



MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE ET NUMÉRIQUE

Liberté
Égalité
Fraternité

Direction générale du Trésor



NOUVELLES ÉCONOMIQUES DE L'EURASIE

UNE PUBLICATION DU SERVICE ÉCONOMIQUE REGIONAL

DE MOSCOU

N° 109 – 18 août 2023

Sommaire

➤ Zoom : La Banque de Russie au chevet du rouble	2	➤ Kazakhstan	7
➤ Russie	6	Activité.....	7
Activité	6	Commerce extérieur.....	8
Climat des affaires.....	7	➤ Arménie	8
Inflation.....	7	Endettement public.....	8
➤ Biélorussie	7	➤ Moldavie	8
Activité	7	Commerce extérieur.....	8
Inflation.....	7	➤ Kirghizstan	8
Pouvoir d'achat.....	7	Transferts de fonds des expatriés.....	8
		➤ Tadjikistan	8
		Inflation	8
		➤ Tableaux de synthèse	9

Zoom : La Banque de Russie au chevet du rouble

La Banque de Russie a décidé le 15 août 2023 de relever son taux directeur de 350 points de base à 12% au terme d'une réunion extraordinaire de politique monétaire annoncée la veille. Cette deuxième hausse de taux en moins d'un mois – la troisième hausse la plus significative dans l'histoire récente de la Russie¹ – a surpris par son ampleur, et s'inscrit dans un interventionnisme croissant de la Banque centrale depuis le milieu de l'été face à la reprise de l'inflation et la dépréciation du rouble. Si cette décision semble avoir atteint son objectif premier – inverser à court terme la tendance à la dépréciation du rouble –, son adoption dans la précipitation interroge sur une possible perméabilité de la Banque centrale aux pressions politiques, qui s'inscrirait en porte-à-faux avec son indépendance statutaire et son mandat circonscrit au maintien de la stabilité des prix, tout en fragilisant la crédibilité de ses propres prévisions.

La hausse de taux annoncée par la Banque de Russie le 15 août dernier a une nouvelle fois pris de court les observateurs. Alors que le consensus qui s'est dégagé lundi en fin de journée parmi les analystes portait sur une hausse de taux de 150 points de base (pdb), les banquiers centraux ont décidé d'une hausse plus de deux fois plus importante à 350 pdb. Le 21 juillet dernier, la Banque centrale avait déjà surpris en annonçant un relèvement de son taux principal de 100 pdb à 8,5%, contre une anticipation médiane de 50 pdb.

Figure 1. Inflation et politique monétaire

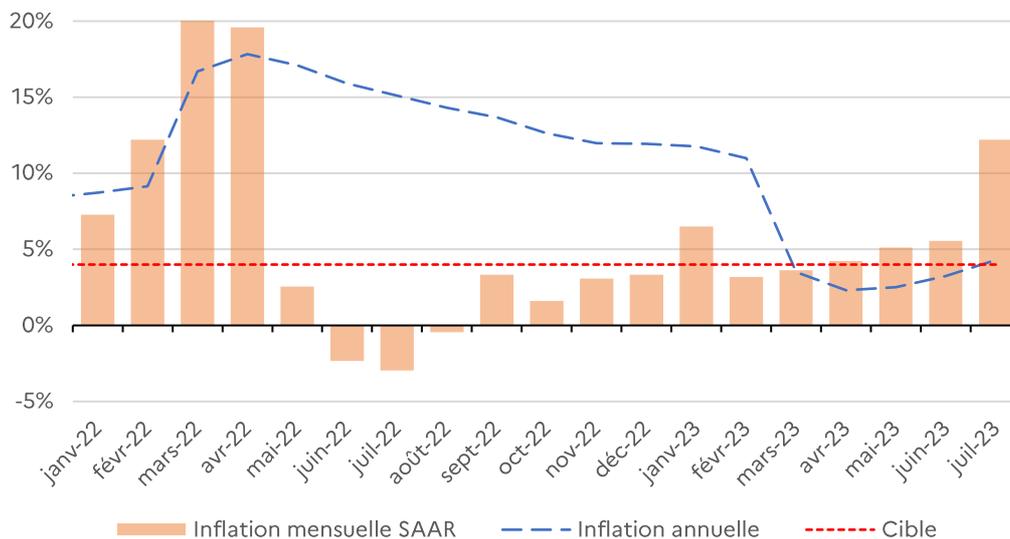


Source : Rosstat, Banque de Russie

¹ Les deux hausses de taux les plus significatives depuis 2013 sont intervenues en réponse à l'adoption de sanctions contre la Russie, respectivement en décembre 2014 (hausse de taux de 750 pdb à 17%) et en février 2022 (hausse de 1050 pdb à 20%).

