



NOUVELLES ÉCONOMIQUES de L'EURASIE

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

Une publication du Service économique régional de Moscou
N°146 – 26 juillet 2024

Sommaire

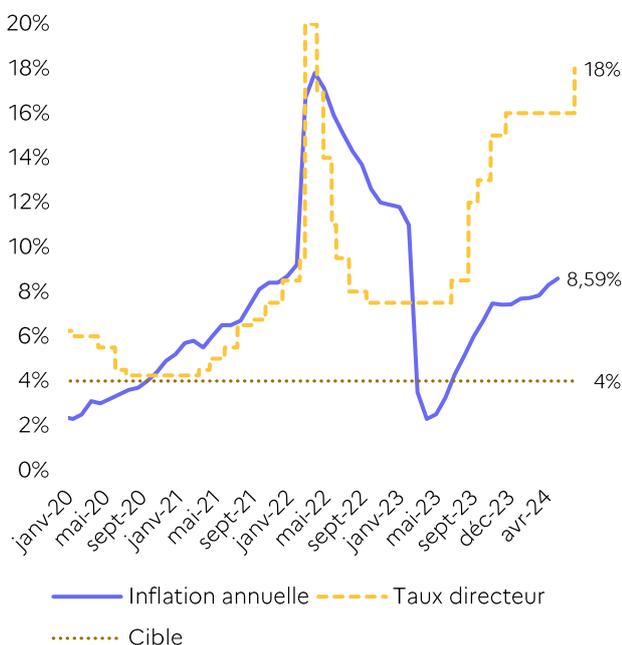
Russie	2	Commerce extérieur	6
Politique monétaire	2	Investissement	6
Climat des affaires	3	Biélorussie	6
Production industrielle	3	Chômage	6
Secteur bancaire	4	Arménie	6
Marché des changes	5	Activité	6
Démographie	5	Commerce extérieur	6
Ouzbékistan	6	Tableaux de synthèse	7
Activité	6		

Russie

Politique monétaire

Le 26 juillet 2024, la Banque de Russie a décidé de relever son taux directeur de 200 points de base à 18%. Cette augmentation, la première depuis décembre 2023, était conforme aux attentes de la majorité des analystes. La banque centrale a souligné que seraient nécessaires un « resserrement supplémentaire de la politique monétaire » pour faire baisser l'inflation, et « des conditions monétaires beaucoup plus dures que prévu précédemment » pour revenir au niveau de la cible. La Banque de Russie n'exclut pas de nouvelles hausses de taux lors de sa prochaine réunion. Une baisse du taux directeur en 2024 apparaît ainsi exclue à ce stade.

Figure 1. Politique monétaire et inflation



Source : Banque de Russie

La Banque de Russie note plusieurs évolutions défavorables depuis sa dernière réunion de politique monétaire, qui ont conduit l'inflation à s'écarter de la trajectoire de base prévue par l'institution. L'inflation mesurée en tendance a progressé au 2^{ème} semestre, notamment dans sa composante la plus stable (inflation sous-jacente). Les anticipations d'inflation des ménages et des

participants aux marchés financiers sont reparties à la hausse et contribuent à la persistance de l'inflation. De plus, l'écart entre potentiel de croissance et croissance observée (*output gap*) ne montre pas de signes de réduction compte tenu des tensions sur le marché du travail et des difficultés de l'offre à suivre la demande. Enfin, le niveau élevé des taux stimule la propension à épargner, mais « contient de façon insuffisante » la distribution de crédit. Les risques inflationnistes continuent de prévaloir à moyen terme, en lien avec l'évolution du commerce extérieur (difficultés de paiements à l'importation) et la surchauffe de l'économie.

