



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° 70 – 23 septembre 2022

## Sommaire

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

#### RUSSIE

- Anticipation des agents économiques
- Dette
- Inflation
- Secteur bancaire

#### UKRAINE

- Commerce extérieur

#### BIÉLORUSSIE

- Activité
- Dette externe
- Pouvoir d'achat

#### KAZAKHSTAN

- Activité

#### ARMENIE

- Budget
- Endettement public
- Réserves
- Transferts de fonds des expatriés

#### MOLDAVIE

- Activité
- Inflation
- Transferts de fonds des expatriés

#### OUZBEKISTAN

- Activité
- Commerce extérieur
- Réserves

#### KIRGHIZSTAN

- Transferts de fonds des expatriés

#### 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 de l'Ouzbékistan



*Pays le plus peuplé d'Asie centrale, avec une population de l'ordre de 35,6 millions d'habitants, l'Ouzbékistan est la deuxième économie de la zone avec un PIB nominal qui s'élevait à environ 69 Md USD en 2021, soit un PIB par habitant de près de 2000 USD. L'économie ouzbèke a confirmé sa résilience au 1<sup>er</sup> semestre 2022 après avoir enregistré une croissance de 7,4% en 2021. La vigueur des exportations et des envois de fonds des particuliers a considérablement amorti les conséquences attendues de la guerre en Ukraine, tandis que les finances publiques apparaissent maîtrisées à court terme malgré une trajectoire ascendante de la dette et le maintien d'un déficit public significatif. Les réformes structurelles se poursuivent avec des résultats inégaux selon les secteurs.*

**1/ Une forte résilience de l'économie ouzbèke au 1<sup>er</sup> semestre.**

**A) L'impact de la guerre en Ukraine a été amorti par des facteurs conjoncturels extérieurs**

**Le PIB réel de l'Ouzbékistan a augmenté** de 5,4% en g.a. au 1<sup>er</sup> semestre 2022. Dans la lignée des périodes précédentes, les services ont été le principal contributeur à la croissance, à hauteur de 2,8 points de pourcentage (p.p.), suivis de l'industrie (+1,3 p.p.), de l'agriculture (+0,6 p.p.) et de la construction (+0,4 p.p.). Du point de vue des dépenses, le dynamisme de l'investissement en capital fixe, en hausse de 9,4% en g.a. au 1<sup>er</sup> semestre, et des ventes de détail (+9,9% en g.a.) a contribué à la bonne tenue de l'activité. La performance de l'économie ouzbèke s'est avérée meilleure qu'attendu par les institutions financières (IFI) et les agences de notation, ce qui a d'ores et déjà conduit à un relèvement par Fitch de sa prévision de croissance pour 2022 de 3,1% à 5,1%. La croissance devrait ralentir légèrement à 4,7% en 2023 avant de retrouver son niveau potentiel à 5,4% en 2024.

L'économie ouzbèke a bénéficié de conditions extérieures favorables qui lui

ont permis d'absorber le choc initial causé par la guerre en Ukraine. La très forte appréciation du rouble russe par rapport au dollar américain au 2<sup>ème</sup> semestre a gonflé les flux financiers **provenant pour l'essentiel de Russie**, qui se sont établis en hausse de 96% en g.a. à 6,5 Md USD au 1<sup>er</sup> semestre, soit **l'équivalent de 17,8% du PIB prévisionnel**. Le commerce extérieur a également **soutenu l'activité avec une hausse des exportations en valeur de 38,1% en g.a. à 11,3 Md USD**. La croissance des exportations a été particulièrement significative pour les métaux précieux (+80%, 3 Md USD), mais aussi les produits textiles (+28,7%, 433 M USD) et les services (+44,8%, 2 Md USD). Les exportations de coton se sont maintenues à un niveau proche de **l'année précédente (-1%, 1,1 Md USD)**

