



# NOUVELLES ÉCONOMIQUES de L'EURASIE

## Russie, Biélorussie, Arménie, Kazakhstan, Ouzbékistan, Kirghizstan, Tadjikistan

Une publication du Service économique régional de Moscou  
N°141 – 7 juin 2024

## Sommaire

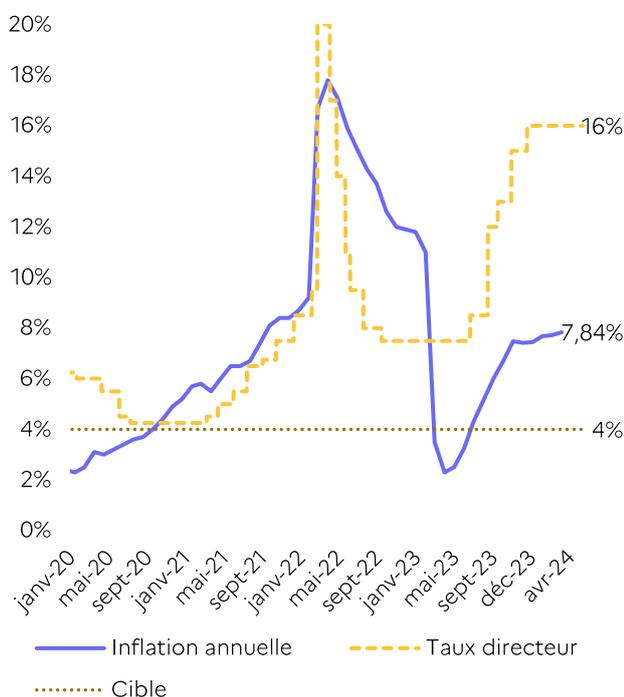
<b>Russie</b> .....	<b>2</b>	<b>Kazakhstan</b> .....	<b>5</b>
Politique monétaire .....	2	Inflation.....	5
Activité en avril.....	3	Activité.....	5
Indicateurs avancés d'activité .....	3	<b>Ouzbékistan</b> .....	<b>6</b>
Investissement au T1 2024.....	3	Inflation.....	6
Loi de finances rectificative .....	4	Notations.....	6
Recettes pétro-gazières du budget .	5	<b>Biélorussie</b> .....	<b>6</b>
Marché du travail .....	5	Commerce extérieur .....	6
Fonds souverains.....	5	<b>Arménie</b> .....	<b>6</b>
Inflation .....	5	<b>Tableaux de synthèse</b> .....	<b>7</b>

# Russie

## Politique monétaire

Le 7 juin 2024, la Banque de Russie a décidé de maintenir son taux directeur à 16%. Il est ainsi conservé à ce niveau pour la quatrième fois depuis décembre 2023. A la veille de cette réunion de politique monétaire, l'incertitude était inhabituellement forte : selon Bloomberg, une majorité étroite d'experts anticipait le maintien du taux à son niveau actuel, ce alors que la Banque centrale avait communiqué ces dernières semaines sur une possible hausse. Les taux d'intérêts sur le marché obligataire avaient également augmenté au cours de cette période du fait de l'anticipation d'une hausse de taux par les marchés.

Figure 1. Politique monétaire et inflation



Source : Rosstat, Banque de Russie

A défaut d'un resserrement de sa politique monétaire, la Banque centrale a une nouvelle fois durci sa communication et se réserve la possibilité de relever le taux directeur en juillet prochain. Dans le communiqué de presse accompagnant sa décision,

l'institution indique que le retour à la cible d'inflation « exigera le maintien de conditions monétaires restrictives pendant une période significativement plus longue que ce qui était prévu en avril dernier ».

Plusieurs évolutions intervenues depuis la dernière réunion de politique monétaire justifient, a minima, le maintien du taux à son niveau actuel. La Banque de Russie relève notamment une augmentation de l'inflation sous-jacente ajustée des variations saisonnières en avril – à 8,3% contre 7,1% en moyenne au T1 2021 – et un rebond des anticipations d'inflations des ménages – de 11% à 11,7% – alors que ces dernières étaient orientées à la baisse ces derniers mois. L'activité économique reste toujours très dynamique, le marché du travail se tend, et l'inflation annuelle a dépassé 8% début juin.

Au total, la Banque de Russie considère que le risque inflationniste s'est renforcé. L'écart de production (*output gap*) reste positif et significatif, tandis que le maintien de subventions d'ampleur freine la normalisation de la distribution de crédit.

