectoire prédéterminée. Compte tenu de la faiblesse des fluctuations du cours par rapport au dollar depuis 2001<sup>1</sup>, le régime a été considéré comme un régime de change fixe par le FMI à partir de 2003, et jusqu'en avril 2008, où une flexibilité accrue a justifié sa requalification en flottement géré. L'adoption de la convertibilité courante date de 1996, et les opérations du compte financier sont soumises à des restrictions limitées.

mondial. Les relations diplomatiques de la Russie étant plus conflictuelles avec l'Ukraine qu'avec la Biélorussie, cette dernière est de fait moins exposée à ce risque de prix.

Tab 2 : Structure du commerce par groupe de produits

Ouverture commerciale	Ukraine	Biélorussie	Monde
Exports/ PIB	0,38	0,55	
Imports/ PIB	0,56	0,65	
Commerce / PIB	0,94	1,2	
Structure exports			
Agriculture	13,8	9,2	8,5
Combustibles et ind. Extractives	11,4	35,6	22,5
Produits manufacturés	73,6	53	66,5
Structure imports			
Agriculture	7,6	8,7	8,5
Combustibles et ind. Extractives	30	38,8	22,5
Produits manufacturés	61,6	48,4	66,5
Solde			
Agriculture	6,2	0,5	
Combustibles et ind. Extractives	-18,6	-3,2	
Produits manufacturés	12	4,6	

Source : Statistiques du commerce de la Commission Européenne

**Tab 3 : Principaux partenaires commerciaux de la Biélorussie et de l'Ukraine, 2008**

Biélorussie						Ukraine					
Importations		Exportations		Total		Importations		Exportations		Total	
Russie	60	UE27	44	Russie	47	UE27	41	UE27	29	UE27	36
UE27	22	Russie	32	UE27	32	Russie	27	Russie	23	Russie	26
Ukraine	5	Ukraine	9	Ukraine	7	Chine	9	Turquie	8	Chine	6
Chine	4	Brésil	3	Chine	3	Turkmenis	5	E-Unis	3	Turquie	5
E-Unis	1	Chine	2	Brésil	2	Biélorussie	3	Biélorussie	3	Turkmenis	3
Japon	1	Kasakh	1	E-Unis	1	Turquie	2	Egypte	2	Biélorussie	3

Source : Statistiques du commerce de la Commission Européenne

## **B. Le système financier : structure et intégration internationale**

L'analyse du système financier met en lumière des différences plus nettes entre les deux pays que sur le plan commercial. En effet, le système financier ukrainien est plus développé, plus concurrentiel, et plus ouvert sur le reste du monde (cf. tableau 4). L'écart de développement financier apparaît clairement à travers les indicateurs de taille du secteur bancaire (taux de monétarisation de l'économie, taux des actifs bancaires sur le PIB), de taille du marché financier mais également avec l'émergence d'intermédiaires financiers non bancaires en Ukraine. Il faut néanmoins noter un poids plus faible de la circulation fiduciaire en Biélorussie (cf. tableau 4), cohérente avec son niveau de PIB par tête plus élevé que l'Ukraine, mais en décalage avec son retard relatif en termes de développement financier.

Alors que le système bancaire ukrainien est marqué par une concentration faible (les 25 premières banques ne regroupent que 75% des actifs bancaires), et une faible part des banques d'Etat, le système biélorusse est caractérisé par la concentration et l'hégémonie des banques d'Etat (4 banques d'Etat regroupant 85% des crédits et 75% des dépôts). Le poids de l'Etat se traduit également par une part significative des crédits octroyés aux entreprises publiques (cf. tableau 4). L'Etat biélorusse utilise de manière importante des crédits « dirigés » et des limites administratives sur les taux d'intérêt, ce qui alimente une forte croissance du crédit et un risque de défaut élevé, très mal mesuré car non provisionné par les banques.

Le système financier ukrainien apparaît comme nettement plus ouvert sur les marchés financiers internationaux. Cette ouverture financière peut se mesurer dans la structure du système bancaire agrégé (créances et engagements vis-à-vis du reste du monde, cf. tableau 4), mais également dans la position d'investissement, qui propose une mesure des stocks d'actifs et de passif vis-à-vis du reste du monde (mesurés en % du PIB dans le tableau 5). Les investissements directs et de portefeuille des deux pays vers le reste du monde étant marginaux, l'actif des deux pays est constitué de créances bancaires vis-à-vis des non résidents et de réserves. Pour les deux types d'avoirs extérieurs, l'actif est beaucoup plus important dans le secteur bancaire ukrainien.

La structure des engagements montre des différences plus nettes dans les flux de capitaux entrants. D'une part, l'Ukraine a reçu approximativement deux fois plus d'IDE et de crédits bancaires que la Biélorussie. D'autre part, l'Ukraine bénéficie d'investissements de portefeuille

(essentiellement des obligations) alors que ce type de financement est inexistant pour son voisin biélorusse.

Il apparaît donc clairement que l'Ukraine attire des financements internationaux beaucoup plus importants que la Biélorussie, mais qu'une part importante de ces financements est susceptible de variations brusques (crédits bancaires et investissements de portefeuille). L'Ukraine cumule donc une exposition à une crise de liquidité des banques créancières et à un risque de prix sur le marché de sa dette extérieure. L'exposition au risque de liquidité internationale existe dans les deux pays (actif net de l'ordre de 19% et 17%), mais elle est plus faible et concentrée sur du crédit bancaire en Biélorussie.

Les ratios de risques financiers suggèrent une gestion du risque de crédit conforme aux normes internationales avant la crise (ratio d'adéquation du capital respectivement de 14% et 19% en Ukraine et Biélorussie), dans la mesure où le poids des créances douteuses est compensé par un niveau de capital élevé (respectivement 12% et 16%). Il faut cependant noter que compte tenu du rythme très élevé de la croissance des crédits dans les années précédentes (+51 % par an entre 2003 et 2007), l'ampleur des créances douteuses est probablement sous-estimée.