## B) L'inflation est en voie de stabilisation à un niveau élevé

La poussée inflationniste provoquée par le déclenchement de la guerre en Ukraine semble contenue depuis le **début de l'été**. Mesuré en glissement annuel, le rythme de progression de **l'indice des prix à la consommation s'est accéléré** entre février et juin 2022 (de

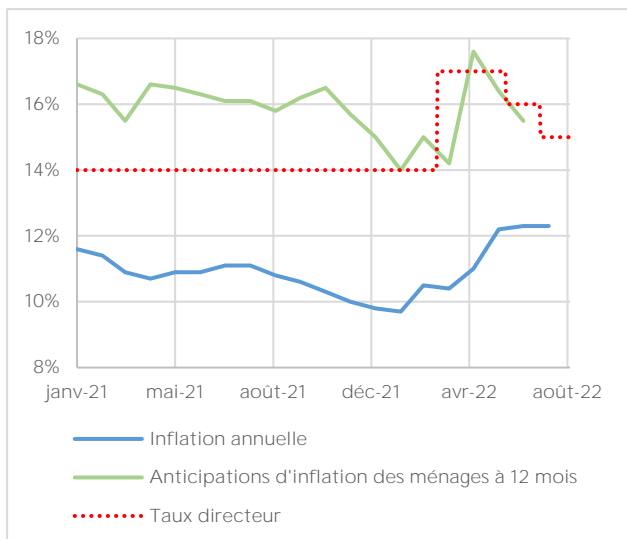
**9,7% à 12,2%**), mais n'a augmenté ensuite que de 0,1 point de pourcentage au cours des deux derniers mois (12,3% en août). **Cette accalmie résulte, d'une part**, du resserrement de la politique monétaire opéré dès le début de la crise via une hausse du taux directeur de 300 points de base à 17% le 18 mars<sup>1</sup> ; **d'autre part, de l'appréciation** du sum par rapport au dollar au 2<sup>ème</sup> trimestre (+5% entre le 1<sup>er</sup> avril et le 1<sup>er</sup> juillet), qui a exercé une pression à la baisse sur les prix, permettant de tempérer la hausse **de l'inflation**. **Ces deux facteurs ont participé à la baisse des anticipations d'inflation à 12 mois des ménages**, de 17,6% en mai à 15,2% en juillet. La Banque centrale d'Ouzbékistan n'est pas intervenue sur le marché des changes en dehors de ses opérations habituelles de **stérilisation liées aux achats d'or extrait** localement. Le niveau des réserves internationales demeure ainsi particulièrement élevé à 35,6 Md USD au 1<sup>er</sup> juillet 2022 (+4,2% en g.a.), soit 51% du PIB et l'équivalent de plus de 14 mois d'importations.

Les IFI prévoient une inflation annuelle **proche de 12% d'ici la fin de l'année**. Le niveau d'incertitude reste élevé en raison

<sup>1</sup> Le taux directeur a depuis été abaissé à 15% par deux baisses successives de 100 p.d.b en juin et en juillet.

des turbulences sur les marchés mondiaux de l'énergie et des biens alimentaires. L'augmentation graduelle des tarifs prévue dans le cadre de la réforme du marché de l'énergie pourrait constituer un facteur inflationniste supplémentaire.

Figure 1. Inflation et politique monétaire



2/ Une consolidation attendue des comptes publics et externes.

A) Le déficit courant en 2022 devrait atteindre son plus bas niveau en cinq ans

Le compte courant a été déficitaire à hauteur de 499 M USD au 1<sup>er</sup> semestre 2022, soit 1,4% du PIB prévisionnel pour 2022<sup>2</sup>. A titre de comparaison, il s'élevait à près de 3,3 Md USD au 1<sup>er</sup> trimestre 2021. Cette diminution significative s'explique pour l'essentiel par l'augmentation des envois de fonds des particuliers depuis la Russie, qui ont concouru à une hausse de 120% de l'excédent de la balance des revenus secondaires à 5,3 Md USD. Au total, l'excédent de la balance des revenus a progressé à 5,9 Md USD (contre 2,4 Md USD au 1<sup>er</sup> semestre 2022), compensant plus de 92% du déficit commercial, qui est resté stable par rapport à l'année précédente à 6,4 Md USD.

