



**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° 31– 12 novembre 2021

## Sommaire

### Zoom : Situation économique et financière de l'Ouzbékistan

#### 📊 ZONE EURASIATIQUE

- Prévisions d'activité de la BERD

#### 📊 RUSSIE

- PIB au troisième trimestre
- Fonds souverain

#### 📊 UKRAINE

- Inflation
- Réserves

#### 📊 BIÉLORUSSIE

- Réserves internationales
- Inflation en octobre
- Notation souveraine
- Commerce extérieur

#### 📊 KAZAKHSTAN

- Activité

- Activité
- Inflation
- Marché du travail
- Endettement externe
- Compte courant
- Réserves

#### 📊 ARMÉNIE

- Consommation des ménages

#### 📊 MOLDAVIE

- Réserves internationales
- Inflation en octobre

#### 📊 OUZBEKISTAN

- Privatisations

#### 📊 KIRGHIZSTAN

- Activité
- Inflation
- Réserves

#### 📊 TADJIKISTAN

- Activité
- Politique monétaire

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

## Zoom de la semaine : Situation économique et financière de l'Ouzbékistan

*L'économie ouzbèke a plutôt bien surmonté la crise de la Covid-19, l'Ouzbékistan étant l'un des rares pays à ne pas avoir connu de récession en 2020. La reprise est forte en 2021 et le taux de croissance de l'activité pourrait être le plus fort depuis 2016. Certains risques commencent toutefois à émerger, notamment au niveau du secteur bancaire, de l'endettement public et extérieur.*

**1/ Malgré le ralentissement, la croissance est restée positive en 2020 avant un fort rebond en 2021.** L'économie Ouzbèke a été touchée par la crise de la COVID-19 via plusieurs canaux, notamment : la chute des échanges commerciaux, l'effet des mesures de lutte contre l'épidémie et la baisse des cours des hydrocarbures et la diminution des flux touristiques. En réponse à la crise, la Banque centrale a abaissé son taux directeur à deux reprises de 100 points de base en avril et septembre 2020, le fixant à 14% (taux au 12 novembre 2021). Une inflation assez élevée (+11,1% en décembre 2020 en g.a.) a cependant limitées les marges de manœuvre de la Banque centrale. Alors que la consommation a continué à soutenir l'activité avec des ventes de détail en hausse de 3,2% en 2020 en g.a., l'investissement, principal moteur de la croissance ouzbèke de ces dernières années,

s'est replié de 8,2% en 2020 en g.a. (représentant néanmoins toujours près de 38,4% du PIB). L'Ouzbékistan a ainsi été l'un des rares pays à éviter la récession en 2020 avec une croissance du PIB de 1,7% selon le FMI.

**En 2021, l'activité ré-accélère avec une croissance du PIB prévue à 6,1% par le FMI, 6,2% par la Banque mondiale et 5,6% par la BERD.** De plus, avec une croissance atteignant +6,9% au cours de la période janvier-septembre 2021, ces prévisions apparaissent assez conservatrices. L'activité surtout tirée par la consommation avec des ventes de détail en hausse de 9,8% en g.a. en janvier-septembre 2021, alors que l'investissement total en capital fixe augmente de 5% en g.a., pour revenir à près de 40,6% du PIB. Par ailleurs, la contribution du commerce extérieur à la croissance sera très probablement négative en 2021. Enfin, l'inflation se maintient à un niveau élevé : 10,8% en août en g.a. Elle devrait atteindre 10,6% en décembre 2021 en g.a. selon le FMI.

**2/ Dégradation des comptes extérieurs et hausse de l'endettement.** En période d'ouverture et de forts besoins en investissement, les résultats du commerce extérieur se sont nettement détériorés. Après un excédent d'environ 1 Md USD en 2017, le solde de la balance commerciale est devenu déficitaire à hauteur de 5,3 Md USD en 2018, sur fond de hausse des importations de 39,6% tandis que les exportations n'augmentaient que de 13,6%. Le

déficit s'est encore creusé de 18,5% pour atteindre 6,4 Md USD en 2019. Après s'être légèrement réduit en 2020 (6 Md USD), il devrait atteindre un niveau record en 2021 (il atteignait déjà 7,6 Md USD au cours des 9 premiers mois de l'année). L'Ouzbékistan reçoit d'importants transferts de ses travailleurs depuis l'étranger, notamment depuis la Russie ce qui permet de compenser partiellement le déficit du commerce extérieur. En 2019, les transferts de travailleurs ouzbèks depuis la seule Russie ont atteint 4,7 Md USD (environ 8% du PIB), en hausse d'environ 15% par rapport à 2018. Ces derniers ont été impactés par la crise en 2020 et ont diminué de 6,4% pour atteindre 4,4 Md USD (7,3% du PIB). Avec la reprise de l'activité en 2021, ils sont en hausse de 27% au premier semestre en g.a. et atteignent 2,3 Md USD.

