



**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° 61 – 22 juillet 2022

## Sommaire

### Zoom : Situation économique et financière du Tadjikistan

#### RUSSIE

- Politique monétaire
- Dette publique

#### UKRAINE

- Politique monétaire
- Budget
- Endettement public
- Commerce extérieur
- Investissements étrangers

#### BIÉLORUSSIE

- Activité
- Inflation
- Pouvoir d'achat
- Notations

#### KAZAKHSTAN

- Activité
- Investissement

#### ARMENIE

- Dette externe
- Compte courant
- Finances publiques
- Transferts de fonds transfrontaliers

#### MOLDAVIE

- Production et inflation industrielles
- Endettement public
- Commerce extérieur

#### OUZBEKISTAN

- Activité
- Réserves

#### KIRGHIZSTAN

- Compte courant
- Transferts de fonds transfrontaliers
- Dette externe

#### TADJIKISTAN

- Inflation

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

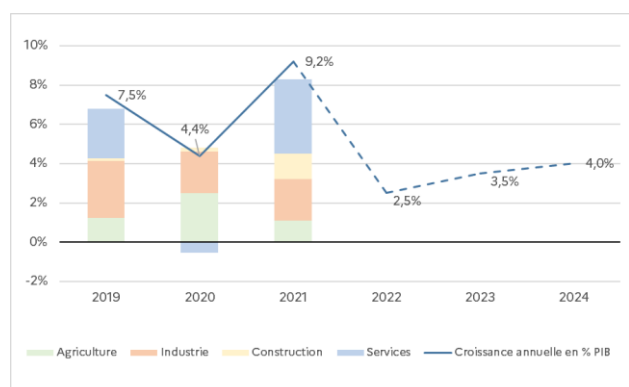
## Zoom de la semaine : Situation économique et financière du Tadjikistan

Appartenant à la tranche inférieure des pays à revenu intermédiaire (PIB par habitant estimé à 878 USD en 2021 par le FMI), le Tadjikistan a enregistré une forte reprise en 2021 soutenue par le dynamisme du commerce extérieur et des transferts de revenus depuis la Russie. Un fort ralentissement de l'activité est attendu en 2022 en lien avec la guerre en Ukraine, qui devrait entraîner une réduction considérable des envois de fonds vers le Tadjikistan. L'évolution des comptes publics du pays, déjà fragiles avant la pandémie de Covid, nécessitera un suivi attentif.

**1/ Une reprise économique compromise par la guerre en Ukraine. Le Tadjikistan a connu une forte croissance économique en 2021 mesurée à 9,2%.** Pour mémoire, la hausse de l'activité avait atteint 4,4% en 2020, soit un ralentissement par rapport au rythme de croissance moyen des dernières années avoisinant 7%. La consommation des ménages a été le principal moteur de la reprise en 2021: les ventes de détail ont augmenté de

12,7% en g.a., soutenues par la dynamique des envois de fonds des travailleurs tadjikes émigrés en Russie<sup>1</sup>, en progression de 3,4% en g.a. à 1,8 Md USD (21% du PIB), et des salaires réels, en hausse de 1,4% en g.a. L'investissement en capital fixe, stimulée par les activités d'extraction minière, a enregistré une augmentation de 23,3% en g.a, tandis que l'investissement public a reculé. Du côté de l'offre, les services, qui avaient subi un coup d'arrêt en 2020, ont contribué à la croissance à hauteur de 3,8 points de pourcentage (p.p.), suivis de l'industrie, de la construction et du secteur agricole à hauteurs respectives de 2,1, 1,3 et 1,1 p.p (voir **figure 1**).

