



**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° 27–15 octobre 2021

## Sommaire

### Zoom: le paradoxe du compte courant du Kazakhstan

#### 📊 ZONE EURASIATIQUE

- Prévisions d'automne du FMI

#### 📊 RUSSIE

- Budget fédéral
- Balance des paiements au troisième trimestre
- Enquête macroéconomique de la Banque centrale
- Système bancaire

#### 📊 UKRAINE

- Inflation
- Commerce extérieur

#### 📊 BIÉLORUSSIE

- Inflation
- Commerce extérieur

#### 📊 KAZAKHSTAN

- Activité
- Compte courant
- Investissements directs étrangers

#### 📊 ARMENIE

- Réserves internationales

#### 📊 MOLDAVIE

- Réserves internationales

#### 📊 OUZBEKISTAN

- Inflation

#### 📊 KIRGHIZSTAN

- Activité
- Inflation
- Réserves internationales

#### 📊 TADJIKISTAN

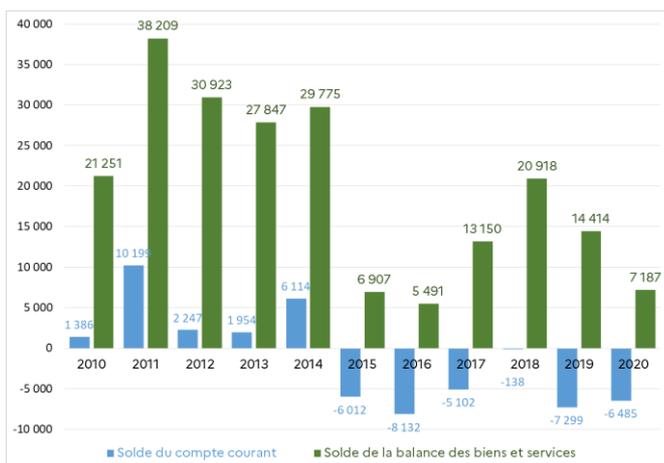
- Inflation

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

## Le paradoxe du compte courant du Kazakhstan

Depuis 2015, le compte courant du Kazakhstan est structurellement déficitaire malgré un excédent commercial important. Le solde courant kazakhstanaise semble ainsi ancré en territoire négatif indépendamment des résultats en matière de commerce extérieur.

Fig.1 Evolution trimestrielle du solde de la balance des biens et services et du solde du compte courant (M USD)



1/ Un secteur des hydrocarbures développé grâce aux investisseurs internationaux. Au cours des trente

dernières années, le Kazakhstan a bénéficié, via des consortiums internationaux de compagnies pétrolières, de flux d'investissements directs étrangers (IDE) massifs pour développer ses gisements d'hydrocarbures, notamment ceux de Kashagan, Tengiz et Karachaganak. Les autres branches du secteur extractif kazakhstanaise, notamment le secteur minier ont également bénéficié d'investissements directs étrangers pour développer leurs projets. En conséquence, sur les 152,8 Md USD du stock d'IDE entrants net au 1<sup>er</sup> juillet 2021 (en hausse de 1,4% en g.a.), 117,4 Md USD étaient destinés au secteur extractif (76,8%), dont 111,3 Md USD pour le seul secteur des hydrocarbures (72,8% de l'ensemble du stock d'IDE entrants au Kazakhstan). Les évolutions récentes confirment en outre cette tendance : en 2020, 60% des flux d'IDE entrants nets étaient destinés au secteur extractif (43% pour le seul secteur des hydrocarbures). Au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2021, 60,4% des 1,8 Md USD de flux d'IDE entrants étaient destinés au secteur extractif (26,4% pour le seul secteur des hydrocarbures).