### Comparaison sémantique des deux derniers communiqués de politique monétaire

	Avril	Juin
Signal	Le retour à la cible <b>suppose</b> une période plus longue de maintien de conditions monétaires restrictives	Le retour à la cible <b>exige</b> une période <b>significativement</b> plus longue de maintien de conditions monétaires restrictives
Risques inflationnistes	La balance penche du côté des risques inflationnistes	La balance penche <b>encore davantage</b> du côté des risques inflationnistes
Inflation	La pression inflationniste <b>diminue progressivement</b> mais reste élevée  L'inflation <b>diminuera à 4,3-4,8% en 2024</b> et reviendra à la cible en 2025	Le rythme actuel de l'augmentation des prix <b>a cessé de ralentir</b> .  L'inflation reviendra à la cible en 2025
Anticipations d'inflation	Les anticipations d'inflation suivent une <b>trajectoire non linéaire</b>	Les anticipations d'inflation [...] <b>ont augmenté</b> .

## Activité en avril

Selon une première estimation du ministère du Développement économique, le PIB a crû de 4,4% en g.a. en avril 2024 (après 4,2% en mars), et de 5,1% sur les quatre premiers mois de l'année. En glissement annuel, la croissance a accéléré dans la construction, l'industrie manufacturière, les services payants à la population, les services de restauration. Elle a marqué le pas dans l'agriculture, le commerce de détail, le transport de marchandises et l'industrie extractive.

### Variation de l'activité par secteur, %, g.a.

	Mars	Avril	Janv-Avr.
PIB	4,2	4,4	5,1
Agriculture	2,5	1,4	1,4
Construction	1,9	4,5	3,8
Commerce de gros	9,4	12,1	11,8
Commerce de détail	11,1	8,3	9,9
Services payants	4,5	6,8	6,2
Restauration	4,1	5,3	4,8
Industrie	4	3,9	5,2
Industrie manufacturière	6	8,3	8,7
Industrie extractive	0,4	-1,7	0,4
Transport de marchandises	-0,4	-2,2	0

En glissement mensuel corrigé des variations saisonnières, le PIB aurait progressé de 0,2% selon le MinDevEco. L'activité aurait diminué pour le commerce de détail (-0,5%) stagné dans l'industrie (+0,9% dans l'industrie manufacturière), et progressé dans la restauration (+0,5%) et les services (+0,8%).

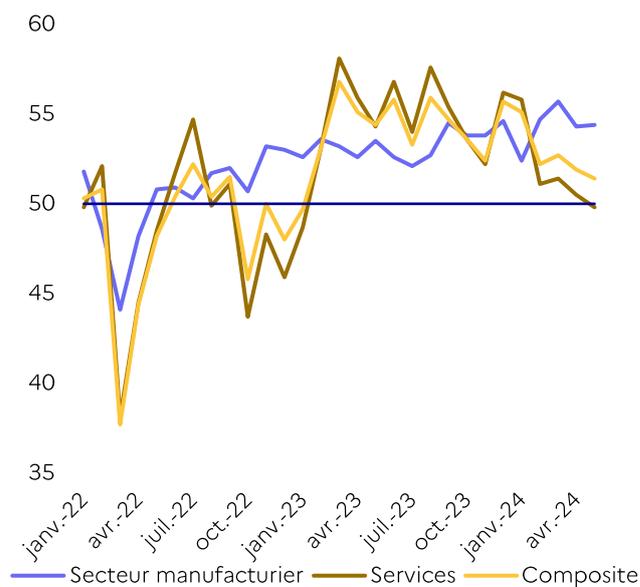
## Indicateurs avancés d'activité

Les indices des directeurs d'achats (PMI) font ressortir une dynamique contrastée de l'activité en mai 2024. L'indice PMI manufacturier a légèrement augmenté et se maintient à un niveau très élevé à 54,4 points en mai 2024 (54,3 en avril). Cette progression

reflète une croissance de la production et des commandes plus rapide, mais aussi la plus forte croissance d'emploi observée en presque 27 ans. Cependant, le niveau de confiance des entreprises a décliné à son plus bas niveau en neuf mois, et ces dernières signalent une accélération de la hausse des coûts de production pour le deuxième mois consécutif, qui est répercutée sur les prix à la vente.

L'indice PMI des services a décliné à 49,8 points en mai (après 50,5 en avril), mettant fin à 15 mois consécutifs de croissance. Les entreprises sondées témoignent d'une demande plus faible et d'une stagnation des commandes. L'indice PMI composite (moyenne pondérée des indices manufacturiers et des services) a quant à lui diminué de 51,9 points à 51,4 points.