Les prévisions macroéconomiques ont été révisées de façon logique dans la foulée de cette décision. Les prévisions d'inflation ont été très nettement relevées en 2024 (de 4,3-4,8% à 6,5-7% en fin de période) et dans une moindre mesure en 2025, avec cependant un risque de non-retour à la cible qui n'était pas envisagé auparavant. Les prévisions de taux directeur ont aussi été augmentées, à 18-19,4% pour le restant de l'année 2024, ce qui indique que la Banque de Russie pourrait envisager encore 200 points de base de hausse supplémentaire d'ici la fin de l'année. Enfin, les prévisions de croissance du PIB s'établissent désormais à 3,5-4% en 2024, contre 2,5-3,5%, soit un niveau de croissance potentiellement égal voire supérieur à celui de l'année passée.

Figure 2. Prévisions à moyen terme actualisées

	2024		2025	
	Avril	Juil.	Avril	Juil.
Inflation, fin de période	4,3-4,8	6,5-7	4	4-4,5
Inflation annuelle moyenne	6,2-6,4	7,8-8	4-4,2	4,2-5,8
Taux directeur annuel moyen	15-16	16,9-17,4	10-12	14-16
Variation du PIB, %, g.a.	2,5-3,5	3,5-4	0-1	0,5-1,5

La gouverneure de la Banque de Russie E. Nabioullina a apporté plusieurs précisions au cours de sa conférence de presse. Les quatre principaux facteurs identifiés précédemment par la Banque de Russie rendant nécessaire

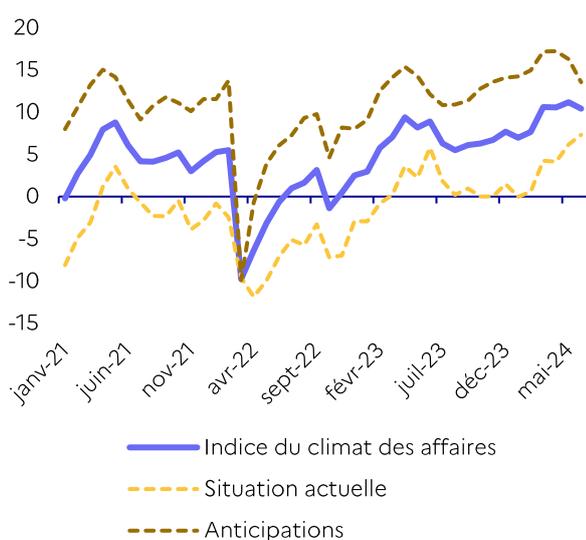
une hausse de taux ont été réunis¹. Le maintien du taux à son niveau actuel (16%) ainsi qu'une hausse plus importante (à 19% ou 20%) auraient néanmoins été envisagés. Selon la gouverneure, cette hausse devrait permettre d'éviter un scénario de «stagflation» qui se profile en cas de stimulation budgétaire d'une économie fonctionnant déjà au maximum de ses capacités.

Par ailleurs, le taux directeur dit neutre² à long terme a été réévalué à 7,5-8,5% (contre 6-7% précédemment) en raison des changements structurels ayant affecté l'économie russe ces dernières années (hausse de la demande d'investissements intérieurs, des primes de risques et politique budgétaire plus accommodante).

Climat des affaires

L'indice du climat des affaires a diminué à 7,7 points en juillet (contre 10,6 points en juin). L'évolution de cet indicateur mesuré par la Banque de Russie signale une perception plus défavorable par les entreprises de la situation actuelle (baisse de 7,3 points à 2,6 points) ainsi que des anticipations légèrement plus pessimistes sur la durée (de 14 à 13 points). L'indice se maintient cependant à un niveau supérieur au niveau moyen de l'année passée.

Figure 3. Indice du climat des affaires



Source : Banque de Russie

L'orientation à la baisse de l'indicateur traduit en premier lieu une dégradation de l'évaluation du niveau de production actuel. Cette dernière a été relevée dans l'ensemble des secteurs – particulièrement l'industrie extractive et le commerce de gros – à l'exception du secteur agricole. Les entreprises sondées indiquent que la croissance de leur activité est entravée par une conjoncture plus défavorable, des risques en hausse pesant sur leur activité et l'impact négatif de la variation du cours du rouble. Le manque de main d'œuvre et les difficultés de paiement à l'importation figurent également parmi les problèmes majeurs cités par les entreprises.