La dynamique des prix, mise en avant à l'appui de cette décision, s'est détériorée de manière notable. L'inflation annuelle s'est établie à 4,3% en juillet 2023, progressant de plus de 1 point de pourcentage (p.p.) par rapport à juin, et dépasse ainsi de nouveau l'objectif d'inflation annuelle définie à 4%. Dans son [dernier rapport mensuel consacré à l'inflation](#), la Banque centrale relève également une très nette dégradation des indicateurs de tendance des prix, qui sont jugés plus pertinents que l'inflation annuelle pour la prise de décision. Ainsi, la hausse mensuelle des prix corrigée des variations saisonnières et calendaires et extrapolée sur une année (**inflation mensuelle SAAR**) a plus que doublé en juillet à 12,2%, contre 5,56% en juin, et s'est maintenue au-dessus de la cible pour le quatrième mois consécutif².

Figure 2. Dynamique de l'inflation rapportée à la cible



Source : Banque de Russie

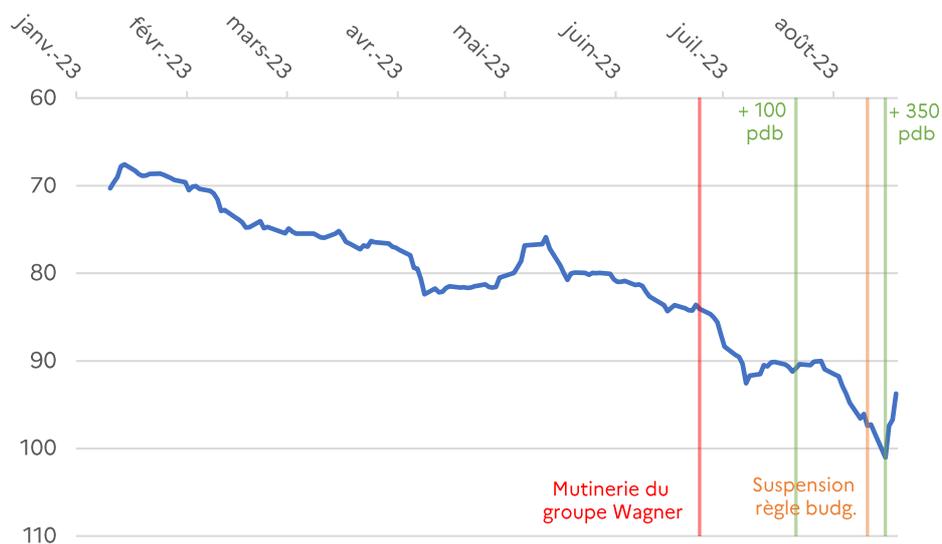
La seule poussée inflationniste ne suffit néanmoins pas à expliquer l'ampleur de la hausse de taux, ni la tenue impromptue d'une réunion de politique monétaire en plein mois d'août. Lors de sa réunion du 21 juillet dernier, la Banque centrale avait annoncé une possible poursuite de la hausse des taux à la mi-septembre, sans juger nécessaire de se réunir plus en amont. Bien que le communiqué du 15 août ne se réfère qu'à l'objectif de stabilité des prix à l'appui de sa décision, d'autres facteurs extérieurs à son mandat paraissent avoir incité à prendre cette mesure d'urgence.

² Cet indicateur permet de mesurer ce que serait le niveau d'inflation sur une année si les prix évoluaient constamment au rythme du dernier mois disponible. Le maintien de cet indicateur au-dessus du niveau de la cible pendant plusieurs mois consécutifs signifie généralement qu'un resserrement de la politique monétaire est nécessaire.

La dépréciation continue du rouble³, qui a franchi la barre symbolique des 100 roubles pour un dollar dans les jours précédant le 15 août, a suscité des critiques publiques de la conduite de la politique monétaire au sein des sphères du pouvoir. Dans un [entretien diffusé le 14 août au matin par l'agence de presse TASS](#), Maxime Orechkine, conseiller du président russe et ex-ministre de l'économie, signalait « une dérive significative du taux de change actuel du rouble par rapport à son niveau fondamental », dont l'origine principale serait une « politique monétaire accommodante » ayant conduit à une croissance rapide de la masse monétaire provoquée par le crédit aux ménages et aux entreprises. En conclusion, M. Orechkine affirmait que « la banque centrale dispose de tous les instruments nécessaires à la normalisation de la situation dans les meilleurs délais ». Quelques heures plus tard, la Banque de Russie annonçait la tenue d'une réunion extraordinaire de politique monétaire prévue le lendemain, alors que la suspension des achats de devises décidée quelques jours plus tôt avait échoué à infléchir le cours du rouble.