**Tab 4 : Bilan consolidé du système bancaire de l'Ukraine et de la Biélorussie**

<b>Actif</b>	<b>Biélor.</b>	<b>Ukraine</b>	<b>Passif</b>	<b>Biélor.</b>	<b>Ukraine</b>
Actifs extérieurs nets	13%	24%	Monnaie au sens large (M3)	73%	83%
Créances sur les non résidents	28%	43%	Billets en circulation	11%	26%
Engagements vis-à-vis des NR	15%	20%	Dépôts à vue monétaire	27%	20%
Créances internes	87%	76%	Autres dépôts	33%	36%
Créances nettes sur l'Etat central	0%	4%	Titres autres que les actions	1%	1%
Créances sur l'Etat central	18%	9%	Dépôts non inclus dans M3	2%	1%
Engag. vis-à-vis de l'Etat central	17%	6%	Titres non inclus dans M3	0%	0%
Créances / économie	86%	73%	Prêts	0%	0%
Créances / autres IF	0%	1%	Produits financiers dérivés	0%	0%
Créances / collectivités locales	2%	0%	Réserves techniques d'ass.	0%	0%
Créances / entreprises pub.	22%	4%	Actions et autres participations	29%	17%
Créances / secteur privé	62%	68%	Autres	-3%	-1%

**Tab 5 : Position d'investissement de l'Ukraine et la Biélorussie (moyenne 2003-2007)**

	<b>Biélor.</b>	<b>Ukraine</b>		<b>Biélor.</b>	<b>Ukraine</b>
<b>Actifs</b>	<b>12%</b>	<b>50%</b>	<b>Passif</b>	<b>29%</b>	
Investissement Direct à l'Etranger	0%	1%	Investissement Direct Etranger	9%	
Investissement de portefeuille	0%	0%	Investissement de portefeuille	0%	
Actions	0%	0%	Actions	0%	
Obligations	0%	0%	Obligations	0%	
Produits dérivés	0%	0%	Produits dérivés	0%	
Autres Investissements	<b>7%</b>	<b>30%</b>	Autres Investissements	<b>20%</b>	
Autorités monétaires	1%	1%	Autorités monétaires	1%	
Gouvernement Central	0%	0%	Gouvernement Central	2%	
Banques	2%	4%	Banques	4%	
Autres Secteurs	<b>4%</b>	<b>25%</b>	Other Sectors	14%	
Actifs de Réserves	<b>5%</b>	<b>19%</b>			

### **C. La situation macroéconomique : des signes de surchauffe**

La situation macroéconomique de l'Ukraine et de la Biélorussie a été marquée par une phase d'expansion rapide depuis 2003 (respectivement 7,9% et 9,2% de croissance du PIB réel par an sur la période 2003-2007). Cette croissance soutenue a été stimulée par une augmentation encore plus rapide des exportations (23% et 25% de croissance annuelle sur la même période), elle-même fortement influencée par une évolution favorable du prix du pétrole et de l'acier (dont le prix a doublé entre 2002 et 2007).

La phase de croissance a été financée à la fois par un accroissement des crédits bancaires internes (taux de croissance annuelle de 59% et 51% respectivement en Ukraine et en Biélorussie) et des financements extérieurs, en particulier pour l'Ukraine, l'afflux pour la Biélorussie étant de moindre ampleur et plus tardif (à partir de 2006).

Dans les deux pays, cette croissance soutenue s'accompagne de signes de surchauffe conjoncturelle, notamment une reprise de la dynamique inflationniste (cf. graphique 4) et une tendance à l'appréciation réelle, surtout en Ukraine (cf. graphique 5). En effet, le mouvement d'appréciation s'amorce pour ce pays dès 2005 et atteint 23% en juillet 2008 (par rapport à janvier 2003). La Biélorussie connaît au contraire une appréciation réelle limitée entre 2003 et juillet 2008 (5% par rapport à janvier 2003)<sup>2</sup>. A la

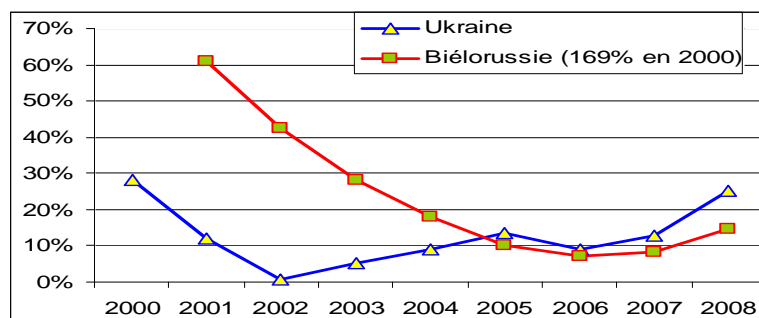
---

<sup>2</sup> La faible appréciation réelle est permise par une dépréciation nominale significative vis-à-vis de l'euro et du rouble russe compensant le surplus d'inflation biélorusse. L'appréciation réelle de fin de période est liée à une reprise de l'appréciation nominale et à l'accélération de l'inflation.

veille de la crise, le secteur des biens échangeables ukrainien apparaît donc plus vulnérable à des chocs de prix compte tenu d'une probable surévaluation de la monnaie ukrainienne.

Résumons les principales faiblesses des deux économies au moment où s'amorce la crise. Du point de vue du commerce extérieur, l'Ukraine et Biélorussie partagent une dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie (d'autant plus forte que le prix est subventionné) et une concentration de leurs exportations à la fois sectorielle (pétrole raffiné, acier, produits chimiques) et géographique (UE27 et Russie). A ces vulnérabilités structurelles s'ajoute pour l'Ukraine une situation de surévaluation de sa monnaie. La différence d'exposition au risque financier est plus nette : l'Ukraine est plus vulnérable à un renversement des flux de capitaux étrangers de court terme (crédit bancaire et titres de dettes). L'exposition au risque de liquidité internationale existe également en Biélorussie même si elle est plus faible, mais le système financier semble plus vulnérable au risque de crédit compte tenu du poids des crédits « dirigés ».

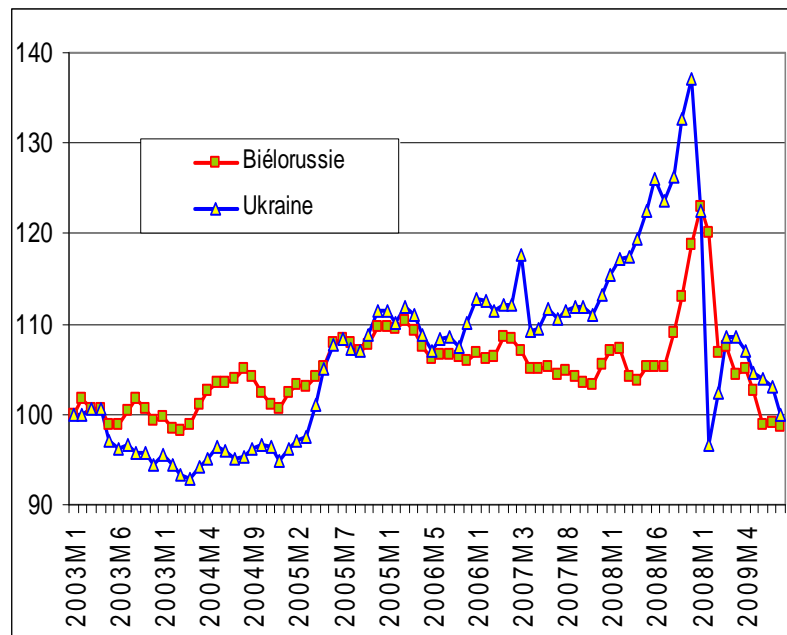
Graph 4 : Taux d'inflation annuels, 2000-2008



Notes : taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation

Sources : IFS du FMI

**Graph 5 : Indice de taux de change effectif réel, mensuel  
2003-2009**



Notes : Base janvier 2003 = 100. Une hausse de l'indice correspond à une appréciation réelle. TCER calculé à partir des indices de prix à la consommation.