Les tensions sur l'appareil productif se sont aggravées. L'utilisation des capacités de production a progressé de 0,2 point de pourcentage à 80,8% au 2^{ème} trimestre 2024 en g.t., soit un niveau proche du pic de l'année passée. Le déficit de main d'œuvre a aussi battu un nouvel anti-record à -30,8 points (contre -23,4 points en moyenne en 2023).

Production industrielle

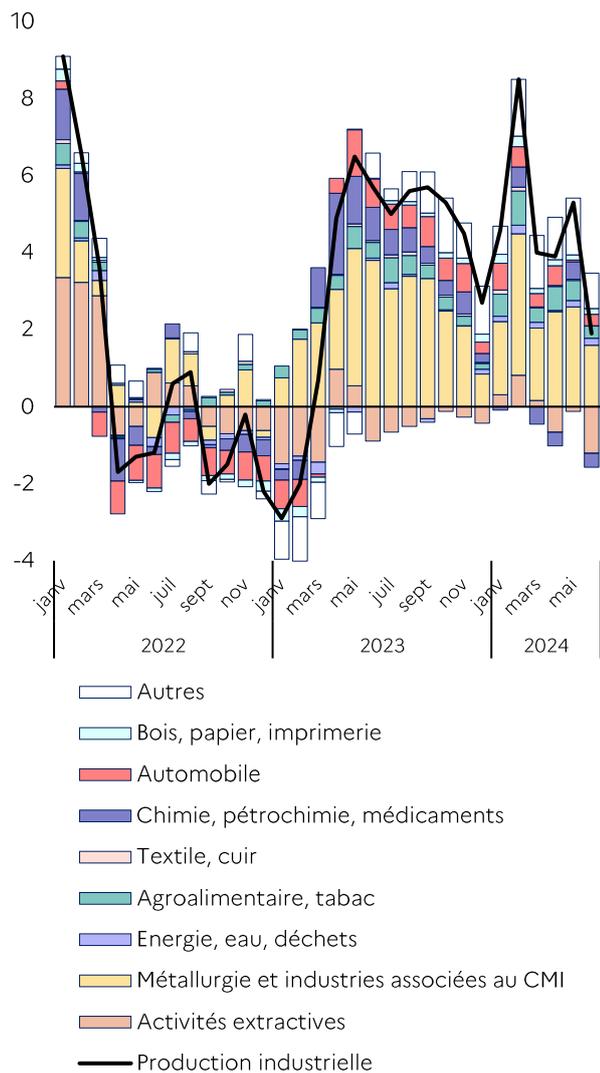
La croissance de la production industrielle aurait nettement ralenti en juin 2024. Selon les données publiées par Rosstat, elle se serait établie à +1,9% en glissement annuel, en forte baisse par rapport au mois précédent (+5,3% en mai). Les activités extractives ont tiré l'activité vers le bas, avec une baisse de la production de 3,1% (après -0,3% en mai). La dynamique s'est également modérée dans les branches manufacturières, en croissance de 4,6% (après +9,1% en mai). Au total, l'activité industrielle a enregistré une progression de 4,4% sur la première moitié de l'année (dont +8% dans l'industrie manufacturière et -0,3% dans l'industrie extractive).

La dynamique sectorielle demeure conforme à celle des mois précédents, avec une prévalence des industries associées au complexe militaro-industriel dans la croissance (+30,9% en g.a. en juin pour la production d'ouvrages métalliques finis), tandis que le ralentissement de la production de produits pétroliers se poursuit (-4,4%)

¹ Hausse de la composante stable de l'inflation; maintien de la consommation; maintien d'un état de surchauffe; risques supplémentaires associés aux sanctions

² Taux directeur assurant la croissance de l'économie au niveau de son potentiel sans accélération de l'inflation.