En 2022, le déficit courant devrait s'établir à **2,1%**, soit son plus bas niveau depuis 2017<sup>3</sup>, en nette diminution par rapport à l'année précédente (7% du PIB). Le déficit se situerait alors en-dessous de la norme considérée comme

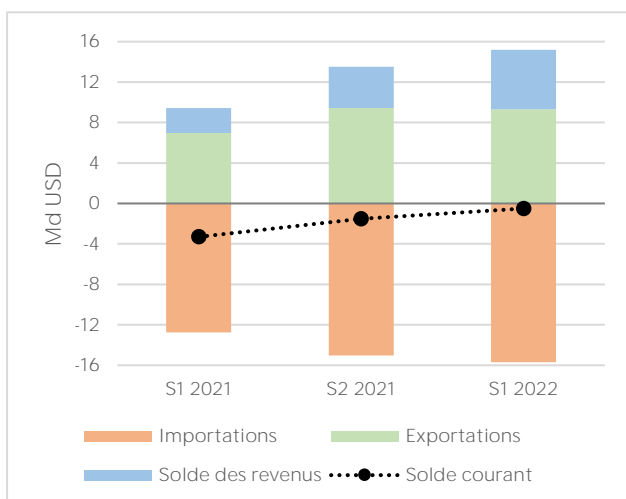
<sup>2</sup> Données préliminaires de la Banque centrale

<sup>3</sup> Prévion de Fitch. Les prévisions beaucoup plus pessimistes du FMI (-8,3%) et d'autres IFI s'appuyaient sur une hypothèse

de forte diminution des revenus de transferts au 1<sup>er</sup> semestre, qui semble invalidée par les chiffres disponibles.

souhaitable à moyen terme par le FMI, **c'est-à-dire** en accord avec les fondamentaux macroéconomiques du pays<sup>4</sup>, estimée à 3,75 – 5,75% du PIB. La normalisation du compte de revenus devrait favoriser un retour à cette norme en 2023 (-4,1% du PIB) et en 2024 (-5,4%).

Figure 2. Évolution semestrielle du compte courant



## B) La dépense publique est encadrée par de nouvelles règles budgétaires

Le déficit public devrait légèrement se résorber en 2022 à 4,5 – 5% du PIB<sup>5</sup>, contre 6,2% au terme du précédent

exercice budgétaire. La période 2020-2021 a été marquée par un creusement **du déficit public sous l'effet des mesures de soutien contracycliques aux ménages et aux entreprises<sup>6</sup>**, dont le coût total a été évalué à 5% du PIB par le FMI. Malgré **l'inscription d'un objectif de déficit inférieur à 3 %** dans la loi de programmation budgétaire pour 2022, ces mesures se sont poursuivies au 1<sup>er</sup> semestre 2022 avec la revalorisation de 20% en février du montant du panier de consommation minimum à 500 000 UZS<sup>7</sup> (46 USD) **ainsi qu'une revalorisation de 12% des retraites et des salaires dans le secteur public**. Si le plafond de déficit fixé dans le budget ne peut être respecté en 2022 du fait de ces dépenses, **il restera l'objectif à moyen terme, avec un déficit anticipé à 3,4% du PIB par le FMI en 2023**. Les autorités devront néanmoins composer avec une baisse de la TVA annoncée de 15% à 12%, qui devra être compensée par la suppression de niches fiscales et l'amélioration de la collecte des impôts.

La dette publique a poursuivi sa progression mais présente un faible

<sup>4</sup> Cette norme traduit à la fois la dynamique démographique de l'Ouzbékistan, pays jeune dont le besoin d'épargne est faible, et son écart de productivité avec le reste du monde qui est compensé par une augmentation de la quantité de capital par travailleur. Au total, le niveau d'investissement dépasse celui de l'épargne et se traduit par un déficit du compte courant.