Figure 1. Évolution du PIB tadjik et contributions par secteur (prévisions du FMI à partir de 2022)



**L'impact de la guerre en Ukraine sur l'économie tadjike devrait être significatif.** Les institutions financières

<sup>1</sup> Tels que mesurés par la Banque de Russie. Les transferts de fonds depuis la Russie représentent près de 95% du total.

internationales (IFI) anticipent un fort ralentissement de la croissance, à 2,5% pour le FMI, voire une récession de 2% selon la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement. Le choc macroéconomique provoqué par la guerre affecte le Tadjikistan essentiellement par le truchement des remises migratoires en provenance de Russie, dont la valeur nominale en dollars américains pourrait diminuer de 40 à 50% en glissement annuel selon les IFI précités. L'activité du secteur des services est directement liée à ces flux financiers et pourrait reculer de 20% en 2022<sup>2</sup>. L'économie tadjike sera aussi touchée de manière plus marginale par la perturbation de ses échanges avec la Russie, qui est un fournisseur majeur (30,4% des importations en 2021) mais un client et un investisseur secondaire (3,4% des exportations et 7,2% des IDE entrants en 2021). Ce choc n'est pas reflété pour l'heure dans les statistiques disponibles, la croissance ayant atteint 7,5% en g.a. au 1er trimestre 2022. La montée des risques géopolitiques tant au sein du Tadjikistan (répression violente de contestations dans la région autonome du Haut-Badakhchan) que dans son voisinage proche (conflit

frontalier avec le Kirghizstan, relations difficiles avec les talibans, émeutes au Kazakhstan et en Ouzbékistan) constitue un facteur d'incertitude supplémentaire pesant sur les perspectives de croissance.

**Les incidences socio-économiques potentielles de cette deuxième crise en l'espace de deux ans apparaissent particulièrement préoccupantes eu égard au caractère partiel de la résorption des séquelles de la pandémie sur le marché de l'emploi et le niveau de vie des ménages.** En août 2021, le taux de ménages comprenant au moins un membre sans emploi, mesuré à 21%, restait supérieure de 4 p.p. à son niveau de 2019, tandis que seuls 35% des ménages estimaient la période favorable à une recherche locale d'emploi, contre près de 60% deux ans auparavant. Enfin, un tiers des ménages déclaraient avoir réduit leur consommation de nourriture en août 2021, contre 20% sur la même période de 2019<sup>3</sup>. Selon la Banque mondiale, la part de la population tadjike vivant avec moins de 5,5 USD par

<sup>2</sup> Selon la Banque asiatique de développement.

<sup>3</sup> Banque Mondiale, étude périodique « Listening2Tajikistan ». Disponible à l'adresse :

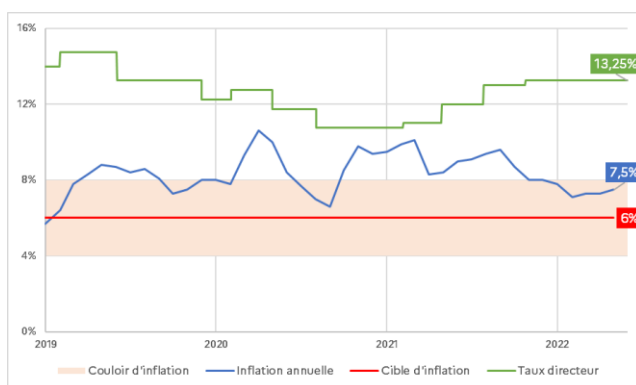
<https://www.worldbank.org/en/country/tajikistan/brief/listening2tajikistan>



jour<sup>4</sup> pourrait augmenter de 1 p.p. en 2022 à 43,7%.

**Au surplus, si l'inflation annuelle a ralenti fin 2021 elle devrait connaître une accélération en 2022.** Sur la première moitié de l'année 2021, l'inflation a été entretenue par la hausse des prix mondiaux des biens alimentaires et de l'énergie, et s'est maintenue au-dessus de la cible d'inflation définie à 6% ( $\pm 2\%$ ). La BNT a resserré sa politique monétaire en augmentant son taux directeur d'un total de 225 points de base, à 13,25%, ce qui a permis de ramener l'inflation dans la partie haute de la cible (8% fin 2021). Le FMI anticipe une remontée de l'inflation à 12% d'ici la fin de l'année 2022 (voir **figure 2**).