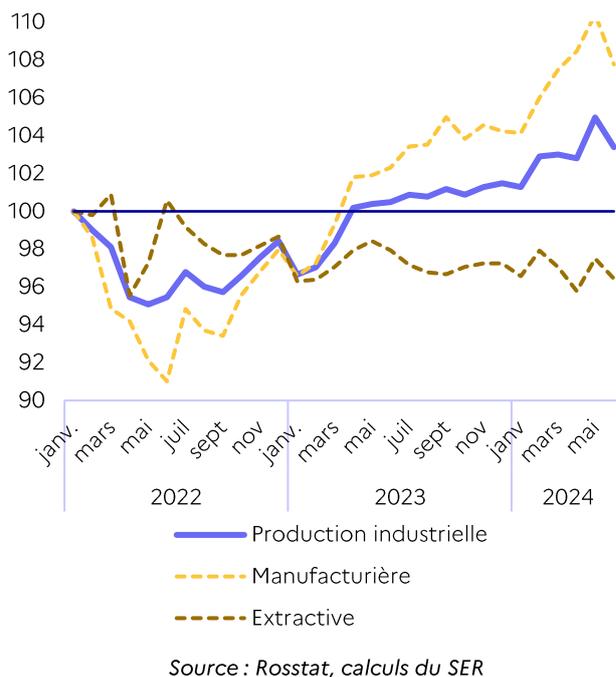
Figure 4. Variation de la production industrielle et contributions, g.a., %



Sources : Rosstat, estimations du SER

Ce ralentissement résulte en partie d'effets calendaires. Le mois de juin comptait en deux journées ouvrées de moins que l'année passée, conduisant à une plus faible croissance en comparaison annuelle. La tendance sous-jacente est néanmoins celle d'une baisse de la production, évaluée à -1,5% au mois le mois après ajustement des variations saisonnières.