2/ Les revenus sortants générés par ces investissements font basculer le compte courant du Kazakhstan en territoire

**négatif.** Ces investissements génèrent d'importants revenus sortants pour les créanciers du Kazakhstan sous trois formes: des intérêts, des profits réinvestis et des dividendes. Au total, ces revenus d'investissements sortants atteignaient 21,3 Md USD (11,7% du PIB) en 2019 quand l'excédent de la balance des biens et services atteignait 14,4 Md USD (8% du PIB). Dans ce contexte, malgré les bons résultats du commerce extérieur en 2019, le compte courant a tout de même été déficitaire à hauteur de 7,3 Md USD (4% du PIB).

(8,2% du PIB) a permis au déficit du compte courant Kazakhstanaise se maintenir à un niveau proche de celui de l'année précédente, à 6,5 Md USD (3,8% du PIB). Ce paradoxe est notamment explicable par la contraction des dividendes et des réinvestissements de profits en période de baisse des bénéfices générés par les industries extractives (les flux d'intérêts étant par nature plus stables), durant les phases de baisses des cours des matières premières ou de baisse des volumes de production.

Fig.2 Evolution annuelle de l'excédent de la balance des biens et services et des revenus d'investissements sortants (M USD)

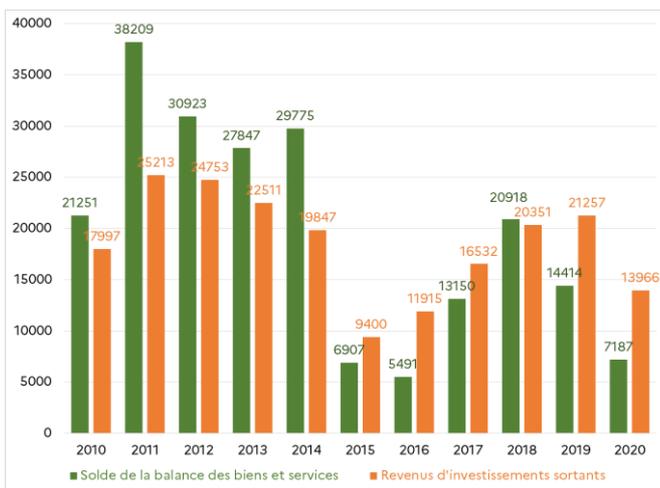
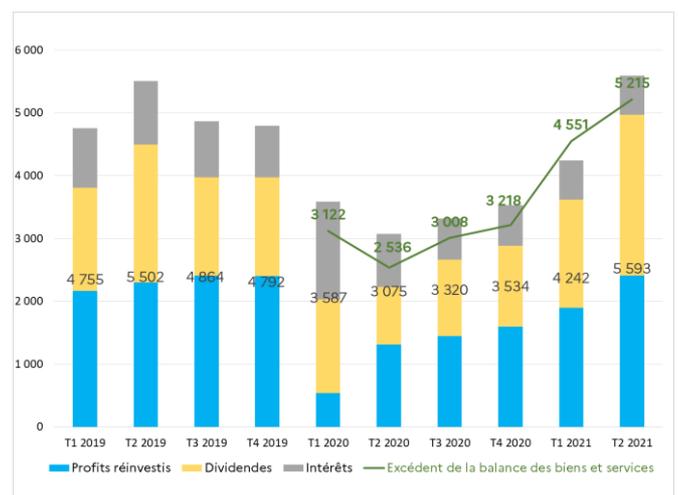


Fig.3 Evolution trimestrielle de l'excédent de la balance des biens et services et des revenus d'investissements sortants (ventilés par catégories de flux) (M USD)



Paradoxalement, dans un contexte de forte baisse de l'excédent commercial en 2020 à seulement 7,2 Md USD (4,2% du PIB), la baisse des revenus d'investissements sortants à 14 Md USD