**En raison notamment de la dégradation de la balance commerciale, le compte courant est structurellement déficitaire depuis 2018.** Selon les données de la Banque centrale, il était déficitaire à hauteur de -3,3 Md USD au cours du premier semestre 2021 (10,8% du PIB prévisionnel). Le déficit devrait toutefois se limiter à -4 Md USD sur l'année (6,1% du PIB) selon le FMI, après avoir atteint 5% du PIB en 2020.

**Dans ce contexte de fort déficit du compte courant, l'endettement externe du pays progresse très rapidement.** La dette extérieure totale qui s'établissait à 17,2 Md USD au à fin

2017 soit 28,2% du PIB, puis 26,3 Md USD à fin 2019 soit 44% du PIB, atteint au 2ème trimestre 2021 38,9 Md USD soit 59,3% du PIB prévisionnel. Bien que son niveau reste modéré en comparaison avec certains voisins – au Kazakhstan la dette extérieure totale atteint 86% du PIB –, l'endettement externe de l'Ouzbékistan augmente plus rapidement et pourrait dévenir un facteur de risque à moyen terme.

**Tirée par la hausse du déficit public en 2020 (-3,1% du PIB) puis 2021 (-3,5% du PIB), la dette publique est elle aussi en hausse.** Alors qu'elle atteignait 19,3% du PIB en 2017 puis 28,3% en 2019, elle devrait s'établir à 38,9% en 2021. Cette dernière reste toutefois sous contrôle et devrait se stabiliser à un niveau proche de 40% à partir de 2021 selon le FMI. Noté BB- par Fitch, B1 par Moody's et BB-par S&P, l'Ouzbékistan conserve néanmoins d'assez bonnes conditions d'émissions sur le marché comme en témoigne sa dernière émission en juillet 2021 d'euro-obligations avec une maturité de 10 ans assorties de coupons à 3,9%.

**3/ Risque d'emballement du crédit et croissance des créances douteuses.** Depuis le lancement des réformes en 2017, l'activité des 32 banques Ouzbèkes (secteur relativement peu concentré) s'est progressivement recentrée vers le cœur du métier bancaire et le poids des actifs bancaires a fortement augmenté passant de 23,5 Md USD en 2016 – 32% du PIB – à 37,9 Md

USD en 2021 – 57,9% du PIB. Cette croissance rapide suscite néanmoins des inquiétudes quant au risque d’emballement du crédit dans le contexte d’opérations nouvelles pour les banques et leur personnel qui ont bénéficié de plusieurs programmes d’assistance technique de la part des institutions financières internationales au cours des dernières années (amélioration de la transparence et conformité avec les meilleures pratiques notamment). Signe de ce risque d’emballement, le ratio crédits sur dépôts est passé de 191% au 1er janvier 2019 à 232% le 1er janvier 2020, puis à 234% au 1er septembre 2021. L’augmentation est particulièrement marquée au niveau des banques avec participation étatique – finançant essentiellement les entreprises publiques – pour lesquelles le ratio crédits sur dépôts est passé de 284% en janvier 2020 à 301% en septembre 2021. D’autre part, le ratio d’adéquation des fonds propre (CAR) s’établissait à 17,5% au 1er septembre 2021, alors qu’il atteignait encore 23,5% au 1er janvier 2020. A ce risque d’emballement des crédits, notamment orientés vers les entreprises publiques, s’ajoute la forte dollarisation de ces crédits.

**Le soutien de l’Etat aux banques avec participation publique, permet, dans une certaine mesure, de limiter le risque.** Au 1er septembre 2021, les banques avec une participation publique représentaient près de 84% des actifs bancaires. Le taux de crédits non performants demeure officiellement au niveau

relativement peu inquiétant de 6% au 1er septembre 2021. Il progresse toutefois très rapidement, dans la mesure où il s’établissait à 2,5% au 1er septembre 2020. A partir de 2019 les banques Ouzbèkes sont progressivement passées aux normes IFRS et Bâle III. A noter que l’application des normes IFRS devrait s’étendre à toutes les entreprises à partir de 2021.