Sans être infondées, ces critiques minimisent l'impact sur le taux de change d'autres facteurs échappant au contrôle de la Banque centrale. La dégradation du solde commercial, les sorties structurelles de capitaux, la politique dispendieuse du gouvernement et la hausse du risque politique consécutive à la mutinerie de Wagner sont autant de risques situés hors du champ de compétence direct de la Banque de Russie contribuant à l'affaiblissement du rouble.

Figure 3. Taux de change USD/RUB en 2023 (échelle inversée)



Source : Banque de Russie

³ Pour plus de détails sur les raisons de cette dépréciation, consulter les [Nouvelles économiques d'Eurasie du 7 juillet 2023](#), Zoom « Comment expliquer la dépréciation du rouble russe ? »

La hausse de taux semble avoir endigué la dépréciation du rouble dans l'immédiat et repoussé au moins temporairement la prise de nouvelles mesures de contrôles de capitaux. Au 18 août, le dollar cotait à 93,7 RUB, contre 101 RUB le 15 août dernier. Simultanément au durcissement de la politique monétaire, la presse russe et internationale rapportait des discussions en cours sur le besoin de mesures de contrôle des capitaux semblables à celles employées en 2022 (dont obligation de vente des recettes d'exportations en devises).

Si le bien-fondé de ce relèvement brusque de taux peut se justifier *a posteriori* par une évolution favorable du taux de change, il n'en soulève pas moins des interrogations quant à la crédibilité de la Banque centrale. Prise au dépourvue et contrainte de réagir dans l'urgence, la Banque de Russie s'est significativement éloignée de ses [propres prévisions de taux directeur](#), publiées quatre jours seulement avant la réunion du 15 août, qui anticipaient un taux moyen compris entre 8,5% et 9,3% de juillet à décembre 2023. Très ramassé, le commentaire adjoint à la décision reprend l'essentiel des thèses déjà développées le 21 juillet dernier sans véritablement justifier la nécessité d'une telle remontée des taux. Contrairement aux fois précédentes, aucun signal n'a été envoyé quant à une future hausse ou baisse de taux. La réunion n'a pas non plus été suivie d'une conférence de presse. Cette décision, qui répond en réalité moins à l'évolution des prix qu'à celle du taux de change – certes porteuse de risques inflationnistes – s'apparente à certains égards à une entorse au mandat de la Banque centrale⁴ : elle [soulignait encore récemment](#) son attachement au régime de change flottant, dont le corollaire est l'absence d'intervention visant à influencer la formation du cours du rouble.

En tout état de cause, cette accélération imprévue du cycle de resserrement de la politique monétaire pourrait conduire à une révision à la baisse des prévisions d'activité en 2023-2024. En août, une étude de l'institut d'études et d'expertise de la Banque de développement de Russie (VEB.RF) estimait que le relèvement du taux directeur de 100 points en juillet dernier conduirait à une croissance inférieure de 0,1 point de PIB en 2023, et de 0,3 point en 2024 par rapport à un scénario de stabilité du taux directeur jusqu'à la fin de l'année.

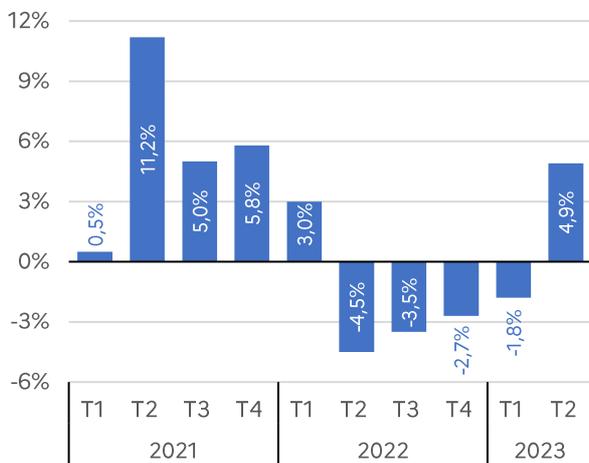
⁴ Il ne s'agirait toutefois pas d'une première au regard des mesures drastiques de contrôle des flux de capitaux mises en œuvre en 2022.