Sources : calculs des auteurs pour le TCER de la Biélorussie (poids identiques pour le dollar, l'euro et le rouble russe), IFS pour l'Ukraine.

## **II. LE DEROULEMENT DE LA CRISE**

Les deux pays ont subi plusieurs chocs d'origine externe de nature commerciale et financière, qui ont aussi révélé des vulnérabilités internes vues dans la section précédente. Les conséquences de ces chocs sont reflétées par l'évolution des comptes de la balance des paiements.

## **A. Le choc commercial**

Le choc commercial intervient dès octobre 2008 pour les deux pays et se montre tout aussi brutal. Les flux commerciaux, exportations et importations, sont réduits de moitié pour les deux pays entre septembre 2008 et janvier 2009 (cf. graphique 6). La chute des exportations est la conséquence d'une baisse du prix des produits et des quantités exportées, c'est-à-dire demandées par les clients étrangers (les deux étant liés puisqu'une baisse de la demande mène généralement à une baisse des prix). Le prix mondial des produits primaires exportés par les deux pays diminue dans le second semestre de 2008, que cela soit pour les produits énergétiques ou les produits de l'industrie lourde (produits pétroliers, fertilisants, acier<sup>3</sup>). Le volume des exportations diminue également avec la baisse de la demande des clients des deux pays sur ces produits, engendrée par la crise économique mondiale.

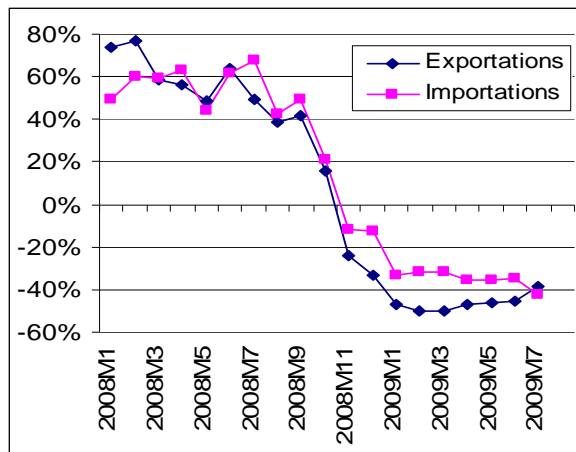
S'agissant des produits manufacturés, une baisse des volumes d'exportations peut provenir de la probable surévaluation du taux de change en 2008, particulièrement pour l'Ukraine (voir section précédente). La baisse des importations constatée, en dehors de l'impact mécanique de la baisse de l'activité d'import-export, proviendrait plutôt d'un effet volume, en l'occurrence la baisse de la demande de produits étrangers par les ménages et entreprises des deux pays touchés par la baisse d'activité (la Russie applique en effet en 2008 des hausses de prix sur le prix du gaz importé et consommé en partie par les deux pays). Les conflits gaziers russo-ukrainiens affectent temporairement les importations de

---

<sup>3</sup> Diminution de 50% du prix de l'acier entre juillet 2008 et janvier 2009).

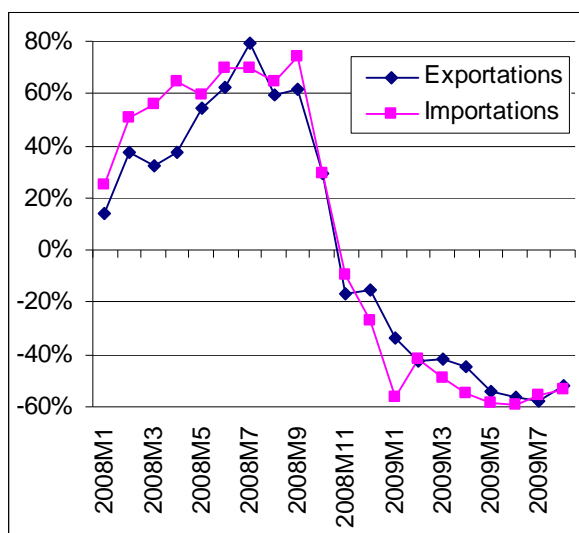
l'Ukraine en janvier 2008 et janvier 2009<sup>4</sup>. Au total, les deux pays subissent donc un renversement rapide et défavorable des termes de l'échange dans le second semestre de 2008. Cependant, alors que le choc commercial s'accompagne d'un maintien du déficit commercial pré-existant pour la Biélorussie, le déficit de l'Ukraine se réduit au début de l'année 2009, les importations diminuant plus rapidement que les exportations.

**Graph 6** : Taux de croissance du commerce (mois / mois de l'année précédente)



Biélorussie

<sup>4</sup> Ces conflits mettent en jeu les entreprises Gazprom contrôlée par le gouvernement russe, et Naftogaz contrôlée par le gouvernement ukrainien et qui gère le transit du gaz russe vers les pays de l'UE27 par les gazoducs ukrainiens (le gaz russe transitant également par la Biélorussie et la Turquie). Les désaccords portent sur les quantités et les prix de transit et sur la dette de Naftogaz à l'égard de Gazprom. Ces dernières années, deux crises sont apparues : début 2008 et début 2009. Elles ont toutes les deux abouti à des réductions de livraisons de gaz, temporaires, mais qui ont pu handicaper l'activité économique des pays d'Europe de l'Est dont la production d'énergie reste fortement dépendante du gaz russe.



Ukraine

Notes : Calculs des auteurs à partir de données Exportations (fab) et importations (caf) mensuelles, en millions de USD.

Sources : IFS du FMI

## B. Le choc financier

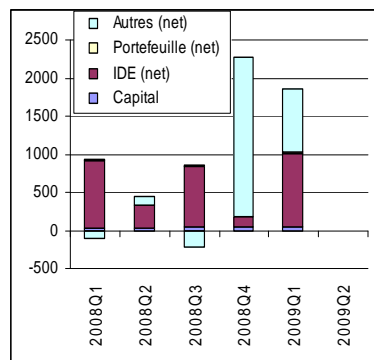
La crise financière mondiale mène à une baisse du volume des flux financiers, qui touche particulièrement certains pays émergents pour lesquels les investisseurs ont révisé leur appréciation du risque. Le choc financier apparait très clairement pour l'Ukraine avec une fuite des capitaux à court terme et un tassement des flux d'investissement direct étranger. (cf. graphique 7). S'agissant de la Biélorussie, les flux financiers sont relativement instables et le choc est moins visible. L'Ukraine, particulièrement ouverte financièrement, subit une fuite rapide des capitaux étrangers au dernier trimestre de 2008, c'est-à-dire en même temps que

le choc commercial. Le solde de la balance financière montre en effet un surplus croissant en 2008 atteignant 7 milliards USD au troisième trimestre de 2008, tandis qu'un déficit de 6 milliards USD apparaît au quatrième trimestre. Ce déficit, bien que se réduisant, perdure dans le premier semestre de 2009. En revanche la Biélorussie ne semble pas être autant affectée. Le solde de la balance financière montre même un excédent en augmentation au quatrième trimestre de 2008 par rapport au troisième (2,2 milliards contre 0,5 milliards USD) et cet excédent reste important au premier trimestre 2009.