## B Zone eurasiatique

### Prévisions d'activité de la BERD

La Banque européenne de reconstruction et de développement a [mis à jour ses prévisions d'activité pour 2021/2022.](#)

Prévisions	2021		2022	
	Juin	Nov.	Juin	Nov.
Russie	3,3	4,3	3	3
Kazakhstan	3,6	3,6	3,8	3,8
Ukraine	3,5	3,5	3,5	3,5
Biélorussie	0,5	2	0,5	0,2
Ouzbékistan	5,6	6,8	6	6
Arménie	4	5	5	5,3
Moldavie	4,5	7	4	4
Kirghizstan	6,6	2,5	4,6	5
Tadjikistan	6,5	6,5	6	6,2

## B Russie

### PIB au troisième trimestre

Selon les estimations du ministère du Développement économique, le PIB aurait augmenté de 4% au 3ème trimestre 2021 en g.a. Sur les trois premiers trimestres de 2021, le PIB aurait augmenté de 4,6% en g.a.

### Fond souverain

Le montant du Fonds du Bien-Être National a augmenté de 3,5% en g.m. pour atteindre 197,7 Md USD (environ 12,1% du PIB) au 1er novembre 2021. La part liquide de ce Fonds représente 114,9 Md USD (7% du PIB) ; elle est incluse pour mémoire dans les réserves de change de la Russie, qui atteignent en tout 624,2 Md USD au 1<sup>er</sup> novembre.

## B Ukraine

### Inflation

L'inflation a ralenti à 10,9% en g.a. en octobre 2021 contre 11% en septembre. L'inflation ralentit ainsi pour la première fois depuis avril 2021. La hausse des prix reste notamment tirée par les prix de l'énergie – gaz +47,2% en g.a. et électricité +26,5% en g.a. – et les produits alimentaires en hausse de 13,6% en g.a. L'indice des prix de la production industrielle a pour sa part augmenté de 57,2% en octobre 2021 en g.a. contre +45,1% en septembre 2021.

### Réserves

Les réserves de change de l'Ukraine s'élevaient à 29,7 Md USD au 1er novembre 2021, en hausse de 13,4% en g.a., et couvrent actuellement presque 4 mois d'importations.

## B Biélorussie

### Réserves internationales

Au 1er novembre 2021, les réserves de change s'élevaient à 8,5 Md USD – soit une hausse de 14,2% en g.a. – couvrant presque 3 mois d'importations. Les réserves de la Biélorussie continuent de bénéficier de l'effet induit par l'octroi par le FMI de DTS supplémentaires en août dernier, représentant pour le pays l'équivalent de 900 M USD.

### Inflation

L'indice des prix à la consommation a accéléré à 10,5% en g.a. en octobre 2021, contre 10,2% en septembre. L'inflation alimentaire a été mesurée à 12,1% en g.a. en octobre. Les prix des produits non-alimentaires ont progressé de 10% et ceux des services de 8,6%. Pour

mémoire, la cible d'inflation de la Banque nationale de la République de Biélorussie est de 5%. La date de la prochaine réunion de son Conseil d'administration (qui fixe les taux directeurs) n'est pas connue. Lors de sa dernière réunion, intervenue en juillet 2021, la Banque centrale avait remonté son principal taux directeur de 75 points de base, à 9,25%.

## Notation souveraine

Le 5 novembre 2021, l'agence de notation Fitch a confirmé la note souveraine de long terme de la Biélorussie à B avec perspective négative. Comme beaucoup d'observateurs, l'agence de notation a été surprise par l'évolution de l'activité économique en 2021, en raison d'un environnement externe plus favorable qu'anticipé (dynamisme important de la demande et des prix mondiaux de matières premières exportées par la Biélorussie). Fitch revoit ainsi à la hausse sa prévision d'activité pour 2021 de 1,4 point, à 2,1%. L'activité ralentirait nettement en 2022, à 0,3%, en raison d'un côté de la dissipation de l'effet « rebond » et, surtout, de l'effet croissant des sanctions internationales

## Commerce extérieur

En janvier-septembre 2021, les exportations de biens se sont élevées à 28,1 Md USD, en hausse de 36,1% en g.a., et les importations ont atteint 29,7 Md USD, en hausse de 28,5% en g.a. Le déficit commercial sur cette période s'élève à 1,5 Md USD, en baisse de 14,9% en g.a.

# B Kazakhstan

## Activité

Selon le Ministre de l'Économie Aset Irgaliev, le PIB a **augmenté de 3,5% en g.a. en janvier-octobre 2021**. Pour rappel, Le gouvernement kazakhstanais vise entre 3,7% et 4% de croissance en 2021, ce qui est légèrement supérieur

aux prévisions du FMI (3,3%) et des bailleurs de fonds internationaux : 3,6 % selon la BERD, 3,5% selon la Banque mondiale.