Figure 5. Production industrielle en niveau, c.v.s. janv. 22 = 100

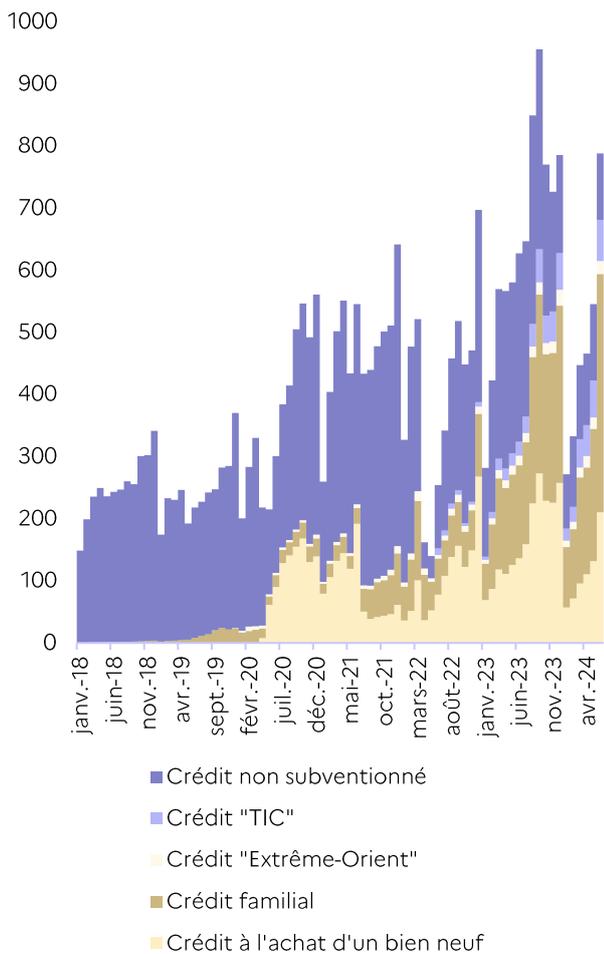


Source : Rosstat, calculs du SER

Secteur bancaire

Le crédit bancaire aux ménages a enregistré un rebond significatif en juin 2024, tiré par une ruée sur les crédits immobiliers. Le portefeuille crédit aux ménages dans son ensemble a progressé de 2,7% en juin, contre 2% le mois précédent, sous l'effet de la très forte accélération du crédit immobilier (+3,1% après +1,7% en mai), tandis que le crédit à la consommation a évolué au même rythme que le mois précédent (2%). Ce mouvement s'explique très probablement par une volonté de bénéficier des subventions à la construction de logements neufs avant leur interruption, effective depuis le 1^{er} juillet dernier. La distribution de crédits subventionnés aux familles a également progressé significativement, possiblement en raison de l'anticipation d'un durcissement des conditions de ce programme. Au total, 80% du montant des prêts immobiliers accordés en juin l'a été à des taux bonifiés par l'État russe.

Figure 6. Distribution de prêts immobiliers, Md RUB



Source : DOM.RF, Banque de Russie

Parallèlement, les dépôts continuent d'augmenter fortement grâce au niveau élevé des taux. Les dépôts des particuliers ont progressé de 1,7% en juin (après +2,6% en mai). Dans ce contexte, les banques continuent de dégager des profits élevés, qui ont totalisé en valeur nette **1829 Md RUB (Md USD) au 1^{er} semestre 2024, en hausse de 8,1% en g.a.**

Marché des changes

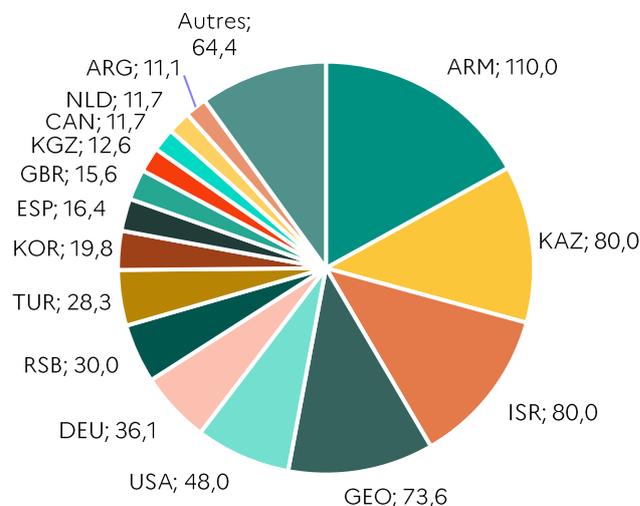
La Banque de Russie a précisé le mode de calcul du taux de change du rouble par rapport à l'euro et au dollar retenu depuis le **12 juin dernier** : ce dernier est désormais basé sur les transactions interbancaires de gré à gré du jour conclues avant 15h30 et pondérées selon le montant des opérations. Sont néanmoins exclues les transactions

s'éloignant trop significativement des valeurs moyennes pour exclure tout risque de manipulation des marchés³. Pour les autres devises (hors yuan), le taux sera calculé par croisement des cours (RUB-USD /USD – devise retenue).

Démographie

Selon une estimation du média en ligne The Bell, près de **650 000 Russes ayant quitté leur pays depuis le début de l'année 2022 résideraient toujours à l'étranger**. L'essentiel de ce contingent se situerait dans plusieurs pays de l'ex-bloc soviétique proposant des conditions d'installations relativement favorables (absence de visa, délivrance facilitée du titre de séjour, population russophone, etc.), au premier rang desquels figurent l'Arménie (environ 110 000 personnes), le Kazakhstan (80 000) et la Géorgie (73 600).

Figure 7. Russes ayant émigré depuis 2022 et demeurant à l'étranger (millier de pers.)