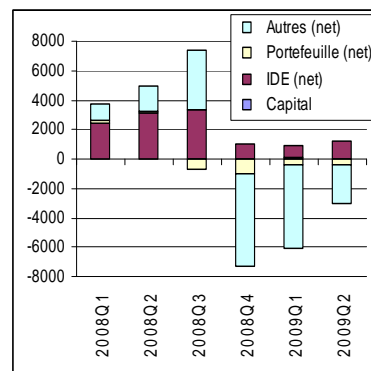
Pour les deux pays, le solde de la balance financière est dominé par les opérations relevant de l'investissement direct étranger (IDE) et du poste « autres » (comprenant les opérations sur monnaie et dépôts, les prêts et le crédit commercial). Les opérations sur titres financiers sont notamment peu significatives même si l'on peut effectivement constater un renversement des flux en Ukraine dès le troisième trimestre de 2008.

Graph 7 : Compte financier

Biélorussie

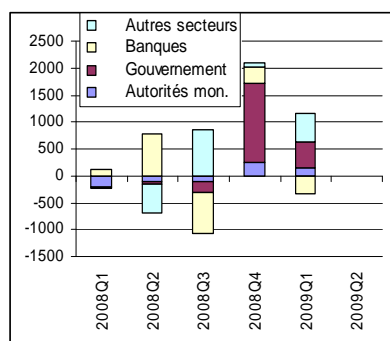


Ukraine

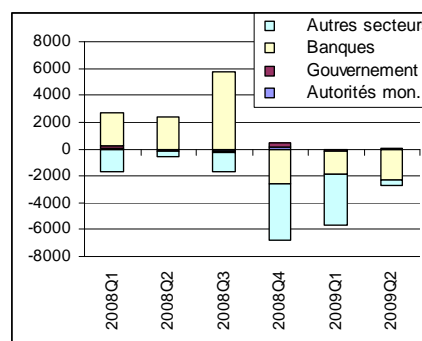


Graph 8 : Autres opérations financières

Biélorussie



Ukraine



Notes : calculs des auteurs à partir de données IFS

Dans les deux pays on constate le même tassement de l'IDE au quatrième trimestre de 2008. Alors que l'IDE connaît un rebond en Biélorussie début 2009, le l'affaissement de l'IDE se prolonge en Ukraine sur le premier semestre de 2009.

Le poste « autres » connaît un déficit brutal en Ukraine au quatrième trimestre de 2008 alors qu'il montre un surplus très important en Biélorussie (cf. graphique 8).. Les données dont nous disposons distinguent dans ce poste « autres » les opérations par agent : autorités monétaires, gouvernement, banques commerciales et autres (entreprises, qu'elles soient publiques ou privées mais également individus). Pour la Biélorussie, ce sont particulièrement des prêts au gouvernement biélorusse (dont 1 milliard USD du gouvernement russe) qui contribuent au surplus du compte financier au quatrième trimestre 2008 mais également les prêts aux banques (ces deux postes avaient en revanche occasionné une sortie nette de monnaies étrangères au troisième trimestre, les remboursements de prêts antérieurs

surpassant le montant des nouveaux prêts). Ces deux éléments font plus que compenser la diminution du solde positif des flux relevant des autres secteurs.

S'agissant de l'Ukraine, ce sont en revanche les postes relevant des banques et des autres secteurs, et leur forte détérioration, qui expliquent le déficit de ce poste à partir du quatrième trimestre de 2008. Les entreprises et banques ukrainiennes font donc face à un non-renouvellement de leurs prêts auprès des banques étrangères. La détérioration du poste « autres » peut aussi provenir d'une baisse des crédits commerciaux et/ou des retraits de monnaies étrangères auprès des banques.

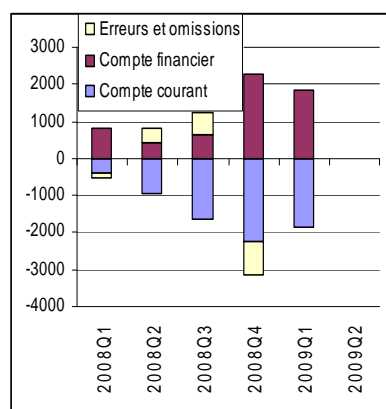
### **C. La crise de balance des paiements et l'intervention du FMI**

Les deux chocs, commercial et financier, mènent à des difficultés de balance des paiements dans les deux pays qui sont de natures différentes (cf. graphique 9). Pour la Biélorussie, la balance courante, qui est principalement expliquée par l'évolution de la balance commerciale, se détériore au cours de l'année 2008, y compris lors du choc commercial à la fin de l'année. Ce déficit du compte courant qui s'accroît n'est plus compensé par le surplus du compte financier (net des erreurs et omissions) dès le deuxième trimestre de 2008. La balance des paiements, déficitaire dès ce deuxième trimestre, se détériore donc jusqu'à la fin de l'année. Pour l'Ukraine, le déficit du compte courant a plutôt tendance à se réduire pendant l'année 2008, y compris à la suite du choc commercial. Mais alors que ce déficit était largement compensé par le surplus du compte financier jusqu'au troisième trimestre de 2008, ce n'est plus le cas au

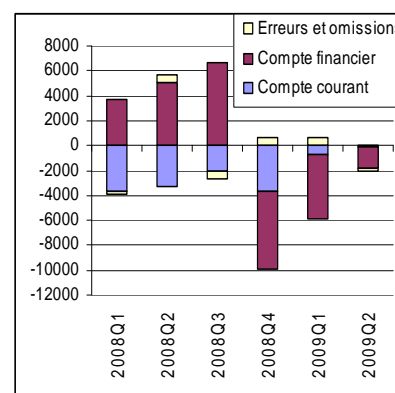
quatrième trimestre suite au renversement brusque des flux financiers. La balance des paiements, excédentaire jusqu'au troisième trimestre, devient donc largement déficitaire au quatrième trimestre de l'année 2008.