Figure 2. Indices PMI en Russie



Source : S&P Global

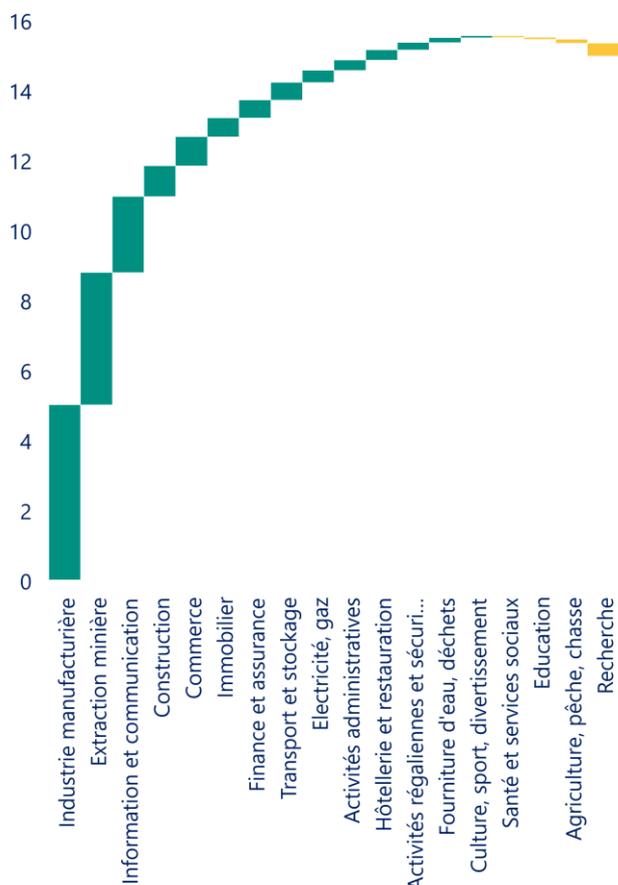
## Investissement au T1 2024

En première estimation, l'investissement en capital fixe a augmenté de 14,5% en g.a. au T1 2024. L'investissement était toujours financé majoritairement sur fonds propres (à 61,9%). La part du financement bancaire a augmenté mais reste faible à 11,2% (+1,4 p.p. en g.a.). Le financement par les administrations représentait 12,9% de l'investissement total, essentiellement au titre des budgets régionaux (6,4%) et du budget fédéral (5,8%).

**L'industrie continue de porter l'effort d'investissement.** Les activités industrielles dans leur ensemble ont contribué à 63% de la croissance de l'investissement, dont 34% pour l'industrie manufacturière et 26% pour l'industrie extractive., avec des taux de croissance respectifs de 27,3% et 16,8% en g.a. au 1<sup>er</sup> trimestre 2024. Dans l'industrie manufacturière, la hausse de l'investissement est particulièrement massive pour la production d'ouvrages métalliques finis (+130%), d'ordinateurs, équipements optiques et électroniques (+94%), deux des secteurs les plus directement sollicités par le complexe militaro-industriel.

**Parmi les autres secteurs, l'hôtellerie et la restauration (+72,6%), ainsi que les TIC (+52,9%) se distinguent par une progression significative de l'investissement.** Ce dernier continue en revanche de décliner dans la santé et les services sociaux (-2,1%) l'éducation (-3,5%) et surtout la recherche (-6,1%).

Figure 3. Contributions à l'investissement en capital fixe par secteur, p.p.



Sources : Rosstat, calculs du SER

## Loi de finances rectificative

Selon un projet de loi de finances rectificatives en cours d'examen à la Douma d'État, **le déficit budgétaire prévisionnel pour 2024 a été revu à la hausse de 0,9% à 1,1% du PIB.** Il atteindrait 2120 Md RUB (23,9 Md USD) contre 1595 Md RUB (18 Md USD) dans les prévisions budgétaires initiales pour 2024.

**La hausse du déficit résulte d'un relèvement des dépenses prévisionnelles de 1,4%.** Les recettes totales du budget fédéral demeureraient pratiquement inchangées : le plus faible niveau de recettes pétrolières et gazières – en lien avec un prix moyen de l'Urals moins élevé qu'anticipé – serait compensé par des recettes fiscales plus élevées prélevées sur les autres secteurs, en conséquence d'une croissance plus dynamique.