### 3/ Un effet limitant les entrées nettes de devises jusqu'à un certain niveau de prix des matières premières.

Ces flux de revenus d'investissements sortants ont un effet compensatoire qui réduit le solde du compte courant du Kazakhstan et donc les entrées nettes de devises dans le pays. Ces flux évoluent de manière extrêmement corrélée avec les variations de l'excédent de la balance des biens et services. Il semblerait toutefois qu'à partir d'un certain niveau d'excédent des biens et services, le compte courant kazakhstanais repasse en territoire positif. En 2014, le Kazakhstan a connu sa dernière année d'excédent du compte courant (+6,1 Md USD ou 2,8% du PIB), alors que l'excédent de la balance des biens et services atteignait 29,8 Md USD (13,5% du PIB) et les revenus d'investissements sortants 19,8 Md USD (9% du PIB). Cet excédent du compte courant a été atteint alors que le cours moyen annuel du baril de Brent atteignait près de 99 USD en moyenne sur l'année, niveau jamais revu depuis.

## Zone eurasiatique

### Prévisions d'automne du FMI

Le Fonds monétaire international a mis à jour ses prévisions économiques à l'occasion de la publication de son rapport [World Economic Outlook](#). L'institution financière a revu à la hausse ou maintenu ses prévisions d'activité pour l'ensemble des pays de la zone eurasiatique à l'exception de l'Ukraine. Les mises à jour les plus significatives concernent l'Arménie (prévision d'activité revue à la hausse de 5,5 p.p. en 2021, de 1 à 6,5%) et la Biélorussie (prévision d'activité revue à la hausse de 2,5 p.p. en 2021, de -0,4% à 2,1%). Les prévisions pour le Tadjikistan demeurent inchangées par rapport à la précédente édition du rapport datant d'avril 2021.

World Economic Outlook	2021		2022		2026	
	Avr.	Oct.	Avr.	Oct.	Avr.	Oct.
Russie	3,8	4,7	3,8	2,9	1,8	1,6
Biélorussie	-0,4	2,1	0,8	0,5	1,4	1,3
Kazakhstan	3,2	3,3	4	3,9	4,4	3,9
Arménie	1	6,5	3,5	4,5	4,5	4
Kirghizstan	0,7	2,1	3,2	5,6	2,5	3,8
Moldavie	4,5	4,5	4,0	5,2	4,2	5,0
Ouzbékistan	5	6,1	5,3	5,4	5,5	5,5
Tadjikistan	5	5	4,5	4,5	4	4
Ukraine	4	3,5	3,4	3,6	4	4

## Russie

### Budget fédéral

Selon les données préliminaires, le budget fédéral a affiché un excédent de 1 443,7 Md RUB (19,5 Md USD, soit 1,5% du PIB) sur janvier-

septembre 2021, contre un déficit de 1 656,8 Md RUB sur la même période en 2020. En outre, à fin septembre 2021, le taux d'exécution des dépenses du budget fédéral pour la mise en œuvre des projets nationaux s'élevait à 1 588,9 Md RUB (22,4 Md USD) soit 67,1% des dépenses budgétaires prévues.

### Balance des paiements au troisième trimestre 2021

Selon les données préliminaires de la Banque de Russie, le solde du compte courant de la Russie a atteint le niveau record de 40,8 Md USD au troisième trimestre 2021 (versus 3,9 Md USD au troisième trimestre 2020). Sur la période janvier-septembre 2021, l'excédent courant s'est élevé à 82,2 Md USD (contre un excédent de 29 Md USD sur la même période en 2020). Les excédents courants des 4 derniers trimestres représentent l'équivalent de 5% du PIB.

L'excédent courant au troisième trimestre 2021 découle de l'excédent commercial (échanges de biens) qui atteint 56,8 Md USD. Les exportations en valeur de la Russie ont progressé de 70% en glissement annuel, en lien en particulier avec la croissance des ventes de métaux (hausse des cours et des volumes exportés) alors que les importations ont cru de seulement 30%.

Par ailleurs, au troisième trimestre 2021, le compte financier de la balance des paiements a enregistré des sorties nettes de capitaux de 8,9 Md USD (versus 8,6 Md USD au troisième trimestre 2020) émanant essentiellement des secteurs institutionnels des entreprises et des ménages. Les réserves de la Fédération de Russie ont en outre progressé de 16,7 Md USD en lien avec la nouvelle allocation générale de DTS décidée par le FMI.