Figure 2. Inflation et politique monétaire.



## 2/ Une dégradation attendue des comptes publics et extérieurs en 2022.

**Les finances publiques ont connu une embellie en 2021.** Selon le FMI, le déficit public a diminué de 2,2 p.p. en glissement annuel à 2% du PIB. Les recettes fiscales ont augmenté de 1,3 points à 28,5% du PIB à la faveur de la reprise économique et du dynamisme des exportations. Les dépenses ont diminué de manière contracyclique de 1,1 p.p. à 30,5% du PIB, conséquence de l'expiration des mesures de soutien budgétaire exceptionnelles décrétées en 2020. Le déficit public devrait cependant repartir à la hausse en 2022 et pourrait atteindre 3% du PIB selon le FMI. La contraction des recettes budgétaires résultant du ralentissement de l'activité sera accentuée par la baisse de la fiscalité entérinée par le nouveau code des impôts entré en vigueur en janvier 2022. Par ailleurs, de nouvelles mesures de soutien à l'économie devraient être annoncées. La dette publique a diminué de 50,4% à 46,5% du PIB en 2021, mais le niveau global de vulnérabilité sur cette dernière est toujours considéré comme élevé par le FMI et la Banque mondiale, excluant le

<sup>4</sup> En parité de pouvoir d'achat de 2011. La diminution structurelle de la part de la population vivant en-dessous

de ce seuil n'avait pas été affectée la pandémie de Covid-19 (45,1% en 2019, 44,5% en 2020).

recours aux prêts non concessionnels<sup>5</sup>. En 2022, la dette augmenterait à 53,7% du PIB. Selon la presse tadjike, citant la Banque nationale du Tadjikistan (BNT), le Tadjikistan aurait émis le souhait de reprendre les négociations, interrompues depuis 2020, relatives à un programme d'aide du FMI portant sur une enveloppe de 300 M USD. Une implication accrue de l'Union européenne dans le financement de la construction du barrage de Rogoun, via la Banque européenne d'investissement, serait également envisagée<sup>6</sup>.

**L'excédent courant a diminué, mais demeure soutenu par la dynamique des transferts de revenus.** Selon le FMI, l'excédent courant s'est élevé à 2,8% du PIB en 2021 contre 4,1% en 2020. Il devrait être déficitaire à hauteur de 1,4% du PIB en 2022 en raison de la réduction de l'excédent de la balance des revenus, qui comptabilise notamment les transferts de fonds des travailleurs émigrés. Malgré la bonne tenue des exportations en 2021, en hausse de

36,3% en g.a., le déficit commercial a augmenté de 32,4% du fait du rétablissement des importations (+34%). Les exportations d'or et de métaux précieux ont augmenté de 11,7% en g.a. en valeur à 665 M USD, soit 37% du total en 2021. Les exportations de coton se sont établies à 256 M USD, en hausse de 47% en g.a. (14% du total), et celles d'aluminium à 145 M USD, en hausse de 4,1% en g.a. (8% du total). Les réserves de change ont poursuivi leur augmentation grâce aux ventes d'or et s'élevaient à 2,2 Md USD, soit 8,5 mois d'importations, fin 2021.