Source : The Bell

La méthodologie retenue pour cette enquête repose sur des demandes d'informations soumises aux services migratoires et statistiques de près de **70 pays**, complétées par des données en source ouverte et des déclarations publiques.

³ *Exclusion des valeurs correspondant au 25^e centile inférieur moins l'écart entre les valeurs minimales et maximales multiplié par 1,5. Par

exemple, pour un 25^e centile à 90 RUB et un 75^e centile à 95, la valeur minimale retenue sera 82,5 (=90-(95-90)*1,5).

Ouzbékistan

Activité

Le PIB a augmenté de **6,4%** en g.a. au **1^{er} semestre 2024**. Sur cette période, les ventes de détail ont progressé de 8,4%, et la production industrielle de 7,8% en g.a. Les industries extractives ont enregistré une croissance de 0,5%, alors que les activités manufacturières ont augmenté de 9,4% en g.a.

Commerce extérieur

Le déficit commercial s'est établi à **5842,9 M USD** au **1^{er} semestre 2024**, contre un déficit de 4719,6 M USD sur la même période de l'année 2023. Les exportations ont augmenté de 5,5% à 12 992,7 M USD, tandis que les importations ont augmenté de 10,6% à 18 835,5 M USD.

Les premiers clients de l'Ouzbékistan restent la Russie (13,3%), la Chine (7,7%) et le Kazakhstan (4,8%) comme l'année dernière, malgré une diminution des exportations nominales vers la Chine (-6,4%) et le Kazakhstan (-11,6%). Les exportations vers la France ont augmenté de 96,5%, faisant d'elle le sixième client de l'Ouzbékistan (8^e au 1^{er} semestre 2023). Ses premiers fournisseurs sont également la Chine (26%), la Russie (21,3%) et le Kazakhstan (6,9%)

Investissement

L'investissement total en capital fixe a augmenté de **36,6%** au **1^{er} semestre 2024** en g.a.

Biélorussie

Chômage

Le chômage au sens du BIT a atteint **3%** au **2^e trimestre 2024**.

Arménie

Activité

L'indicateur avancé d'activité a progressé de **7,1%** en juin (après **5,2%** en mai) et de **10,4%** au **1^{er} semestre 2024**. La production industrielle affiche des signes de ralentissement (+1,4% après +6,9%) mais affiche toutefois une hausse de 18,2% depuis le début de l'année. La construction et le commerce ont respectivement enregistré une croissance de 18% et 16,2% en juin (15,7% et 4,4% au 1^{er} semestre).

Commerce extérieur

Le solde commercial de l'Arménie est ressorti en déficit à hauteur de **2552 M USD** au **1^{er} semestre 2024**, en légère hausse par rapport à l'année passée (**2173 M USD**). Les exportations ont progressé de 130% à 7928 M USD, tandis que les importations ont augmenté de 86,5% à 10 480 M USD.

Tableaux de synthèse

CROISSANCE ET PRÉVISIONS	Variation du PIB, g.a.						Prévisions FMI, g.a.		PIB nominal		Population, M hab.
	S1 24	T1 24	T4 23	T3 23	2023	2022	2024	2025	Md USD	Par hab., USD	2023
	2023										
Russie		5,4%	4,9%	5,7%	3,6%	-2,1%	3,2%	1,8%	1997	13 648	146,4*
Kazakhstan	3,3%	3,8%			5,1%	3,2%	3,1%	5,6%	260,5	13 117	20
Ouzbékistan	6,4%	6,2%			6,0%	5,7%	5,2%	5,4%	90,9	2 523	37
Biélorussie	5%	4,1%			3,9%	-4,7%	2,4%	1,1%	71,8	7 820	9,2
Arménie		9,2%	7,8%	7,4%	8,7%	12,6%	6,0%	5,2%	24,2	8 153	3
Kirghizstan	8,1%	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		
	S1 24	T1 24	2023	S1 2024	T1 24	2023	T2 24	T1 24	2023
Russie	4,4%	5,6%	3,5%		10,5%	6,4%		2,8%	3,2%
Kazakhstan	2,8%	3,8%	4,3%	5,6%		7,7%		4,7%	
Ouzbékistan	7,8%	6,5%	6%	8,4%	9,3%	9,1%			
Biélorussie	7,1%	6,5%	7,7%	11,5%	13,1%	8,5%	3%	3,3%	
Arménie	18,2%	17,3%	4,1%		9,3%	11,1%			
Kirghizstan	15,9%	4,5%	2,7%	1%	12,5%	10,9%			
Tadjikistan			12%						