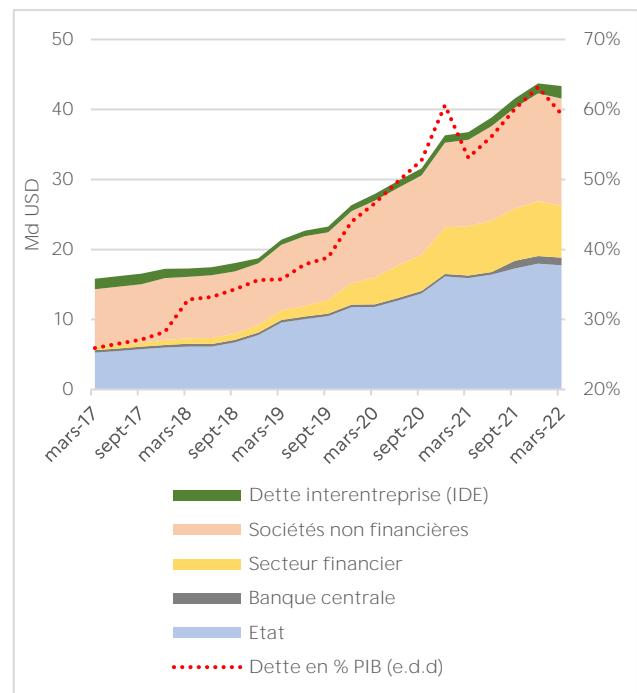
<sup>5</sup> 4,4% pour le FMI, 4,8% pour Fitch.

<sup>6</sup> Ces mesures ont été réparties à part égales entre, d'une part, les secteurs de l'éducation, de la santé et de la protection sociale et, d'autre part, l'investissement public.

<sup>7</sup> Ce panier détermine le montant des aides versées aux ménages dans une fourchette de 60 à 200% de son montant. Le nombre de bénéficiaires de ces aides a triplé entre le début de l'année 2020 et avril 2022 à 1,8 million de personnes.

facteur de risque. Au 1<sup>er</sup> janvier 2022, la dette publique ouzbèke s'est établie à 26,3 Md USD, soit 38% du PIB. Elle était constituée à 89% de dette extérieure. La dette rapportée au PIB est stable par rapport à l'an dernier mais a augmenté de 13,3% en valeur absolue en g.a. Elle avait connu une augmentation rapide au cours des années précédentes, passant de 18,6% du PIB en 2017 à 39% en 2020<sup>8</sup>. Cette augmentation devrait être limitée dans les prochaines années (38,2% en 2022, 37,2% en 2023 selon le FMI) alors que les autorités ont introduit dans la loi un plafond de dette à 60% du PIB ainsi que l'obligation d'adopter des mesures rectificatives en cas de dépassement de 50% du PIB. La dette extérieure totale s'élevait à 43,3 Md USD au 1<sup>er</sup> semestre 2022, soit 59,3% du PIB, et devrait atteindre 62% du PIB d'ici à la fin de l'année. Le FMI considère que le niveau de risque sur la dette publique et extérieure est faible eu égard à leur montant actuel, à leur dynamique et au besoin d'investissement du pays.

Figure 3. Évolution de la dette extérieure



### 3/ Une mise en œuvre inégale des réformes structurelles.

#### A) Le développement du secteur bancaire est entravé par le rôle prédominant de l'État

Le secteur bancaire affiche des indicateurs solides et est peu exposé au secteur bancaire russe. Le taux de créances douteuses (NPL) a poursuivi sa diminution, de 6,2% en août 2021 à 4,9% début août 2022. Le ratio d'adéquation des fonds propres des banques

<sup>8</sup> Cette augmentation coïncide avec l'ouverture et le début des réformes économiques en Ouzbékistan, qui ont nécessité

et nécessitent toujours d'importants financements extérieurs.

s'établissait à 16,7%, en baisse de 0,8 p.p. en g.a., mais toujours supérieure à la norme définie à 13%. Les dépôts des particuliers ont continué à augmenter à un rythme supérieur (+62% en g.a. en valeur nominale, 6% du PIB) à celui des **crédits à l'économie réelle (+14,4%, 40,9% du PIB)**. Les actifs totaux du secteur bancaire ont également progressé à 60,3% du PIB (+27,5%).