Russie

Activité

Selon une estimation préalable du service de statistiques, le PIB de la Russie a progressé de 4,9% en g.a. au 2^e trimestre 2023. Cette estimation est supérieure de 0,3 p.p. à celle fournie par le ministère du Développement économique début août. Sur cette période, l'industrie manufacturière a enregistré une croissance de 11,3%, tandis que l'industrie extractive a crû de 1,1%. La construction, les ventes de détail et l'agriculture ont respectivement enregistré une croissance de 9,8%, 9% et 2,9%.

Figure 1. Variation du PIB russe, g.a., prix constants de 2021

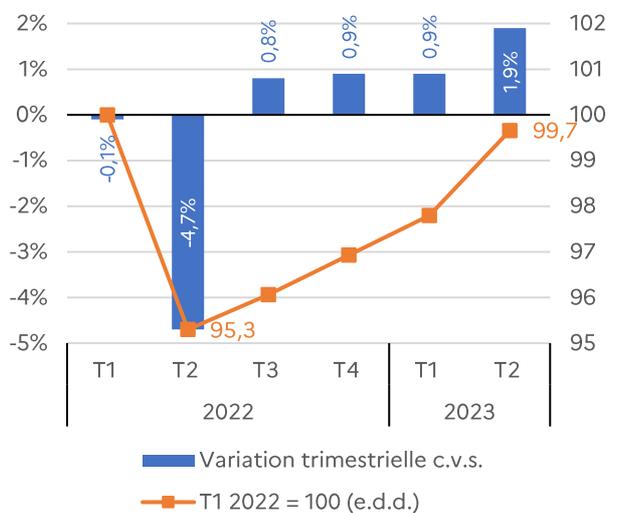


Source : Rosstat

Le PIB russe a ainsi affiché pour la première fois un taux de croissance positif en glissement annuel après quatre trimestres consécutifs de récession. Ce rétablissement de l'activité s'explique en partie par l'abaissement de la base statistique : le PIB russe avait chuté de 4,5% au 2^e trimestre 2022.

Dans une approche trimestre par trimestre, la reprise a très fortement accéléré et a probablement atteint son point culminant au 2^e trimestre 2023. Selon les estimations d'inVEB, le PIB russe aurait augmenté de 1,9%⁵ par rapport au 1^{er} trimestre 2023, soit un rythme plus de deux fois supérieur à celui des trimestres précédents (0,8/0,9%). Au cours du seul mois de mai, l'activité a progressé de 1,5% par rapport au mois précédent, soit la plus forte progression depuis début 2022. **Au total, selon ces estimations, le PIB russe a pratiquement recouvré son niveau de début 2022** : il n'était désormais inférieur que de 0,3% à son niveau du 1^{er} trimestre 2022.

Figure 2. Variation du PIB russe et évolution en niveau, g.t., c.v.s.



Sources : inVEB, calculs du SER

La croissance devrait ralentir au cours des prochains semestres. Selon la Banque de Russie, la phase de rétablissement consécutive à la récession de l'année passée serait désormais achevée, et l'économie devrait croître à un rythme plus modéré pour limiter le risque de surchauffe. La réduction de l'impulsion

⁵ Données corrigées des variations saisonnières et calendaires.

budgétaire au cours des derniers mois⁶ et le resserrement brusque de la politique monétaire à l'été devraient tous deux contribuer à freiner la croissance de l'activité.

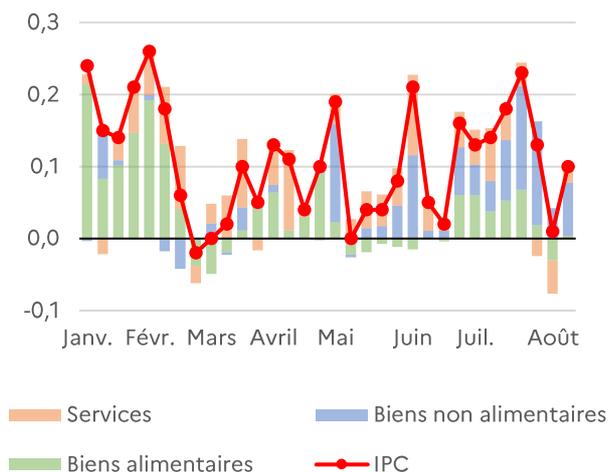
Climat des affaires

L'indice du climat des affaires mesuré par la banque de Russie a diminué à 5,2 points en août, contre 6,2 en juillet et 8,8 au 2^{ème} trimestre. Les anticipations des entreprises se sont maintenues au même niveau (10,3 points), mais leur appréciation de la situation actuelle s'est dégradée à 0,2 point (contre 2,1 points en juillet).