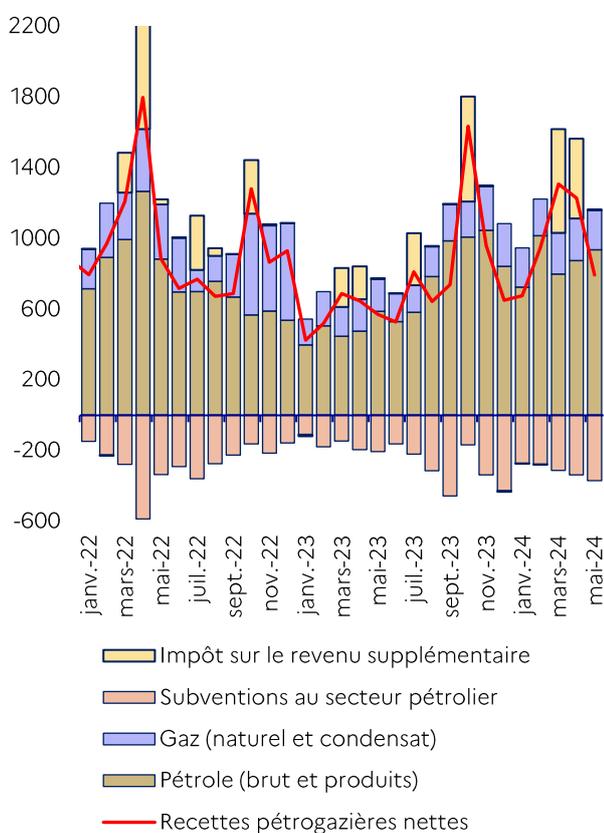
### Prévisions macroéconomiques et budgétaires pour l'année 2024

	Loi de finances 2024-2026	Loi rectificative pour 2024	Variation
<b>Macroéconomie</b>			
Croissance du PIB, %	2,30%	2,80%	21,74%
Baril d'Urals, USD	71,3	65	-8,84%
Inflation, fin de période	4,50%	5,10%	13,33%
<b>Budget</b>			
Recettes budgétaires (Md RUB)	35 065,3	35 062,5	-0,01%
<i>Dont pétro-gazières (Md RUB)</i>	11 504,3	10 985,3	-4,51%
<i>Dont autres recettes (Md RUB)</i>	23 561,1	24 077,2	2,19%
Dépenses (Md RUB)	36 660,7	37 182,6	1,42%
Déficit (Md RUB)	-1595,4	-2120,1	32,89%

## Recettes pétro-gazières du budget

Les recettes pétro-gazières du budget fédéral ont atteint 793,7 Md RUB en mai 2024 (8,8 Md USD), en hausse de 39,1% en g.a. Les recettes du pétrole et des produits pétroliers (hors impôt sur le revenu supplémentaire) ont progressé à la fois en glissement annuel (+59,1%) et mensuel (+6,9%) à 936 Md RUB (10,3 Md USD), reflétant un prix plus élevé du baril d'Urals à 75 USD en avril, contre 70,3 USD en mars selon le ministère du Développement économique russe.

Figure 4. Recettes pétrolières et gazières perçues par le budget fédéral



Source : ministère russe des Finances

## Marché du travail

Le taux de chômage au sens du BIT a établi un nouveau record à 2,6% en avril 2024, contre 2,7% en mars. Dans ce contexte, les salaires réels ont continué de progresser rapidement, à +12,9% en g.a. en mars 2024 et +11% au 1<sup>er</sup> trimestre 2024. Une partie de cette hausse s'explique par le paiement de primes annuels élevées au titre de l'année passée.

## Fonds souverains

Au 1<sup>er</sup> juin 2024, le montant du Fonds du Bien-Être National s'est établi à 141,5 Md USD (+1,8% en g.m. -7,6% en g.a.), ou 12 704 Md RUB (-0,4% en g.m., +2,8% en g.a.), soit 7,1% du PIB prévisionnel 2024. La part liquide représente 56,2 Md USD (-31,7% en g.a. et -0,3% en g.m.) ou 5 046 Md RUB (-24% en g.a., -2,4% en g.m.), soit 2,8% du PIB prévisionnel 2024.

## Inflation

Au 3 juin, l'inflation atteignait 8,17% en g.a. et 3,13% depuis le début de l'année. Elle a atteint 0,17% du 28 au 3 juin 2024 (contre 0,1% la semaine passée).