La privatisation du secteur bancaire demeure balbutiante. 12 des 33 banques ouzbèkes sont toujours détenues par **l'État et totalisent 80% des actifs du secteur bancaire**. La stratégie de réforme du secteur bancaire adoptée en mai 2020 vise à réduire cette part à 40% d'ici à 2025. Depuis son adoption, seule une banque, Asia Alliance Bank, représentant moins de 1% des actifs totaux du secteur bancaire a été effectivement privatisée. Un décret publié en mars dernier prévoit la cession par l'État de trois banques d'ici à la fin de l'année (25% des actifs du secteur bancaire) et de cinq autres en 2023 (45% des actifs)<sup>9</sup>. **L'étatisation du secteur bancaire limite l'accès du secteur privé au crédit et contribue à un faible niveau d'intermédiation financière**, réduisant la transmission de

la politique monétaire à l'économie réelle.

## B) L'avancée des réformes structurelles est variable selon les secteurs.

Plusieurs avancées notables ont eu lieu en matière de lutte contre la corruption **et de respect de l'État de droit**. La commande publique en Ouzbékistan est désormais centralisée via un portail **public unique, doublé d'une obligation de divulgation des propriétaires réels des entreprises répondant aux appels d'offres**. Une obligation de déclaration de patrimoine pour les élus et hauts fonctionnaires est également en cours d'élaboration par les autorités.

**L'adaptation des prix aux règles de marché** demeure disparate. Si la libéralisation des prix du blé et du coton s'est poursuivie, les prix sur le marché de l'énergie restent inférieurs à leur coût de revient et les autorités devront veiller à **les augmenter tout en limitant l'impact de cette hausse sur les ménages les plus vulnérables**.

<sup>9</sup> Dont Uzpromstroybank (2<sup>e</sup> banque du pays par les actifs), Asaka Bank (3<sup>e</sup>) et Kichlok Kourilich Bank (7<sup>e</sup>) en 2022.

## Russie

### Anticipation des agents économiques

Les **anticipations d'inflation à 12 mois** des ménages ont augmenté à 12,5% en septembre 2022, contre 12% en août. Elles sont ainsi revenues à leur niveau d'avril 2022. On constate notamment une hausse des anticipations d'inflation en glissement mensuel (g.m.) des ménages disposant d'une épargne (de 9,8% à 10,4%), la première depuis le mois de mars. En août, l'inflation observée par les ménages a également augmenté pour la première fois depuis le mois de mai de 1 p.p. en g.m. à 21,5%. Les ménages interrogés mentionnent en premier lieu l'augmentation des prix des biens alimentaires, des médicaments, les vêtements et des chaussures.