**3/ Une relative stabilisation du système financier.** Le secteur bancaire a bénéficié de la liquidation des banques publiques insolvables. La mise en résolution de Tadjiksodirotbank et Agroinvestbank fin mai 2021 a permis d'assainir le système bancaire en réduisant considérablement le taux de crédits non performants, qui s'est établi à 14% au 31 mars 2022, soit une baisse de 8,7 p.p. en un an. A cette date, les dépôts bancaires atteignaient

<sup>5</sup> Cette vulnérabilité se manifesterait particulièrement au niveau du ratio du service de la dette rapporté aux exportations, qui franchirait le seuil fixé par le FMI au moment du remboursement du principal des euro-obligations (2025-2027) émises en 2017 pour un montant de 500 M USD. Le rapport Republic of Tajikistan. Joint World Bank-IMF Debt Sustainability Analysis (mars 2022) est disponible à l'adresse :

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/898361648492593191/pdf/Republic-of-Tajikistan-Joint-World-Bank-IMF-Debt-Sustainability-Analysis.pdf>

<sup>6</sup> [EU plans investment in world's tallest dam to dent Russia's energy clout | Reuters](#)

11,5 Md TJS (0,9 M USD) et ont ainsi retrouvé leur niveau de fin 2020 après avoir baissé de manière transitoire au cours de la deuxième moitié de l'année 2021. Les actifs du secteur bancaire s'élevaient à 25 Md TJS (1,9 Md USD), soit une baisse de 3,5% en g.a.

En dépit de cette relative amélioration de la santé du système bancaire, ce dernier est confronté depuis l'invasion de l'Ukraine à de nouvelles difficultés liées à sa dépendance à l'infrastructure financière russe. En particulier, la majorité des banques tadjikes utilisait jusqu'alors les comptes de correspondance de la banque russe Sberbank, désormais placée sous sanctions, pour effectuer des transactions en Europe et aux États-Unis<sup>7</sup>. L'approvisionnement en devises est aussi perturbé, ce qui est dommageable dans la mesure où les dépôts et les crédits en dollars représentent respectivement près de la moitié et du tiers du portefeuille total.

---

<sup>7</sup> La presse tadjike fait état de demandes formulées auprès de banques européennes, notamment suisses, pour l'ouverture de comptes de correspondance. Le faible

développement du marché bancaire tadjik et les préoccupations relatives à la fiabilité des banques (risque de blanchiment d'argent notamment) pourraient constituer d'importants obstacles à cette démarche.

## Russie

### Politique monétaire

Le 22 juillet 2022, la Banque de Russie a **décidé d'abaisser son taux directeur, de 9,5% à 8%**. L'ampleur de cette nouvelle baisse a dépassé les anticipations de beaucoup d'analystes, qui tablaient sur une baisse plus faible et n'excluaient pas un statu quo. La Banque de Russie justifie ce nouvel assouplissement de la politique monétaire par la faible croissance actuelle des prix à la consommation, qui contribue à la réduction graduelle de l'inflation annuelle, dans un contexte où « l'environnement externe » (comprendre les sanctions) pèse fortement sur l'activité, qui malgré tout recule moins fortement qu'attendu.

Ainsi, au 15 juillet, l'inflation en glissement annuel confirme son reflux, à 15,4% - pour mémoire elle a atteint un pic à 17,8% en avril. L'inflation est stable depuis le début du mois. Les anticipations d'inflation à 12 mois des ménages re replient également, à 10,8% en juillet après 12,4% en juin. Enfin, l'indice des prix de la production industrielle a augmenté de 11,3% en juin 2022 en g.a., et a baissé de 4,1% en g.m.

La Banque de Russie n'exclut pas de nouvelles baisses de taux tout en adoptant une orientation prudente: elle « *évaluera le besoin d'une nouvelle baisse du taux directeur au second semestre 2022* ».

Elle a par ailleurs publié des **prévisions économiques actualisées**. La Banque centrale table désormais sur un recul de l'économie de -6%-4% en 2022 (versus -10%/-8% dans les prévisions d'avril) et de -4% /-1% en 2023 (versus -3%/0%).