# Kazakhstan

## Inflation

L'inflation annuelle s'est établie à 8,5% en mai 2024, contre 8,7% en avril. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 5,5% pour les biens alimentaires, de 7,6% pour les biens non alimentaires et de 13,9% pour les services en g.a. L'inflation mensuelle s'est élevée à 0,4%, contre 0,6% en avril.

## Activité

L'indice PMI manufacturier a augmenté à 52,2 points en mai 2024, contre 51,5 en avril, soit son plus haut niveau depuis octobre 2023.

L'indice PMI des services a diminué à 50,7 points en mai 2024, contre 51 en avril. L'indice PMI composite a également diminué à 50,6 points en mai 2024, contre 50,9 points en avril.

# Ouzbékistan

## Inflation

L'inflation annuelle s'est élevée à **10,55% en mai 2024**, contre 8,08% en avril. Cette accélération est tirée par la hausse des tarifs de l'électricité et du gaz entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> mai dernier. Ainsi, l'indice des prix à la consommation (IPC) des services a augmenté de 27%, contre 10,8% en avril, dont une hausse de 41,2% pour l'entretien des parties communes, l'eau, le gaz, l'électricité, etc. L'IPC a augmenté de 4,2% pour les biens alimentaires et de 7,5% pour les biens non alimentaires.

## Notations

Le 31 mai 2024, l'agence de notation S&P a confirmé les notes souveraines de l'Ouzbékistan en devises étrangères et locales à **BB-** avec la perspective « stable ». Cette note a été maintenue malgré l'anticipation par l'agence de hausses de la dette publique nette et de la dette externe qui résulteraient de nouveaux projets engagés dans l'infrastructure et l'énergie.

Une augmentation persistante et incontrôlée de l'endettement pourrait présenter des risques, mais S&P s'attend à ce que les déficits budgétaire et courant se modèrent après avoir culminé en 2023. À environ 30 % du PIB, la dette publique nette de l'Ouzbékistan reste modérée en comparaison internationale, tandis que des

investissements robustes soutiendront la croissance économique.

Selon l'agence, la **croissance du PIB** devrait s'élever à 5,4% en 2024, à 5,3% en 2025 et à 5,1% en 2026.

# Biélorussie

## Commerce extérieur

Le **déficit commercial a atteint 1 271,5 M USD en janvier-avril 2024**, contre 1 082,9 M USD sur la même période en 2023. Les exportations ont progressé de 3,4% à 13 152,6 M USD, tandis que les importations ont augmenté de 4,5% à 14 424,1 M USD.

# Arménie

L'inflation annuelle s'est établie à **0,3% en mai 2024**, contre -0,7% en avril. Elle repasse pour la première fois en territoire positif depuis le mois d'octobre 2023.

La **reprise de la hausse des prix a été tirée exclusivement par les services**. Les prix des biens alimentaires ont diminué de 1,1% en g.a., et ceux des autres biens sont restés stables, tandis que les prix des services ont progressé de 2,3%. Les plus fortes hausses de prix ont été celles du coût du transport (+10%), de l'éducation (+4,8%) et de l'hôtellerie et la restauration (+3,6%).

# Tableaux de synthèse

CROISSANCE ET PRÉVISIONS	Variation du PIB, g.a.						Prévisions FMI, g.a.		PIB nominal		Population, M hab.
	T1 24	T4 23	T3 23	T2 23	2023	2022	2024	2025	Md USD	Par hab., USD	2023
	2023										
Russie	5,4%	4,9%	5,7%	5,1%	3,6%	-2,1%	3,2%	1,8%	1997	13 648	146,4*
Kazakhstan	3,7%				5,1%	3,2%	3,1%	5,6%	260,5	13 117	20
Ouzbékistan	6,2%				6,0%	5,7%	5,2%	5,4%	90,9	2 523	37
Biélorussie	4,1%				3,9%	-4,7%	2,4%	1,1%	71,8	7 820	9,2
Arménie	9,2%	7,8%	7,4%	9,1%	8,7%	12,6%	6,0%	5,2%	24,2	8 153	3
Kirghizstan	8,8%				4,2%	6,3%	4,4%	4,2%	12,8	1 843	7,2
Tadjikistan					8,3%	8,0%	6,5%	4,5%	11,9	1 184	10,2

\*Comprend la population des régions de Crimée et de Sébastopol, dont la France ne reconnaît pas l'annexion illégale par la Russie.