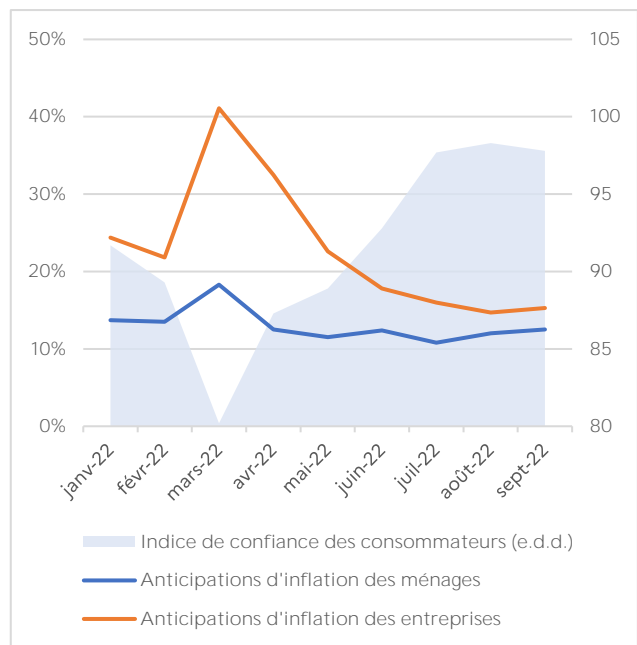
Les **anticipations d'inflation** des entreprises ont également augmenté de 14,7% en août à 15,3% en septembre. Les participants au sondage notent en particulier un rétablissement de la demande, une hausse des prix des matières premières et biens intermédiaires. La hausse des anticipations d'inflation est plus prononcée dans les secteur agricole et industriel que dans le commerce.

L'**indice de confiance** des consommateurs<sup>10</sup> s'est établi à 97,8 points en août, en baisse de 0,5 p.p. en g.m. L'indice des **attentes** a diminué pour le deuxième mois consécutif à 109,6 points (-1,1 en g.m.), tandis que l'indice de situation actuelle demeure en territoire négatif à 80,1 points,

<sup>10</sup> Cet indice composite est calculé à partir, d'une part, d'un indice prospectif (indice des attentes), qui correspond à une évaluation par les consommateurs des perspectives d'évolution de leur situation matérielle à un an et de celles de la conjoncture économique à un horizon d'un à cinq ans ; d'autre part, d'un indice rétrospectif (indice de situation actuelle) qui est une évaluation par les consommateurs de l'évolution de leur situation matérielle au cours de l'année

malgré une progression de 0,4 points en g.m. En septembre, la propension des ménages à consommer<sup>11</sup> a augmenté à son plus haut niveau depuis janvier (29,6%, +2,4 p.p. en g.a.).

Figure 1. Anticipations d'inflation et indice de confiance



### Dette

La dette publique externe atteignait 3,1% du PIB prévisionnel (prévision actuelle du FMI), soit 56,6 Md USD au 1<sup>er</sup> septembre 2022, en baisse de 3,3% en g.a. La dette publique interne a atteint 10,8% du PIB prévisionnel 2022 au 1<sup>er</sup> septembre 2022,

passée et de l'opportunité de réaliser des achats importants dans la période actuelle. Un indice inférieur/supérieur à 100 indique la perception d'une détérioration/amélioration de la situation étudiée.

<sup>11</sup> Entendue ici comme la propension à utiliser les revenus disponibles pour l'achat de biens de grande valeur.



en baisse de 1,6% en g.a. à 16 226 Md RUB (269,4 Md USD), soit 10,8% du PIB prévisionnel 2022.

**Selon les chiffres du Trésor américain, l'encours des placements de la Russie en bons du Trésor américain s'est établi à 2 Md USD fin juillet 2022, stable en g.m. et en baisse de 49,9% en g.a.**