### Dettes publiques

Selon les données du ministère des Finances, au 1<sup>er</sup> juillet 2022, la dette publique interne était en hausse de 3,1% en g.a. et atteignait 16 681 Md RUB (317,7 Md USD), soit 11, 1% du PIB prévisionnel 2022 (prévision actuelle de FMI). La dette publique externe atteignait 3,2% du PIB nominal prévisionnel (prévision actuelle du FMI), soit 58,1 Md USD au 1er juillet 2022, en baisse de 0,7% en g.a.

## Ukraine

### Politique monétaire

Le 21 juillet, La Banque centrale d'Ukraine a **décidé de dévaluer la hryvnia de 25% par rapport au dollar**.

### Budget

Le déficit budgétaire consolidé a atteint 9,5% du PIB estimé en 2021 ou 215 Md UAH (environ 7,5 Md USD) en janvier-mai 2022, contre un déficit de 4,9 Md UAH (environ 0,2 Md USD) sur la même période en 2021.

### Endettement public

La dette publique totale – directe et garantie – de l'Ukraine a progressé de 10,8% en g.a. pour atteindre 101,4 Md USD à fin mai 2022. En hryvnia, la dette publique totale a augmenté de 17,9% en g.a. pour atteindre 2 967,5 Md UAH.

### Commerce extérieur

Sur janvier-mai 2022, le déficit commercial s'est établi à 878,4 M USD, contre 968,1 M USD sur la même période de l'année précédente. Les exportations ont diminué de 20,4% en g.a. à 19,6 Md USD, tandis que les importations ont diminué de 19,9% en g.a. à 20,5 Md USD.



## Investissements étrangers

Au 1er trimestre 2022, les flux d'IDE entrants nets en Ukraine se sont élevés à -314 M USD (sortie nette de capitaux de l'Ukraine), contre 1 541 M USD au 1er trimestre 2021. Le stock d'IDE entrants s'est élevé à 53,7 Md USD à la fin mars 2022, en baisse de 4,1% en g.a.

## Biélorussie

### Activité

Selon les données préliminaires, le PIB a diminué de 4,2% en g.a. au 1er semestre 2022. La production industrielle a diminué de 5,2% au 1er semestre 2022 en g.a. Les ventes de détail ont baissé de 0,4% au 1er semestre 2022 en g.a.

### Inflation

L'indice des prix de la production industrielle a augmenté de 15,8% en juin 2022 en g.a.

### Pouvoir d'achat

Les revenus réels disponibles ont diminué de 2,1% en g.a. en janvier-mai 2022.

### Notations

Le 18 juillet 2021, l'agence de notation Fitch a baissé la note souveraine de long terme en devises étrangères de C à RD (*restricted default*) à l'issue d'une période de grâce arrivée à échéance le 13 juillet pour le paiement des euro-obligations 2027. Pour les mêmes raisons le 14 juillet 2022, l'agence de notation Moody's a déclaré la Biélorussie en défaut de paiement mais n'a pas baissé sa note.

## Kazakhstan

### Activité

Les ventes de détail ont diminué de 6,2% en juin 2022 en g.a. Au 1er semestre 2022, elles ont augmenté de 1,2% en g.a.

### Investissement

L'investissement en capital fixe a augmenté de 2,6% au 1er semestre 2022 en g.a.

## Arménie

### Dette externe

La dette externe totale s'est établie à 13,4 Md USD fin mars 2022, en hausse de 2,2% en g.a, soit 95,7% du PIB.

### Compte courant

Selon la Banque centrale, le déficit du compte courant a atteint 284,2 M USD au 1er trimestre 2022 (environ 8,1% du PIB prévisionnel 2022) contre un déficit de 67,7 M USD au 1er trimestre 2021.

### Finances publiques

Selon le ministère des Finances arménien, la dette publique a baissé de 7,7% fin juin 2022 en g.a. à 4 055 Md AMD (9,9 Md USD), soit 70,7% du PIB en dollars. Par ailleurs, selon le service de statistiques, l'excédent budgétaire s'est établi à 46,7 Md AMD en janvier-mai 2022 (environ 97 M USD) soit 1,5% du PIB prévu en 2022.