## Activité

**La production industrielle a augmenté de 2,9% sur janvier-octobre 2021 en g.a.** La production de pétrole et de condensat de gaz en volume – 70 M tonnes en janvier-octobre 2021 – reste néanmoins de 2% inférieure à la production de 2020 au cours de la même période, alors que la production de cuivre progresse de 13% en g.a.

## Inflation

**Les anticipations d'inflation à 12 mois se sont élevées à 10,3% en octobre 2021** contre 9% en septembre en g.a. L'inflation atteignait 8,9% en octobre en g.a.

## Marché du travail

**Le chômage au sens du BIT s'est établi à 4,9% de la population active au 3<sup>ème</sup> trimestre 2021**, stable depuis le 4<sup>ème</sup> trimestre 2020.

## Endettement externe

**La dette extérieure totale a atteint 166,8 Md USD au 1<sup>er</sup> juillet 2021, soit environ 86% du PIB** et une hausse de 1,6% depuis le début de l'année. La dette extérieure du Kazakhstan reste composée à plus de 60% d'endettement inter-entreprises, notamment lié aux investissements dans le secteur extractif (53% de l'endettement extérieur du pays).

## Compte courant

D'après les données préliminaires de la Banque nationale du Kazakhstan, **le déficit du compte courant s'est élevé à 3 Md USD sur janvier-septembre 2021 (2,1% du PIB prévisionnel 2021)**. Porté par un excédent commercial en hausse de 76,8% janvier-septembre 2021 en g.a., le déficit du compte courant s'est réduit de 40,9% en g.a.

## Réserves

Au 1<sup>er</sup> novembre 2021, les réserves de changes de la Banque nationale du Kazakhstan s'élevaient à 35,8 Md USD, soit une hausse de 6,7% en g.a., couvrant plus de 9 mois d'importations. À la même date, les réserves du Fonds national s'élevaient quant à elles à 55,1 Md USD – en baisse de 2,3% en g.a.

## B Arménie

### Consommation des ménages

Les ventes de détail ont diminué de 1,1% en septembre 2021 en g.a. Sur janvier-septembre 2021, la hausse s'élève à 1,4%.

## B Moldavie

### Réserves internationales

Les réserves de change de la Moldavie se sont élevées à 4 Md USD à fin octobre 2021, en hausse de 14,5% en g.a. Elles représentent 7 mois d'importations.

### Inflation

L'inflation a accéléré à 8,8% en g.a en octobre 2021 (+2,1% d'un mois sur l'autre), contre 6,7% en septembre. Cette accélération a été essentiellement causée par la progression des prix alimentaires (+12,7% en g.a. soit une contribution à la croissance de l'indice des prix de 4,6 points) et dans une moindre mesure de celle des prix des carburants (+29% en g.a. soit une contribution de 1,7

point). Si les prix du gaz naturel et de l'électricité ont connu un recul en octobre, de respectivement 12% et 7,9% en g.a, ces tarifs sont amenés à progresser en novembre dans le sillage de la conclusion d'un nouvel accord de fourniture de gaz entre Gazprom et la Moldavie (voir NEE #30) et de [l'approbation par l'Autorité de régulation locale](#) d'un ajustement du tarif payé par les consommateurs. Cette hausse du coût de l'énergie par les ménages sera néanmoins compensée par des aides de l'Etat, annoncées [cette semaine](#) par le premier ministre.

Dans ce contexte, on notera que la Banque nationale de Moldavie vient de revoir à la hausse ses prévisions d'inflation moyenne pour 2021 et 2022 à respectivement 4,5% (+1,4 point) et 14% (+7 points). Dans le scénario central, l'inflation atteindrait son pic au troisième trimestre 2022 (15,1% en moyenne) puis retournerait graduellement à sa cible. Elle rejoindrait le corridor cible de la Banque centrale (5% +/-1,5 point) à partir du deuxième trimestre 2023).