Graph 9 : Balance des paiements

**Biélorussie**



**Ukraine**



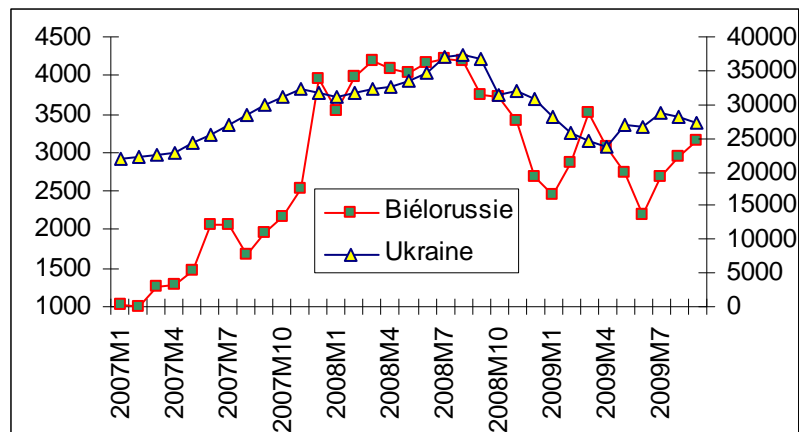
Notes : calculs des auteurs à partir de données IFS

La crise de balance des paiements apparait par conséquent plus rampante pour la Biélorussie et plus brutale pour l'Ukraine. La rapidité de la réponse du FMI à l'appel à l'aide de l'Ukraine, dans l'annonce d'un accord et le calendrier de déboursement, renforce cette conclusion sur « l'urgence » de la situation en Ukraine (cf. tableau 6).

Malgré cette aide, on constate que la baisse des réserves engagée en septembre 2008 en Biélorussie et en octobre pour l'Ukraine se poursuit jusqu'au début de l'année 2009, les réserves retrouvant alors plus ou moins les niveaux de 2007 (cf. graphique 10). Cette baisse des réserves, qui signale les interventions des Banques Centrales pour compenser la rareté

de la monnaie étrangère dans l'économie ne permet cependant d'éviter une dévaluation de la monnaie nationale.

Graph 10 : Réserves des banques centrales, stocks en fin de mois, millions d'USD, 2007-2009



Notes : échelle de gauche pour la Banque Nationale de la République de Biélorussie, échelle de droite pour la Banque Nationale d'Ukraine.

## D. La crise de liquidité bancaire

Dans les deux pays, la crise de la balance des paiements s'accompagne d'une crise bancaire qui est d'abord une crise de liquidité internationale, se traduisant par la difficulté des banques à obtenir des crédits ou à vendre des titres auprès d'investisseurs étrangers. Cette crise de liquidité est amplifiée par la dévaluation, puisque les agents ayant un endettement net en monnaie étrangère (dont les banques) subissent un alourdissement du remboursement de cette dette en monnaie nationale. Un autre facteur d'accentuation de la crise de liquidité des banques est la perte de confiance dans les banques qui se traduit à la fois par une fuite des dépôts et un tarissement des crédits interbancaires ;

**Tabl 6 : Interventions du FMI**

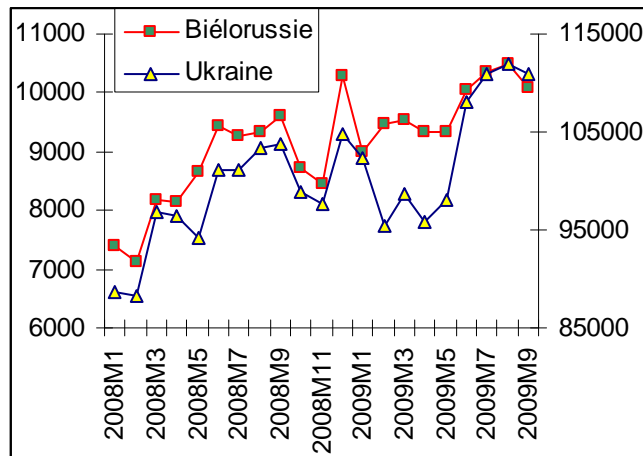
	<b>Biélorussie</b>	<b>Ukraine</b>
<b>Préannonces</b>	22 octobre 2008 : mission du FMI pour préparation d'un accord de confirmation. 31 décembre 2008 : annonce de l'accord de confirmation avec montant et durée.	26 octobre 2008 : pré-accord de confirmation avec montant et durée.
<b>Accords de confirmation approuvés par le FMI<sup>5</sup></b>	12 janvier 2009 Durée: 15 mois Montant : 2,5 M\$ (419% du quota), augmenté à 3,5 M\$ en juin (587% du quota).	5 novembre 2008 Durée : 24 mois Montant : 16,4 M\$ (802% du quota)
<b>Conditions</b>	Régime de change flexible Politique monétaire restrictive. Politique budgétaire restrictive. Suppression des prêts dirigés des banques, privatisations. Protection sociale des plus faibles.	Régime de change flexible Politique monétaire restrictive. Politique budgétaire restrictive. Supervision des banques. Réforme de Naftogaz Protection sociale des plus faibles.
<b>Calendrier des déboursements :</b>	Janvier 2009 : 0,8 M\$ Puis en 2009 – février 2010	Novembre 2008: 4,5 M\$ Puis en 2009 – octobre 2010

Source : FMI, plusieurs rapports-pays.

<sup>5</sup> La majeure partie des concours du FMI aux pays à revenu intermédiaire est fournie dans le cadre d'accords de confirmation (« stand-by arrangements »). Ces accords ont pour objectif d'aider les pays à surmonter des difficultés temporaires de balance des paiements. Les décaissements du FMI sont subordonnés à la réalisation des objectifs du programme (« conditionnalité »). Leur durée est en général de 12 à 24 mois et le remboursement normalement compris entre 3¼ et 5 ans. Les accords de confirmation peuvent être conclus à titre de précaution, sans obligation de tirage pour le pays.

Accompagnant la fuite des capitaux étrangers vue plus haut, les banques commerciales font face dans leur ensemble à une fuite des déposants (cf. graphique 11) (cette fuite pouvant être sélective et toucher par exemple plus particulièrement les banques privées). Dans les deux pays, cette fuite est visible dès octobre 2008 et les autorités y répondent rapidement en déclarant une garantie totale sur les dépôts des ménages (en Biélorussie, le décret du Président n°22 signé le 4 novembre 2008), ou en imposant certaines limites aux retraits de liquidités. Interviennent également des recapitalisations de banques publiques (en Biélorussie) ou des programmes de restructuration avec la mise sous tutelle de banques en difficulté (en Ukraine). Au total, la fuite des dépôts apparaît plus importante et durable en Ukraine.

Graph 11 : Dépôts dans les banques commerciales



Notes : dépôts transférables, stocks, en milliards de BYR (échelle de gauche), en millions de UAH (échelle de droite).