## Transferts de fonds des particuliers en provenance de l'étranger

Les transferts transfrontaliers entrants en provenance de particuliers ont augmenté de 136% en mai 2022 en g.a. à 412,1 M USD. Sur janvier-mai 2022, ils s'établissent à 1 272,3 M USD, soit une hausse de 70% en g.a. (dont 53,4% en provenance de Russie). Exprimés en drams, les transferts entrants affichent une hausse de 106% en g.a. en mai, dont + 223% s'agissant des transferts en provenance de Russie.

Le dynamisme des envois de fonds en provenance de Russie, dont l'économie est en récession, est probablement lié au phénomène de relocalisation de professionnels et entrepreneurs russes en Arménie depuis le déclenchement de la guerre.

Cela semble profiter à l'activité économique arménienne: ainsi, les ventes de détail ont accéléré à partir d'avril et progresse de 2,9% en mai 2022 en g.a. (+1,8% en g.a. sur janvier-mai 2022). L'indicateur global d'activité économique affiche une progression de 10,2% en g.a. sur janvier-mai 2022 (+13% pour le seul mois de mai).

## Moldavie

### Production et inflation industrielles

La production industrielle a augmenté de 13,2% en mai 2022 en g.a. En janvier-mai 2022, elle a augmenté de 2,6% en g.a.

L'indice des prix de la production industrielle a augmenté de 28,6% en g.a. en juin 2022.

### Endettement public

La dette de l'État moldave s'est établie à 78,9 Md MDL (4,1 Md USD) fin juin 2022, en hausse de 4,4% en g.a., ce qui correspond à environ 28,8% du PIB.

## Commerce extérieur

Sur janvier-mai 2022, le déficit commercial s'est élevé à 1 705,8 M USD, en hausse de 8,5% en g.a. Les exportations ont atteint 1 875,2 M USD, en hausse de 69,8% en g.a. Les importations ont atteint 3 581 M USD, en hausse de 33,8% en g.a. Les exportations vers l'UE constituent 64,4% des exportations totales. La part des pays de la CEI atteint 15,2%. Les importations depuis l'UE constituent 44,9% de toutes les importations, alors que celles de la CEI constituent 28%.

## Ouzbékistan

### Activité

Le PIB a augmenté de 5,4% en g.a. au 1er semestre 2022. Au cours de cette période, la production industrielle a augmenté de 5,1% et les ventes de détail ont augmenté de 9,9%.

### Réserves

Au 1er juillet 2022, les réserves de change s'élevaient à 35,6 Md USD, en hausse de 4,2% en g.a. Elles couvrent 14,2 mois d'importations.

## Kirghizstan

### Dette externe

La dette extérieure a atteint 9,1 Md USD fin mars 2022, soit 101,3% du PIB prévisionnel.

### Compte courant

Au 1er trimestre 2022, le déficit du compte courant s'est élevé à 1 049,2 M USD (soit 46,5% du PIB) contre un déficit de 123,5 M USD au 1er trimestre 2021. Cette hausse du déficit est notamment liée à la hausse du déficit de la

balance commerciale qui a atteint 1263 M USD contre 483 M USD au 1<sup>er</sup> trimestre 2021: les exportations ont diminué de 16% et les importations ont augmenté de 77%. Le déficit de la balance des revenus était également en hausse: 184,2 M USD au 1<sup>er</sup> trimestre 2022 contre 61,4 M USD au 1<sup>er</sup> trimestre 2021.

## Transferts de fonds des particuliers en provenance de l'étranger

Les transferts transfrontaliers entrants des particuliers ont augmenté de 4,5% en janvier-mai 2022 en g.a. à 1030,3 M USD (dont 95% en provenance de Russie).

## Tadjikistan

### Inflation

L'inflation annuelle s'est élevée à 8,3% en juin 2022.

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](http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international)



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