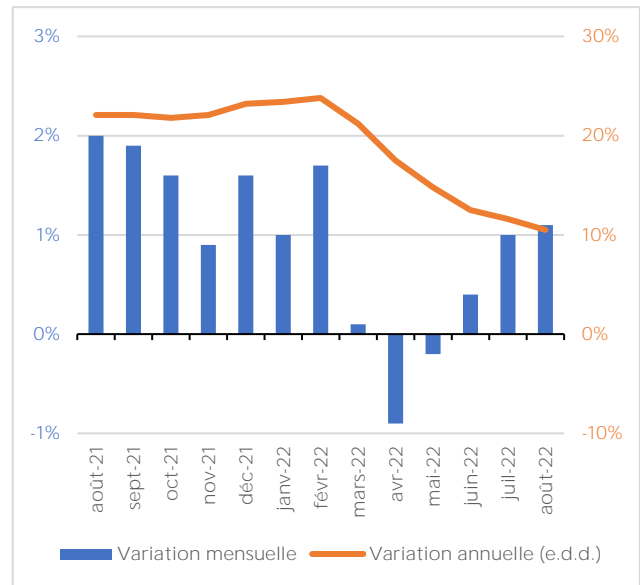
## Inflation

**Sur la période du 13 au 19 septembre, l'indice des prix à la consommation a diminué de 0,03% en glissement hebdomadaire. En glissement annuel, l'inflation s'est élevée à 13,9% au 19 septembre. Depuis le début de l'année, l'inflation a atteint 10,2%. L'indice des prix de la production industrielle a augmenté de 3,8% en août 2022 en g.a., et a baissé de 1% en g.m.**

## Secteur bancaire

Selon la Banque de Russie, le portefeuille de crédits aux ménages a augmenté de 1,1% en g.m. à 26 103 Md RUB (433 Md USD) fin août 2022. Ce résultat confirme la reprise du crédit observée en juillet après une période de ralentissement entre mars et juin. La croissance du crédit à la consommation, a atteint 1,8% en g.m., dépassant celle du crédit hypothécaire (+0,8% en g.m). Elle s'explique notamment par une hausse saisonnière des dépenses des ménages liées aux congés estivaux et à la préparation de l'année scolaire. Le crédit aux entreprises a également enregistré une hausse de 2,4% en g.m fin août à 53 345 Md RUB (886 Md USD).

Figure 2. Évolution du crédit aux ménages



Fin août, les dépôts des ménages ont augmenté de 0,1% en g.m. à 33 779 Md RUB (561 Md USD). Cette quasi-stagnation pourrait s'expliquer par la hausse saisonnière des dépenses évoquée plus haut. Par ailleurs, les ménages tendent à rapatrier leur épargne placée dans des dépôts à terme (-0,5% en g.m.) sur leurs comptes courants (+3,4% en g.m.) en raison de la baisse de la rémunération des dépôts entraînée par l'assouplissement de la politique monétaire. Les dépôts des entreprises ont augmenté de 4,5% en g.m. fin août à 40 265 Md RUB (668 Md USD), principalement du fait de la hausse des revenus des entreprises pétro-gazières et en prévision du paiement des impôts en septembre.

## Ukraine

### Commerce extérieur

En janvier-juillet 2022, le déficit de la balance des biens s'est établi à **4,2 Md USD**, contre 1,9 Md USD sur la même période de l'année précédente. Les exportations de biens ont diminué de 27,8% en g.a. à 25,6 Md USD, tandis que les

importations de biens ont diminué de 20,2% en g.a. à 29,8 Md USD.

## Biélorussie

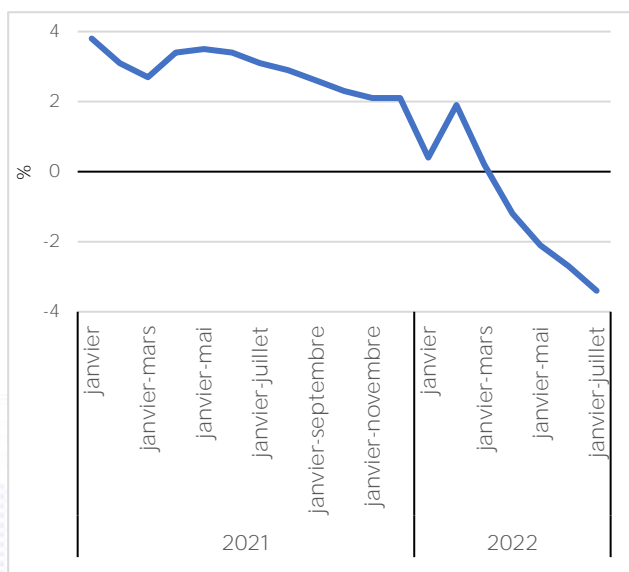
### Activité

Selon les premières estimations de l'agence de statistiques, le PIB a diminué de 4,9% en g.a. en janvier-août 2022. Au cours de cette période, les ventes de détail ont diminué de 2%, et la production industrielle a reculé de 6,6% en g.a.