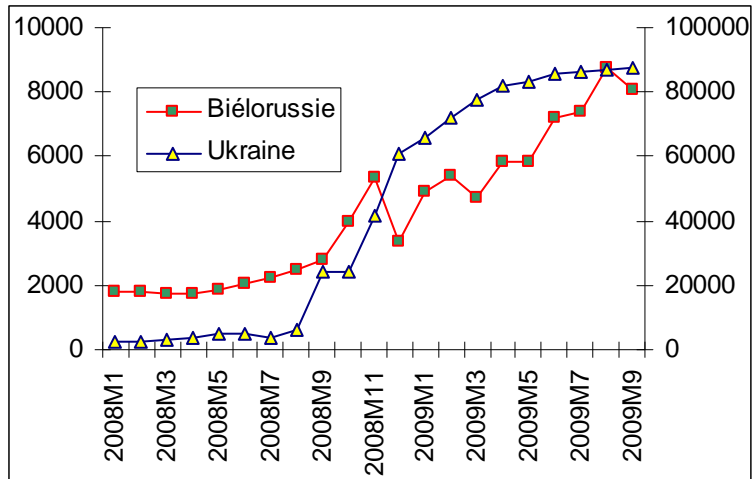
Sources : IFS

Pour compenser les pertes de liquidités des banques commerciales, les banques centrales interviennent également par d'importantes injections de liquidités (opérations de refinancement ou prêts d'urgence) et la baisse des réserves obligatoires, voire leur suppression.

Les injections de liquidités apparaissent nettement plus importantes en Ukraine par rapport à la Biélorussie. Les créances nettes de la Banque centrale sur les banques commerciales ont quadruplé en Biélorussie alors qu'elles ont été multipliées par 15 en Ukraine depuis août 2008 (cf. graphique 12) (le FMI évalue à 9% PIB l'encours des opérations de fin mai 2009). L'instabilité des taux d'intérêt interbancaires à partir d'octobre 2008 jusqu'en mars 2009 révèle une crise importante de liquidité en Ukraine, alors qu'elle est peu perceptible en Biélorussie (cf. graphique 13). Du fait aussi de l'importance de l'activité des banques publiques en Biélorussie. La crise de liquidité des banques se traduit par une forte augmentation des taux d'intérêt des banques sur leurs crédits au reste de l'économie en Ukraine (jusqu'à 28% par an dans le premier trimestre de 2009), et par un « credit crunch » révélé par la forte chute des crédits bancaires au secteur privé en décembre 2008 - janvier 2009 (cf. graphique 14).

La Biélorussie ne semble pas être aussi affectée par cette crise, les injections de liquidités ayant été suffisantes pour compenser la fuite des dépôts, ou bien du fait là encore de l'importance des banques publiques et des crédits dirigés.

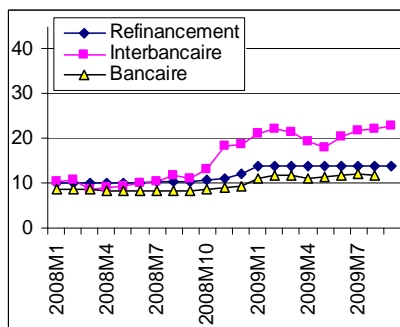
**Graph 12 : Créances nettes des Banques centrales sur les banques commerciales**



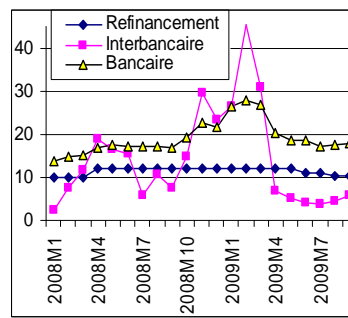
Notes : Stocks, en milliards de BYR (échelle de gauche), en millions de UAH (échelle de droite)

**Graph 13 : Taux d'intérêt**

**Biélorussie**



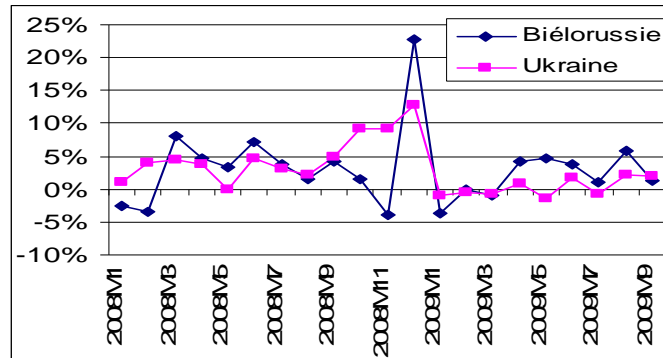
**Ukraine**



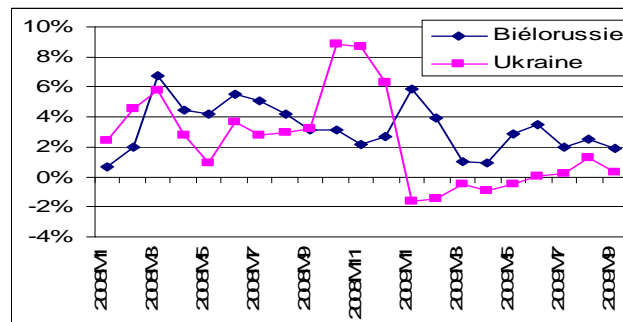
Notes : Refinancement est le taux des prêts de la Banque Centrale aux banques commerciales, Interbancaire est le taux des prêts entre banques, Bancaire est le taux des prêts des banques au secteur non financier.

Graph 14 : Taux de croissance des crédits,  
mois / mois précédent

Créances du système bancaire (BC et commerciales) à l'économie



Crédit des banques commerciales au secteur privé



L'importance du « credit crunch » en Ukraine, alors qu'il est peu perceptible en Biélorussie, peut expliquer que l'activité économique s'est plus fortement détériorée dans le premier pays en 2009 (-14% contre seulement -1%). Le choc négatif de demande en Ukraine a eu pour conséquence le rétablissement rapide d'un excédent de la balance commerciale, au prix d'une contraction brutale des importations et de la demande interne. A l'inverse, la

Biélorussie a connu une récession limitée, sous l'effet d'une politique très interventionniste de l'Etat. D'une part, il a utilisé massivement les crédits dirigés pour soutenir la demande interne ; d'autre part il a incité les entreprises publiques à maintenir leur niveau d'activité pour respecter les objectifs du plan, en acceptant d'accumuler des stocks de produits finis. Les contreparties de cette moindre récession sont la persistance d'un déficit du compte courant élevé, et une dépendance financière accrue vis-à-vis de la Russie, qui a apporté des financements d'urgence.