Inflation

L'inflation s'est établie à 0,10% entre le 8 et le 14 août (contre 0,01% la semaine passée). Au 14 août, l'inflation s'est établie à 4,66% en g.a., et à 3,52% depuis le début de l'année.

Figure 3. Inflation hebdomadaire et contributions, %, p.p.



Sources : Rosstat, ministère du Développement économique, calculs du SER

⁶ Cf. exécution du budget fédéral russe en janvier-juillet 2023, [Nouvelles économiques de l'Eurasie du 11 août 2023](#).

L'indice des prix de la production industrielle a augmenté de 4,1% en g.a. en juillet 2023.

Biélorussie

Activité

En première estimation, le PIB a augmenté de 2,9% en g.a. en janvier-juillet 2023. Sur cette période, la production industrielle a progressé de 7,1%, et les ventes de détail de 5,2%.

Inflation

L'inflation annuelle a ralenti à 2,7% en juillet, contre 2,9% en juin. L'IPC a augmenté de 3,9% pour les biens alimentaires, et de 7,1% pour les services. Il a enregistré une baisse de 2% pour les biens non alimentaires.

L'indice des prix de la production industrielle a progressé de 3,3% en g.a. en juillet 2023.

Pouvoir d'achat

Les revenus réels disponibles des ménages ont augmenté de 3,9% en g.a. en janvier-juillet 2023.

Kazakhstan

Activité

L'indicateur avancé d'activité a progressé de 5,3% en g.a. en janvier-juillet 2023. Les ventes de détail ont augmenté de 8,8% en g.a. en janvier-juillet 2023, et de 9,3% en juillet 2023.

Commerce extérieur

Le solde commercial a été excédentaire à hauteur de 8,7 Md USD au 1^{er} semestre 2023, contre un excédent de 20,2 Md USD sur la même période en 2022. Les exportations se sont établies à 38 Md USD, en baisse de 10,3% en g.a., tandis que les importations ont progressé de 32,2% à 29,3 Md USD.

Les exportations d'hydrocarbures ont représenté 54% des exportations totales du Kazakhstan au cours de la période. Les principaux clients du pays ont été l'Italie (19% des exportations), la Chine (17%) et la Russie (13%), suivies de la Corée du Sud, les Pays-Bas et la Turquie. Les principaux fournisseurs du Kazakhstan sont restés la Russie (27%), la Chine (25%) et l'Allemagne (5%), suivies des États-Unis, de la Corée du Sud et de la Turquie.

Arménie

Endettement public

La dette publique s'est établie à 4384,2 Md AMD ou 11,4 Md USD (48% du PIB) fin juillet 2023, en hausse de 7,8% en g.a. en drams et de 13,8% en dollars.

En dollars, la dette publique était répartie à respectivement 59% et 41% entre dette externe et interne. La part de la dette libellée en devises s'élevait à 60%.

Moldavie

Commerce extérieur

Le solde commercial a été déficitaire à hauteur de 2,3 Md USD au 1^{er} semestre 2023, en hausse de 13,1% par rapport à la même période de l'année 2022. Les exportations ont diminué de 10,9% en g.a. à 2 Md USD, tandis que les importations ont progressé de 0,5% à 4,4 Md USD.

Les exportations à destination de l'Union Européenne et des pays de la CEI ont respectivement représenté 61% et 26% des exportations totales. S'agissant des importations, ces ordres de grandeur s'établissent à 48% et 20% du total.

Kirghizstan

Transferts de fonds des expatriés

Les transferts transfrontaliers entrants des particuliers ont diminué de 48,5% en g.a. à 164 M USD en juin 2023. Au 1^{er} semestre 2023, ils ont diminué de 40% en g.a. à 961 M USD (en provenance à 91% de Russie).

Tadjikistan

Inflation

L'inflation annuelle s'est établie à 2,3% en juillet, en baisse de 0,1 p.p. par rapport au mois précédent (2,4%).

