



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° 108 – 11 août 2023

Sommaire

▣ Russie	2
Budget.....	2
Commerce extérieur.....	3
Compte courant.....	3
Dette externe.....	4
Fonds souverains.....	4
Inflation.....	4
Marché des changes.....	5
Politique monétaire.....	5
Réserves.....	6
▣ Biélorussie	6
Réserves.....	6
▣ Kazakhstan	6
Activité.....	6

Endettement public.....	7
Salaires.....	7
▣ Ouzbékistan	7
Réserves.....	7
▣ Arménie	7
Activité.....	7
▣ Moldavie	7
Inflation.....	7
Réserves.....	7
▣ Kirghizstan	8
Activité.....	8
Commerce extérieur.....	8
Investissement.....	8
Inflation.....	8
▣ Tableaux de synthèse	9

Russie

Budget

Selon les données préliminaires, le budget fédéral a affiché un déficit de 2 817 Md RUB (35,7 Md USD) en janvier-juillet 2023 (96% du déficit prévu sur l'ensemble de l'année), soit **1,8% du PIB prévu par la loi budgétaire** (3,2% en proportion sur l'année), contre un excédent de 557 Md RUB (7,6 Md USD) sur la même période en 2022. Les dépenses ont augmenté de 14% en g.a. à 17 341 Md RUB (220 Md USD), tandis que les recettes ont diminué de 7,9% en g.a. à 14 525 Md RUB (184 Md USD). Les recettes pétrogazières ont diminué de 41,3% en g.a., alors que les autres recettes ont progressé de 19,8%.

En juillet, le budget a été soldé par un déficit de 467 Md RUB (5,2 Md USD). Les dépenses se sont élevées à 2610 Md RUB (28,9 Md USD), en baisse de 2,7% en g.a. et en hausse de 39% en g.m., tandis que les recettes se sont établies à 2 144,1 Md RUB (23,7 Md USD), en hausse de 22% en g.a. et en baisse de 16,3% en g.m. En particulier, les recettes pétrogazières ont pour la première fois dépassé leur niveau de 2022 à 811 Md RUB (+5% en g.a.).

Les dépenses ont été légèrement supérieures à leur norme saisonnière : elles ont représenté 9% de l'enveloppe annuelle totale, soit 0,9 p.p. de plus que le niveau moyen observé entre 2011 et 2021. Les recettes se sont situées légèrement en-dessous de leur norme saisonnière à 8,2% (moyenne de 8,5%). En cumul depuis début 2023, les recettes suivent la trajectoire des années précédentes (56% des recettes perçues sur les sept premiers mois de l'année). **Les dépenses se maintiennent au-dessus de leur norme, avec 60% d'exécution sur cette même période**, contre 52% en moyenne sur les années précédentes.