### III. LES MECANISMES DE LA CRISE

Il est classique de distinguer trois catégories de mécanismes de contagion des crises (Masson, 1998) : i) la contagion liée aux facteurs macroéconomiques communs (tels qu'une hausse du prix du pétrole ou des taux d'intérêt internationaux, effet *monsoonal*), ii) la contagion liée aux échanges commerciaux et financiers (effets de débordement ou de *spillover*). iii) les effets de contagion « purs », liés aux anticipations des agents sur les différents marchés. Les deux premiers effets correspondent à une contagion « *basée sur les fondamentaux* » (Calvo et Reinhart, 1996), alors que le troisième effet est déterminé par le fonctionnement et la perception des marchés. Dans cette section, nous tentons d'évaluer l'ampleur de ces différents effets dans le cas de l'Ukraine et de la Biélorussie.

#### **A. Facteurs de contagion liés aux fondamentaux**

L'Ukraine et la Biélorussie ont subi de manière flagrante une contagion de la crise financière liée aux fondamentaux, à la fois en termes de flux commerciaux et de flux financiers. Le choc commercial est très net puisque les exportations ont

été divisées par deux en l'espace d'un trimestre. En théorie, on pourrait attribuer la baisse du prix des biens exportés à un effet monsoonal (puisque'elle touche tous les pays-exportateurs de manière identique) et la baisse des volumes à un effet de débordement (d'autant plus fort que les pays-clients du pays concerné sont touchés par la crise). Dans le cas de la crise financière actuelle, il est cependant difficile de distinguer dans les effets de contagion ce qui relève de chocs communs à tous les pays de ce qui relève de la structure géographique particulière des échanges des deux pays. En effet, la crise ayant touché les plupart des grandes économies mondiales, elle a amené une contraction de la demande mondiale et une baisse des prix des commodités, qui va affecter les exportateurs quelle que soit leur structure commerciale spécifique.

De la même manière, la plupart des grandes économies ont connu une crise de liquidité qui les a conduites à réduire leurs investissements à l'étranger, que ce soit sous forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille ou de crédits bancaires. De manière prévisible, la plus grande ouverture financière de l'Ukraine l'a exposé à un choc massif alors que la Biélorussie semble quasiment épargnée.

## **B. Les effets de contagion « pure »**

L'analyse de l'évolution du prix des titres sur les différents marchés financiers montre une corrélation élevée en général, et particulièrement forte pour les pays nouvellement financiarisés (Boyer, Dehove, Plihon, 2004). Ces marchés sont notamment sensibles aux chocs externes, ce qui suggère un manque d'informations fiables sur les risques spécifiques à chaque pays, qui conduit les investisseurs à

évaluer le risque par groupes de pays larges (les pays émergents notamment).

L'évolution du risque perçu par les investisseurs peut s'apprécier à travers des indicateurs de risque pays ou de notation des émissions de titres. L'indicateur de l'International Country Risk Guide (ICRG) est un indicateur de risque-pays, qui combine trois sous-indices, mesurant respectivement le risque financier, le risque économique et le risque politique<sup>6</sup>. L'ICRG note le risque politique sur 12 aspects : l'Ukraine et la Biélorussie se distinguent principalement sur les aspects de démocratie et de stabilité politique ; la Biélorussie se montrant moins démocrate mais plus stable politiquement que l'Ukraine (cf. graphique 15).

Une évaluation alternative peut être tirée des informations produites par l'agence de notation internationale Standard & Poor's (S&P) qui note le risque de défaut sur des entités émettrices de titres financiers ou le risque des titres eux-mêmes. Une des notations centrales de S&P est celle qui porte sur le risque « souverain », celui sur la dette publique à long terme libellée en monnaie étrangère. La notation mesure la capacité et la volonté de l'Etat à rembourser sa dette. La note est comprise entre AAA (aucun risque de défaut) à D (en situation de défaut) ; la note CCC ou CC indiquant un risque de défaut très élevé.

Les deux indicateurs donnent une évolution assez convergente, à savoir une évaluation initiale plus favorable pour l'Ukraine, qui se détériore fortement dans la seconde

---

<sup>6</sup> Les deux premiers sont construits à partir de données économiques et financières (taux de croissance économique, taux d'inflation, dette du gouvernement, ...). Le risque politique en revanche est évalué sur la base d'un jugement d'experts sur la situation socio-politique du pays

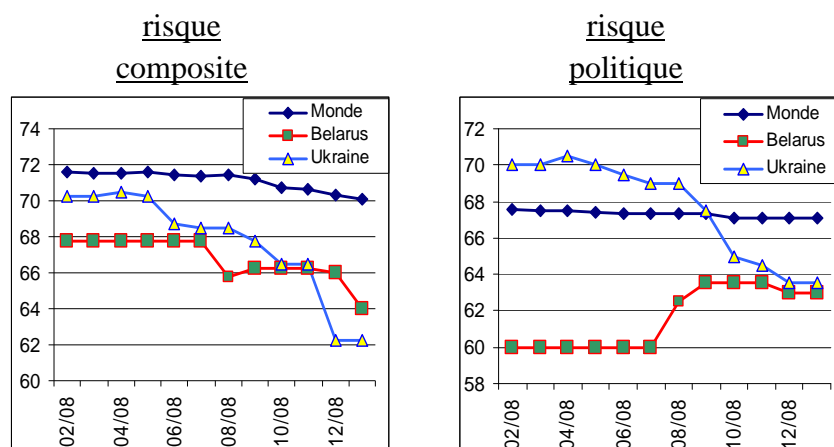
moitié de 2008, alors que la notation de la Biélorussie reste quasiment stable (cf. tableau 7). La meilleure notation initiale de l'Ukraine s'explique par une transition vers l'économie de marché plus avancée. La forte détérioration de la notation de l'Ukraine intervenue depuis 2008 est cohérente avec la détérioration des indicateurs macroéconomiques décrits plus haut, qui se combine avec une aggravation du risque d'instabilité politique, liée à la proximité de l'élection présidentielle (cf. graphique 15). La détérioration de la notation de l'Ukraine n'a pas réellement précédé le reflux des capitaux, mais l'a plutôt accompagné. La Biélorussie connaît une détérioration beaucoup plus modeste sur l'indicateur ICRG. La stabilité de la notation S&P s'explique par le caractère récent de la notation récente et les faibles montants des titres de dette publique en devises concernés. La Biélorussie peut donc maintenir sa réputation de créancier solvable à un coût modéré.

Tab7 : Notation Standard & Poor's (2007-2009)

	Août 2007	Juillet 2008	Janvier 2009	Juillet 2009
Biélorussie*	B+	B+	B+	B+
Ukraine	BB-	B+	CCC+	CCC+

\* 1<sup>ère</sup> notation en août 2007

Graph 15 : Notation du risque, ICRG février 2008 - janvier 2009



Notes : le risque augmente quand la note diminue.