Tableaux de synthèse

CROISSANCE ET PRÉVISIONS	Croissance du PIB (g.a.)			Prévisions FMI (g.a.)		PIB nominal 2022		Pop. 2022
	2021	2022	T1-23 (e)	2023	2024	Md USD	Par hab. (USD)	M hab.
Russie	5,6%	-2,1%	1,6%*	1,5%	1,3%	2 215	15 444	146,4***
Kazakhstan	4,1%	3,2%	5%*	4,8%	4,9%	226	11 440	19,8
Ouzbékistan	7,4%	5,7%	5,6%*	5,3%	5,5%	80	2 280	36,2
Biélorussie	2,3%	-4,7%	2,9%**	0,7%	1,2%	73	7 860	9,3
Arménie	5,7%	12,6%	12,1%	5,5%	5%	20	6 584	3
Moldavie	13,9%	-5,9%	-2,4%	2%	4,3%	14	5 671	2,6
Kirghizstan	3,7%	7%	2,9%**	3,5%	3,8%	11	1 626	7,1
Tadjikistan	9,4%	8%	8%**	5%	4,5%	10	1 064	10

*1^{er} semestre 2023 ; **janvier-juillet 2023

***comprend la population des régions ukrainiennes annexées par la Russie depuis 2014 (non reconnues par la communauté internationale).

ACTIVITÉ	Production industrielle		Ventes de détail		Indices PMI (juillet-23)		Chômage	Salaires réels
	S1-23	2022	S1-23	2022	Manufact.	Services	Plus récent	2022
Russie	2,6%	-0,6%	1,1%	-6,5%	52,1	54	3,1%	-1%
Kazakhstan	3,8%	1,1%	8,8%**	2,1%	52,7	51,6	4,9%	
Ouzbékistan	5,6%	5,2%	6,9%	12,3%			8,9%	
Biélorussie	7,1%**	-5,4%	5,2%**	-3,7%			3,4%	-1,2%
Arménie	1%	7,8%	5,2%	4,4%*			12,5%	
Moldavie	-7,4%*	-5,1%		-5,6%			5,5%	-10,3%
Kirghizstan	-1,8%**	11,4%	8%**	6,5%			9%	15,2%
Tadjikistan		15,4%						

*janvier-mai 2023 ; **janvier-juillet 2023

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle					Cible d'inflation	Taux directeur	
	Juillet-23	Juin-23	Mai-23	Avr-23	Mars-23		18/08/23	Depuis
Russie	4,3%	3,3%	2,5%	2,3%	3,5%	4%	12%	Août-23
Kazakhstan	14%	14,6%	14,6%	16,8%	18,1%	4-5%	16,75%	Déc-22
Ouzbékistan	8,9%	9%	10,4%	11%	11,7%	5%	14%	Mars-23
Biélorussie	2,7%	2,9%	3,7%	4,7%	6%	5%	9,5%	Juin-23
Arménie	-0,1%	-0,5%	1,3%	3,2%	5,4%	4%	10,25%	Août-23
Moldavie	10,8%	13,2%	16,3%	18,1%	22%	5% (±1,5)	6%	Juin-23
Kirghizstan	10,3%	10,5%	11,3%	10,7%	12,7%	5-7%	13%	Nov-22
Tadjikistan	2,3%	2,4%	2,4%	3,4%	3,6%	6% (±2)	10%	Mai-23

FINANCES	Dettes publique (% PIB)	Dettes externes (% PIB)	Solde courant (% PIB)		Solde budgétaire (% PIB)		Réserves de change	
			T1-23	2022	T1-23	2022	Md USD	Mois d'imp
Russie	19,6%	16,9%	2,1%****	10,5%	-1,8%****	-2,1%	590***	20,1***
Kazakhstan	25,9%	65,7%	-1,5%	2,8%	-1,4%**	0%	34,4	6,5
Ouzbékistan	34,3%		-5,6%*	1,4%		-3,9%	33,6	10,9
Biélorussie	39,8%	43,2%	-10,2%	4,2%		-4,9%	8	2,9
Arménie	48%	62,7%	-5,9%	0%	0,6%	-2,1%	3,9	4
Moldavie	32,4%	62,2%	-13,8%	-13,1%	-4,6%*	-3,3%	5	5,8
Kirghizstan	52%	94,6%		-26,8%		-1,3%	2,5	2,9
Tadjikistan	34,6%			6,2%		-1,4%	3,8****	8****

*1^{er} semestre 2023 ** janvier-avril 2023 *** Dont avoirs en devises gelés depuis février 2022 dans le cadre des sanctions contre la Russie. **** Fin décembre 2022 ***** janvier-juillet 2023

Sources: FMI, S&P Global, Banques centrales, ministères économiques et financiers, instituts de statistiques des pays mentionnés.

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