## B Ouzbékistan

### Privatisations

Le président Shavkat Mirziyoyev a indiqué lors [d'une réunion tenue le 8 novembre](#) que l'accélération du processus de privatisations serait l'une des priorités économiques de son nouveau mandat. L'Ouzbékistan prévoit de réduire le nombre d'entreprises publiques par trois d'ici à fin 2022 et d'impliquer dans le processus des « consultants étrangers » (pour tout projet de cession supérieur à 10 M USD) dans le cadre d'une stratégie renouvelée. En 2022, les autorités prévoient de vendre 32 grandes entreprises publiques, dont Uzpromstroybank, la banque la plus importante du pays, et la mine d'or de Muruntau. Au total 368 entreprises publiques seraient cédées, générant des recettes publiques estimées à plus de 800 M EUR. Pour mémoire, cette initiative prend le relais d'un plan de privatisation dévoilé en octobre 2020 pour moderniser l'économie et accélérer la transition vers une économie de marché. 620 entreprises publiques à privatiser avaient été identifiées, parmi lesquelles Uzbekneftegaz, Uzbekistan Airways et Uzbekistan Railways. En 2021, 619 entreprises publiques auraient été

cédées pour un montant total de 421 M USD. Le secteur du coton, pilier de l'économie ouzbèke, a été entièrement privatisé.

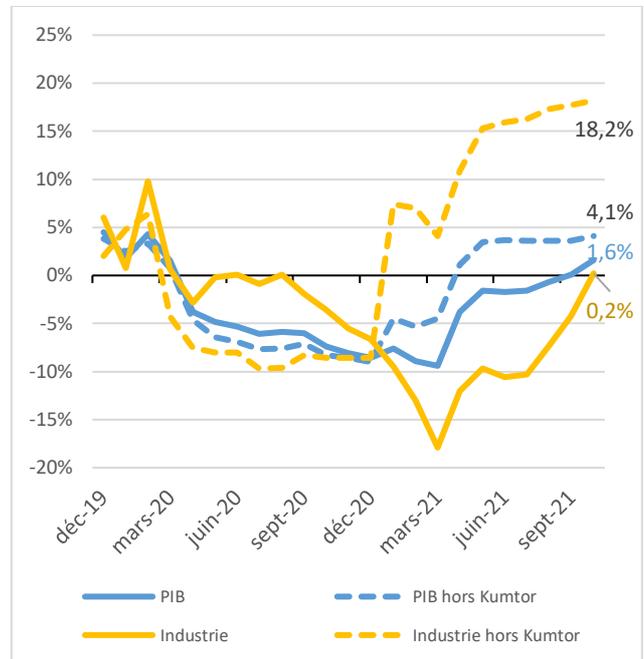
## B Kirghizstan

### Activité

La reprise de l'activité constatée en septembre, secteur minier compris, se confirme au mois d'octobre avec un PIB en hausse de 1,6% en janvier-octobre 2021 en g.a. (a augmenté de 4,1% en g.a. en excluant la mine de Kumtor). La production industrielle est repassée pour la première fois en terrain positif depuis le mois d'août 2020 : sur janvier-octobre 2021, la production industrielle a augmenté de 0,2% en g.a. (et a augmenté de 18,2% en excluant la mine de Kumtor). La consommation privée est également dynamique, avec des ventes de détail en hausse de 11,5% sur janvier-octobre en g.a.

La balance commerciale kirghize, caractérisée par un fort déficit structurel, semble se replacer sur sa trajectoire d'avant pandémie : en janvier-septembre 2021, le déficit commercial a augmenté de 131,7% en g.a. à 2,7 Md USD. Les exportations ont reculé de 22,5% en g.a. à 1,2 Md USD, tandis que les importations ont augmenté de 43,6% en g.a. à 3,9 Md USD. Les restrictions pesant actuellement sur les exportations d'or ont contribué à cette dégradation de la balance commerciale.

Figure. Activité au Kirghizstan



### Inflation

L'inflation annuelle poursuit sa décrue initiée le mois précédent, mais se maintient à un niveau élevé : elle a ralenti à 12,5% en octobre 2021 en g.a., contre 13,5% en septembre.

### Réserves

Les réserves de change ont atteint 3,1 Md USD à fin octobre 2021, en hausse de 7% en g.a. Elles représentent 8 mois d'importations

## B Tadjikistan

### Activité

Selon les estimations du Fonds Monétaire International, le PIB a augmenté de 8,9% en g.a. sur janvier-septembre 2021. La croissance devrait atteindre 7% en 2021 et 5,5% en 2022.

## Politique monétaire

**Le 25 octobre 2021, la Banque nationale du Tadjikistan a relevé son taux directeur de 25 points de base à 13,25%.**

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)



**MINISTÈRE  
DE L'ÉCONOMIE,  
DES FINANCES  
ET DE LA RELANCE**

*Liberté  
Égalité  
Fraternité*

Responsable de la publication :

Directeur de la publication :

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

Pour s'abonner :

Crédits photo :

Service économique régional de Moscou

Laurent Charpin

[Moscou@dgtresor.gouv.fr](mailto:Moscou@dgtresor.gouv.fr)

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