### Système bancaire

Le 11 octobre 2021, la Banque de Russie a publié une mise à jour de sa liste des institutions de crédit dites systémiques. Celle-ci inclut

désormais **Tinkoff Bank** en raison de sa large base de clients et d'une croissance de son activité excédant la moyenne du marché. La liste des établissements de crédit systémiques comprend maintenant 13 banques représentant près de 80% des actifs totaux du système bancaire. Les banques systémiques sont soumises à une supervision et à des normes prudentielles renforcées.

## Enquête régulière de la Banque de Russie auprès des économistes de la Place

Cette semaine ont été publiés les **résultats de l'enquête macroéconomique récurrente de la Banque de Russie auprès des économistes professionnels de la Place de Moscou**. Par rapport à la précédente enquête – publiée en septembre dernier – le principal changement concerne l'inflation avec une prévision médiane pour 2021 à 7% en glissement annuel en fin d'année versus 5,9% précédemment. Les prévisions d'inflation à horizon 2022-2024 demeurent proches de la cible d'inflation de la Banque de Russie (4%). Les prévisions portant sur le taux directeur de la Banque de Russie en moyenne annuelle sont revues significativement à la hausse pour 2022 (+0,5 point à 6,8%). Les prévisions d'activité sont stables (légère révision, de 0,1 point, pour 2021, à 4,3%).

## Ukraine

### Inflation

**L'inflation a accéléré à 11% en septembre 2021 en g.a. contre 10,2% en août.** Elle atteint ainsi son plus haut niveau depuis mai 2018. L'inflation en Ukraine est notamment tirée par la hausse des prix de l'énergie (gaz +68,6% en g.a. et électricité +36,6% en g.a.), du traitement des eaux (+18,6% en g.a.), de l'éducation (+16,9% en g.a.) et des produits alimentaires (+13,6%). Face à la hausse de l'inflation, la Banque nationale d'Ukraine, qui

avait relevé son taux directeur de 50 pdb à 8,5% le 9 septembre, pourrait être amenée à de nouveau augmenter son taux directeur.

## Commerce extérieur

Sur janvier-août 2021, les exportations de biens ont progressé de 35,6% en g.a. (41,8 Md USD) et les importations de biens de 30,1% en g.a. (43,5 Md USD). **Le déficit commercial s'est ainsi élevé à 1,7 Md USD, en baisse de 33,9% en g.a.**

## Biélorussie

### Progression de l'inflation en septembre

**L'indice des prix à la consommation a progressé de 10,2% en g.a. septembre 2021, contre 9,8% en août.** L'accélération de l'inflation en septembre a été causée principalement par la progression des prix des fruits et légumes (+14,2% en septembre après +6,7% en août) alors que l'inflation sous-jacente (i.e. hors composantes les plus volatiles de l'indice des prix) est demeurée à +9,9%. L'inflation en Biélorussie est actuellement deux fois supérieure à la cible de la Banque centrale.

## Commerce extérieur

Sur la période janvier-août 2021, les exportations de biens se sont élevées à 24,5 Md USD, en hausse de 15,6% en g.a., et les importations ont atteint 25,9 Md USD, en hausse de 8% en g.a. Le déficit commercial sur cette période s'élève à 1,4 Md USD, en baisse de 46,2% en g.a.

## Kazakhstan

### Activité

Selon le ministre de l'Économie Aset Irgaliev, le **PIB a augmenté de 3,4% en g.a. sur janvier-septembre 2021**. Le gouvernement prévoit une croissance comprise entre 3,7% et 4% en 2021, tandis que la Banque nationale du Kazakhstan prévoit une croissance comprise entre 3,6% et 3,9% dans le contexte de forte progression des cours des hydrocarbures au second semestre 2021.