ACTIVITÉ	Production industrielle, g.a.			Ventes de détail, g.a.			Chômage		
	T1 24	2023	2022	T1 24	2023	2022	T1 24	2023	2022
Russie	5,6%	3,5%	0,6%	10,5%	6,4%	-6,5%	2,8%	3,2%	3,9%
Kazakhstan	3,8%	4,3%	1,1%		7,7%	2,1%	4,7%		4,9%
Ouzbékistan	6,5%	6%	5,3%	9,3%	9,1%	12,3%			8,9%
Biélorussie	6,5%	7,7%	-5,4%	13,1%	8,5%	-3,7%	3,3%		3,6%
Arménie	17,3%	4,1%	7,9%	9,3%	11,1%	4,4%*			
Kirghizstan	4,5%	2,7%	11,4%	12,5%	10,9%	6,5%			
Tadjikistan		12%	15,4%						

INDICES PMI	PMI manufacturier			PMI services		
		Avr-24	Mars-24		Avr-24	Mars-24
Russie	54,4	54,3	55,7	49,8	51,4	51,4
Kazakhstan	52,2	51,5	51,6	50,7	50,7	51

BARIL DE BRUT (USD)	Avril-24	Mars-24	Fév-24	Jan-24	Déc-23	Nov-23
Brent	89,9	85,4	83,5	80,1	77,6	82,9
Urals	75	70,3	68,3	64,1	63,6	72,4

Sources : EIA, Ministère russe du développement économique

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle						Cible d'inflation	Taux directeur	
	Mai-24	Avr-24	Mars-24	Fév-24	Jan-24	Déc-23		Actuel	Depuis
Russie		7,8%	7,7%	7,7%	7,4%	7,4%	4%	16%	Déc-23
Kazakhstan	8,5%	8,7%	9,1%	9,3%	9,5%	9,8%	4-5%	14,5%	Mai-24
Ouzbékistan	10,6%	8,1%	8%	8,4%	8,6%	8,8%	5%	14%	Mars-23
Biélorussie		5,6%	5,6%	5,6%	5,9%	5,8%	5%	9,5%	Juin-23
Arménie	0,3%	-0,7%	-1,2%	-1,7%	-0,9%	-0,6%	4%	8,25%	Avril-24
Kirghizstan		5,2%	5,2%	5,1%	5,9%	7,3%	5-7%	9%	Mai-24
Tadjikistan		3,4%	3,6%	3,6%	3,8%	3,8%	6% (±2)	9,25%	Avril-24

ENDETTEMENT ET RÉSERVES	Russie	Kazakhstan	Ouzbékistan	Biélorussie	Arménie	Kirghizstan	Tadjikistan
Dettes publiques (% PIB)	01/01/24	01/04/24	01/01/23	01/06/22	01/04/24	01/09/23	01/01/23
	15,8%	20%	36,4%	33%	40%	56%	34,6%
Dettes externes (% PIB)	01/04/24	01/01/24	01/04/22	01/01/24	01/10/23	01/07/23	01/07/2023
	16%	62,4%	59,3%	53,5%	62,2%	62,6%	52,2%
Réserves de change	01/01/24	01/04/24	01/04/24	01/04/24	01/04/24	01/04/24	01/06/23
Md USD	598,5*	37,8	34,2	8,4	3,3	3,5	3,2
Mois d'importations		6,4	9,8	2,1	2,8	3,2	6,5

\*Dont avoirs en devises gelés depuis février 2022 dans le cadre des mesures restrictives adoptées contre la Russie

FINANCES	Solde courant, % PIB*					Solde budgétaire, % PIB*		
	Md USD**	T1 24	2023	9M 23	2022	3M 2024	2023	2022
Russie	22	4,6%	2,7%	2,9%	10,6%	-1,3%	-1,9%	-2,1%
Kazakhstan	-0,9	-1,2%	-3,3%	-3,9%	3,1%	-0,8%	-2,4%	0%
Ouzbékistan	-7,8		-8,6%	-6,5%	-0,8%			-4,2%
Biélorussie	-1		-1,4%	-2%	3,5%			-3,9%
Arménie	-0,5		-2,1%	3,7%	0,8%	0%	2%	-2,1%
Kirghizstan	-3,4			-59%	-44%			-0,3%
Tadjikistan	-0,2				15,6%			-0,3%

\*En proportion sur l'année \*\*dernière période disponible

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  
 Rédaction : Service économique régional de Moscou

Pour s'abonner : [Moscou@dgtresor.gouv.fr](mailto:Moscou@dgtresor.gouv.fr)