### Pouvoir d'achat

Les revenus disponibles réels de la population ont diminué de 3,4% en g.a. en janvier-août 2022.

Figure 3. Évolution des revenus réels disponibles en g.a.



### Dette externe

Au 1<sup>er</sup> juillet 2022, la dette externe totale de la Biélorussie s'est élevée à **44,1 Md USD**, soit 74,2% du PIB et une hausse de 4,3% en g.a.

## Kazakhstan

### Activité

En janvier-août 2022, l'indicateur avancé d'activité économique a augmenté de 3,7% en g.a. Il comprend six secteurs représentant plus de 60% du PIB du pays.

## Arménie

### Budget

Selon le service de statistiques, l'excédent budgétaire s'est établi à **62 Md AMD** en janvier-juillet 2022 (environ 134,6 M USD) soit 1,4% du PIB prévisionnel 2022.

### Endettement public

Selon le ministère des Finances arménien, la dette publique a baissé de 8,5% fin août 2022 en g.a. à 4 044,5 Md AMD (10 Md USD), soit 71,2% du PIB en dollars.

### Réserves

Au 1<sup>er</sup> septembre 2022, les réserves de change s'élevaient à **3,6 Md USD** – en hausse de 12,6% en g.a. – couvrant 6,5 mois d'importations

## Transferts de fonds des expatriés

Les transferts transfrontaliers entrants des particuliers ont augmenté de 186,2% en juillet 2022 en g.a. à 567,7 M USD. En janvier-juillet 2022, ils s'établissent à 2 437,8 M USD, soit une hausse de 112,6% en g.a. (dont 64,6% en provenance de Russie)

## Moldavie

### Activité

Les ventes de détail ont baissé de 0,1% en janvier-juillet 2022 en g.a., et de 6,3% en juillet 2022 en g.a.

La production industrielle a diminué de 1,4% en g.a. en janvier-juillet 2022, et de 14,4% en juillet 2022 en g.a. Le secteur manufacturier a été le principal contributeur à cette baisse, avec une diminution de 15,5% en g.a., tandis que l'activité des industries extractives a diminué de 6,2% en g.a.

### Inflation

**L'indice des prix de la production industrielle a augmenté de 30,2% en g.a. en août 2022.**

## Transferts de fonds des expatriés

Les transferts de fonds aux particuliers en **provenance de l'étranger ont atteint 160,9 M USD** en août 2022, soit une hausse de 27,4% en g.a.

## Ouzbékistan

### Activité

En janvier-août 2022, les ventes de détail ont augmenté de 11,3% en g.a. et la production industrielle de 5,5 % en g.a.

### Commerce extérieur

En janvier-août 2022, le déficit commercial **s'est élevé à 6,7 Md USD**, en hausse de 2,8% en g.a. Les exportations se sont établies à 12,7 Md USD, en hausse de 36,5% en g.a., tandis que les importations ont atteint 19,4 Md USD, en hausse de 22,6% en g.a.

### Réserves

Au 1<sup>er</sup> septembre 2022, les réserves de change **s'élevaient à 34,1 Md USD, en baisse de 3,8% en g.a.** Elles couvrent 13,6 mois d'importations. Les réserves sont constituées à 35% de devises et à 61% d'or.

## Kirghizstan

## Transferts de fonds des expatriés

Les transferts transfrontaliers entrants des particuliers ont augmenté de 8,3% en janvier-juillet 2022 en g.a. à 1 618,1 M USD (dont 95% en provenance de Russie).

# Tadjikistan

## Inflation

**L'inflation annuelle a atteint 6,5% en août 2022,**  
contre 8,3% en juillet.

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 (SER de Moscou)

Pour s'abonner :  
Crédits photo :

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