INDICES PMI	PMI manufacturier			PMI services		
	Juin-24	Mai-24	Avr-24	Juin-24	Mai-24	Avr-24
Russie	54,9	54,4	54,3	47,6	49,8	51,4
Kazakhstan	52,3	52,2	51,5	50,2	50,7	50,7

BARIL DE BRUT (USD)	Juin-24	Mai-24	Avril-24	Mars-24	Fév-24	Jan-24
Brent	82,3	81,8	89,9	85,4	83,5	80,1
Urals	69,6	67,4	75	70,3	68,3	64,1

Sources: EIA, Ministère russe du développement économique

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle						Cible d'inflation	Taux directeur	
	Juin-24	Mai-24	Avr-24	Mars-24	Fév-24	Jan-24		Actuel	Depuis
Russie	8,6%	8,3%	7,8%	7,7%	7,7%	7,4%	4%	18%	Juil-24
Kazakhstan	8,4%	8,5%	8,7%	9,1%	9,3%	9,5%	4-5%	14,25%	Juil-24
Ouzbékistan	10,6%	10,6%	8,1%	8%	8,4%	8,6%	5%	14%	Mars-23
Biélorussie	5,8%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,9%	5%	9,5%	Juin-23
Arménie	0,8%	0,3%	-0,7%	-1,2%	-1,7%	-0,9%	4%	8%	Juin-24
Kirghizstan	4,5%	4,6%	5,2%	5,2%	5,1%	5,9%	5-7%	9%	Mai-24
Tadjikistan	3,5%	3,6%	3,4%	3,6%	3,6%	3,8%	6% (±2)	9,25%	Avril-24

ENDETTEMENT ET RÉSERVES	Russie	Kazakhstan	Ouzbékistan	Biélorussie	Arménie	Kirghizstan	Tadjikistan
	Dettes publiques (% PIB)	01/01/24 15,8%	01/04/24 20%	01/01/23 36,4%	01/06/22 33%	01/04/24 40%	01/09/23 56%
Dettes externes (% PIB)	01/07/24 14,9%	01/04/24 54,8%	01/04/22 59,3%	01/04/24 52,7%	01/10/23 62,2%	01/07/23 62,6%	01/07/2023 52,2%
Réserves de change	01/01/24 Md USD	01/04/24 37,8	01/04/24 34,2	01/07/24 8,4	01/04/24 3,3	01/04/24 3,5	01/06/23 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**	S1 24	T1 24	2023	2022	S1 24	2023	2022
Russie	40,6	3,9%	4,6%	2,7%	10,6%	-0,5%	-1,9%	-2,1%
Kazakhstan	1,8		2,4%	-3,3%	3,1%		-2,4%	0%
Ouzbékistan	-1,4		-5,6%	-8,6%	-0,8%			-4,2%
Biélorussie	-1,9		-11,3%	-1,4%	3,5%			-3,9%
Arménie	-0,5			-2,1%	0,8%		2%	-2,1%
Kirghizstan	-3,4				-44%		1,1%	-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

Responsable de la publication : Service économique régional de Moscou
 Rédaction : Service économique régional de Moscou

Pour s'abonner : Moscou@dgtresor.gouv.fr