Source : ICRG

## CONCLUSION

Les économies ukrainienne et biélorusse semblent avoir été affectées de manière très comparable par les effets de la crise financière internationale. L'objectif de cette communication est de juger si la convergence apparente des trajectoires résiste à une analyse approfondie. Elle met en évidence que les deux économies sont marquées par une dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie et une concentration sectorielle et géographique de leurs exportations. Elles partagent également une situation de surchauffe conjoncturelle, alimentée par un afflux important de capitaux étrangers, et qui se traduit par une reprise de l'inflation depuis 2007. Cependant, compte tenu d'une ouverture financière plus importante, l'Ukraine a connu des entrées de

capitaux plus massives que la Biélorussie et une tendance à la surévaluation de son taux de change.

De manière prévisible, alors que les chocs commerciaux négatifs subis par les deux pays sont comparables, le renversement des flux de capitaux internationaux affecte beaucoup plus l'Ukraine. La crise de liquidité bancaire est donc brutale en Ukraine, ce qui conduit à un credit crunch et à un effondrement de la croissance en 2009. Les effets de la crise de liquidité en Biélorussie sont beaucoup moins importants, à la fois parce que le reflux de capitaux étrangers est plus faible, et que le gouvernement a stimulé la demande en accroissant les crédits dirigés et l'accumulation de stocks par les entreprises publiques.

Les mécanismes de la crise dans les deux pays sont essentiellement des mécanismes de contagion liée aux fondamentaux, à la fois sous forme de chocs communs (baisse du prix des commodités) et d'effets de débordement (baisse de la demande de commodités en Europe, baisse de la liquidité des investisseurs ayant financé la croissance antérieure). Dans le cas de l'Ukraine, ces canaux de transmission ont été probablement amplifiés par la perception par les marchés d'une dégradation du risque associé aux pays émergents et en transition. Il est cependant difficile de parler de contagion « pure » dans la mesure où certains facteurs concourant à la dégradation de l'évaluation du risque de l'Ukraine lui sont spécifiques, notamment le risque politique.

L'analyse des crises ukrainiennes et biélorusses montre que malgré des ressemblances frappantes, ces crises ne sont pas jumelles, dans la mesure où l'Ukraine est beaucoup plus sévèrement touchée, à la fois par les effets directs de la crise et par ses effets récessifs. La stratégie biélorusse

d'amortissement des effets de la crise possède cependant deux inconvénients majeurs qui risquent de se dévoiler dans les prochaines années. D'une part, l'accroissement de la dette externe associée aux déficits courants devra être remboursé, ce qui risque de maintenir une dépendance financière forte vis-à-vis de la Russie. D'autre part, l'utilisation massive des crédits dirigés dans une période d'instabilité macroéconomique risque fort de gonfler les créances douteuses des banques ukrainiennes, ce qui aura à la fois un coût budgétaire (lorsque l'Etat devra recapitaliser les banques d'Etat) et un coût dans le processus de réforme du système financier biélorusse.

**Annexe : les comptes trimestriels de la balance des  
paiements, 2008-09**

Biélorussie

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2
Compte courant	-412	-966	-1622	-2223	-1857	
Compte financier	827	438	633	2263	1853	
Capital	19	29	38	51	45	
IDE (net)	904	307	806	133	967	
Portefeuille (net)	5	-2	8	-5	9	
Autres (net)	-101	105	-218	2085	832	
Autorités mon.	-214	-120	-95	252	140	
Gouvernement	-13	-29	-213	1453	489	
Banques	122	785	-774	324	-325	
Autres secteurs	5	-532	864	56	528	
Erreurs et omissions	-97	384	585	-936	6	
Balance totale	318	-145	-404	-895	3	
Financement	-318	145	404	895	-3	
Réserves (- est une augmentation)	-335	125	290	922	-900	
Utilisation des ressources du FMI	0	0	0	0	787	
Financement exceptionnel	17	20	114	-27	110	

## Ukraine

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2
Compte courant	-3662	-3313	-2078	-3710	-696	-54
Compte financier	3711	5006	6689	-6210	-5132	-1809
Capital	0	-1	5	1	70	5
IDE (net)	2430	3091	3324	1058	847	1247
Portefeuille (net)	217	160	-690	-967	-436	-380
Autres (net)	1064	1756	4050	-6302	-5613	-2681
Autorités mon.	14	-8	-131	119	-51	32
Gouvernement	237	-100	-93	343	-55	-34
Banques	2467	2354	5758	-2644	-1782	-2272
Autres secteurs	-1654	-490	-1484	-4120	-3725	-407
Erreurs et omissions	-185	717	-622	631	603	-217
Balance totale	-136	2410	3989	-9289	-5225	-2080
Financement	136	-2410	-3989	9289	5225	2080
Réserves (- est une augmentation)	285	-2384	-3845	4864	5266	-754
Utilisation des ressources du FMI	-150	-26	-144	4425	-41	2834
Financement exceptionnel	0	0	0	0	0	0

Notes : Les IDE intègrent les prêts intra-entreprises (y compris banques).  
 Portefeuille intègre actions, obligations, bons, instruments du marché  
 monétaire de toutes maturités. Autres intègre les opérations sur monnaie  
 et dépôts, les prêts et le crédit commercial.

Sources : IFS du FMI

## BIBLIOGRAPHIE

- BOYER R., DEHOVE M., PLIHON D. (2004), *Les crises financières*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, La documentation française.
- CALVO S., REINHART C.M. (1996), "Capital Flows to latin America: Is there evidence of contagion effects?", in *Private capital flows to emerging markets*, Calvo, Goldstein et Hochreiter (eds), Washington.
- FMI (2008), "Ukraine: Selected Issues", Country Report No. 08/228
- FMI (2009a), "Ukraine: First Review Under the Stand-By Arrangement, Requests for Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, and Rephasing of Purchases Under the Arrangement - Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion"
- FMI (2009b), "Belarus Country Report, 2009/109: Republic of Belarus: Request for Stand-By Arrangement - Staff Report; Staff Supplement and Statement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the Republic of Belarus".
- FMI (2009c), "Country Report, Belarus, 2009/260, Republic of Belarus: First Review Under the Stand-By Arrangement, and Request for a Waiver of Performance Criterion, Augmentation of Access, and Modification of Performance Criteria - Staff Report; Staff Supplement; Staff Statement; Press Release on the Executive Board"
- FMI (2009d), "Belarus, Country Report, 2009/333, Republic of Belarus: 2009 Article IV Consultation and Second Review Under the Stand-By Arrangement-Staff Report Informational Annex; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Press Release"
- MASSON P. R. (1998), "Contagion: Monsoonal effects spillover and jumps between multiple equilibrium", *IMF Working Paper* 98/142, Washington.