### Compte courant

Le **déficit du compte courant a atteint 2,4 Md USD au 1<sup>er</sup> semestre 2021**, soit environ 2,6% du PIB, contre un excédent de 0,5 Md USD au 1<sup>er</sup> semestre 2020. Malgré le très faible recul de l'excédent commercial au 1<sup>er</sup> semestre 2021 (en baisse de 3,3% en g.a.), le compte courant se dégrade fortement en raison de la progression des revenus d'investissements sortants, en hausse en raison de la reprise économique, qui font se creuser de près de 47% le déficit de la balance des revenus à -10,9 Md USD au 1<sup>er</sup> semestre 2021 contre -7,4 Md USD un an plus tôt. Ceci est notamment lié aux investissements et des financements étrangers réalisés pour mettre en exploitation des gisements comme ceux de Kashagan et Tengiz. En effet, près de 53% de la dette extérieure Kazakhstanaise était liée à des investissements dans le secteur extractif (à 93% destinés aux hydrocarbures). La **dette extérieure du Kazakhstan atteignait 166,8 Md USD le 1<sup>er</sup> juillet 2021**, en hausse de 4,3% en g.a., soit 88,8% du PIB prévisionnel 2021.

### Investissements directs étrangers

Malgré une légère **diminution de 3,1% en g.a. des flux nets d'IDE entrants vers le Kazakhstan au 1<sup>er</sup>**

**semestre 2021 (à 1,8 Md USD)**, le stock d'IDE entrants net a continué sa progression malgré la crise. Ce dernier s'élevait à **152,8 Md USD au 1<sup>er</sup> juillet 2021**, en hausse de 1,4% en g.a. Sur ce montant, 117,4 Md USD étaient destinés au secteur extractif, dont 111,3 Md USD pour le seul secteur des hydrocarbures (72,8% de l'ensemble du stock d'IDE entrants au Kazakhstan).

## Arménie

### Réserves internationales

Les **réserves internationales ont atteint 3.2 Md USD au 1<sup>er</sup> octobre 2021**, en hausse d'environ **30.3% en g.a.** Elles couvrent un peu plus de 8 mois d'importations.

## Moldavie

### Réserves internationales

Les **réserves internationales ont atteint 4 Md USD au 1<sup>er</sup> octobre 2021**, soit une hausse de **15,8% en g.a.** Elles représentent environ 7 mois d'importations.

## Ouzbékistan

### Inflation

L'**inflation a atteint 10,8% en g.a. en septembre 2021**, contre 11,1% en août en g.a. La hausse des prix est surtout stimulée par les prix des biens alimentaires en progression de 14,4% en g.a. La hausse des produits alimentaires contribue à hauteur de 56,5% à l'inflation enregistrée en septembre 2021.

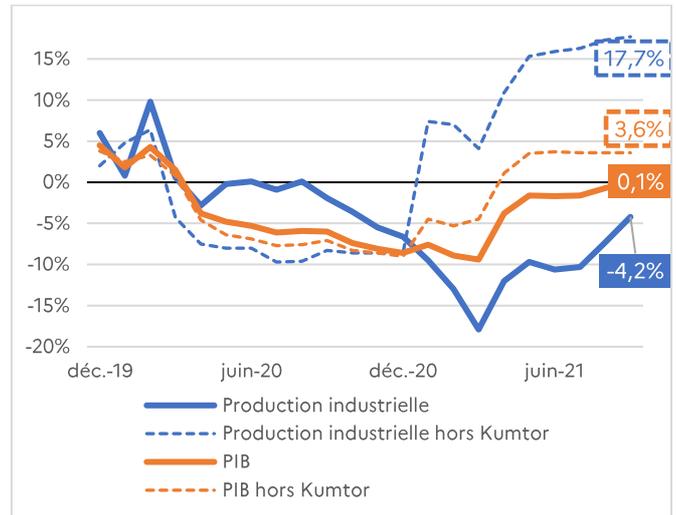
## Kirghizstan

L'activité repasse en terrain positif pour la première fois depuis le début de la pandémie

En janvier-septembre 2021, le PIB a augmenté de 0,1% en g.a. (de 3,6% en g.a. en excluant la mine de Kumtor). Cet indicateur repasse ainsi pour la première fois en terrain positif depuis le mois de mars 2020. Le secteur des services a crû de 5,7% en g.a. et a été le principal contributeur à la croissance, représentant 44,5% du PIB. Les perspectives pour 2021 demeurent néanmoins peu encourageantes : la croissance est attendue à 2,1% par le FMI et à 2,3% par la Banque mondiale, ce alors que le Kirghizstan a subi une récession mesurée à 8,6% en 2020, soit la plus importante baisse d'activité enregistrée dans la zone eurasiatique.

La morosité de la reprise s'explique en partie par les difficultés rencontrées par la mine de Kumtor, passée sous contrôle des autorités en mai 2021 sur fond de contentieux avec l'exploitant canadien du site, Centerra Gold Inc. Les débouchés pour les exportations d'or ont été considérablement restreints après le retrait en septembre de l'accréditation autorisant l'entreprise Kyrgyzaltin, disposant du monopole des exportations d'or, à écouler la production aurifère kirghize sur le marché londonien. Ainsi, sur janvier-août 2021, les exportations ont diminué de 19,5% en g.a. à 1 051,7 M USD et les importations ont augmenté de 41,4% en g.a. à 3 342,3 M USD, conduisant à un creusement du déficit commercial de 136,6% en g.a. à 2 290,6 M USD.

Figure. Évolution de l'activité au Kirghizstan



Le secteur industriel dans son ensemble suit la même tendance : sur la période janvier-septembre 2021, il a vu sa production diminuer de 4,2% en g.a., mais celle-ci est en hausse de 17,7% en g.a. en excluant la mine de Kumtor. La consommation est dynamique, avec des ventes de détail en hausse de 11,1% sur janvier-septembre en g.a.

### Inflation

L'inflation a ralenti à 13,5% en septembre 2021 en g.a. contre 14% en août. Elle a été principalement tirée par l'inflation alimentaire (+19,9% en g.a.). L'inflation sous-jacente (i.e. hors composantes les plus volatile de l'indice des prix) s'est établie à 13,1% en g.a. L'inflation se maintient ainsi à un niveau plus de deux fois supérieur au couloir ciblé par la Banque nationale (5-7%).

### Réserves internationales

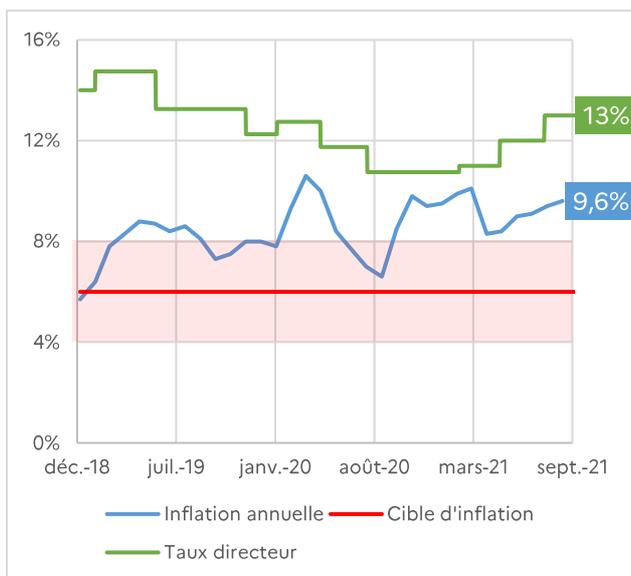
Les réserves internationales ont atteint 3.2 Md USD à fin septembre 2021, en hausse de 8,2% en g.a. Elles représentent plus de 9 mois d'importations.

# Tadjikistan

## Inflation

**L'inflation a accéléré à 9,6% en g.a. en septembre 2021, contre 9,4% en août.**

Figure. Inflation et politique monétaire au Tadjikistan



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)