Figure 1. Exécution du budget fédéral russe en 2023, Md RUB

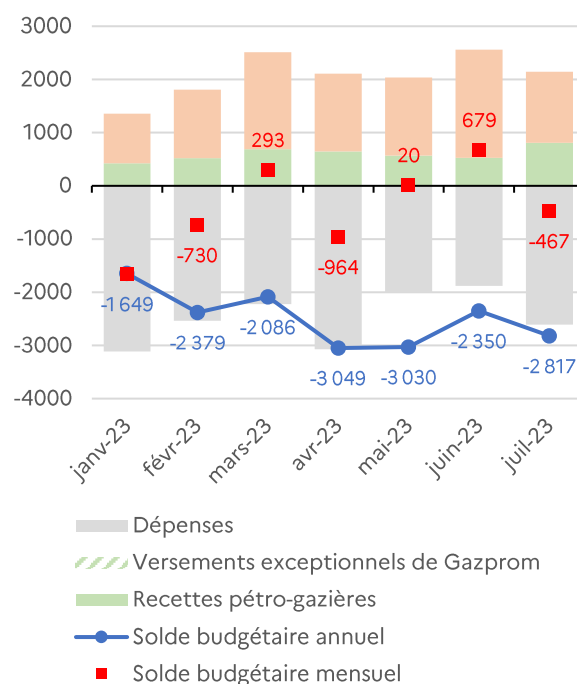
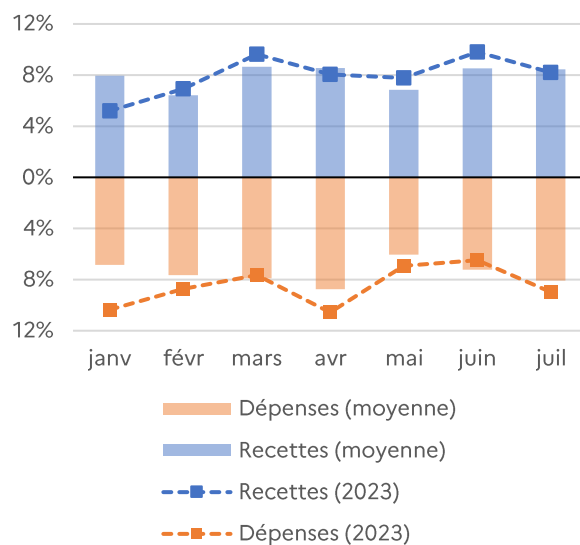


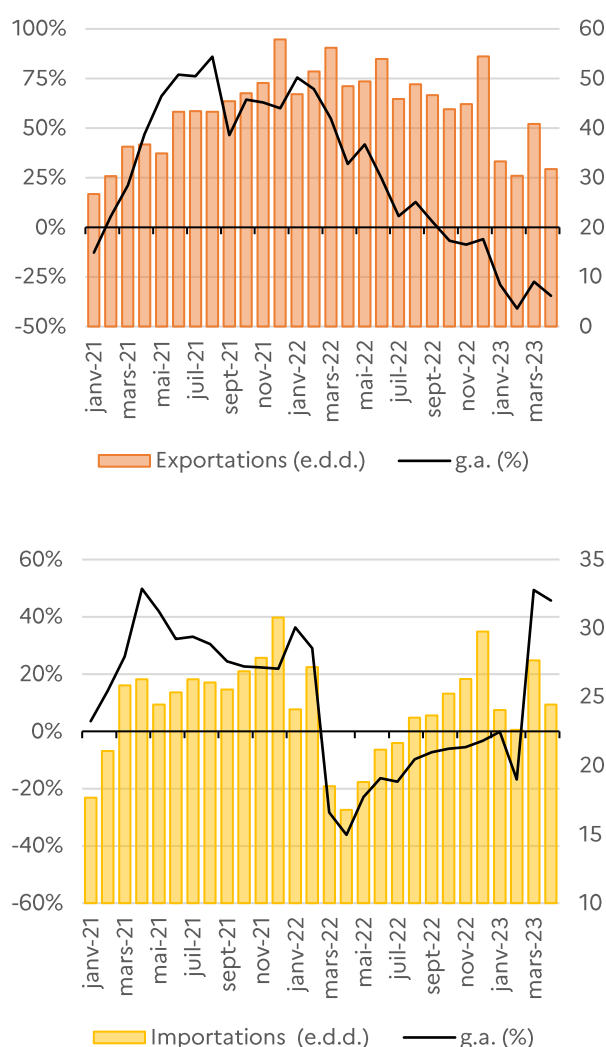
Figure 2. Exécution de l'enveloppe budgétaire comparée à la moyenne de 2011-2021



Commerce extérieur

Selon la Banque de Russie, les exportations de biens en valeur ont diminué de 31% en g.a. à 173 Md USD en janvier-mai 2023, tandis que les importations ont augmenté de 19% à 125 Md USD.

Figure 3. Exportations et importations en valeur de la Russie, M USD, g.a. (%)



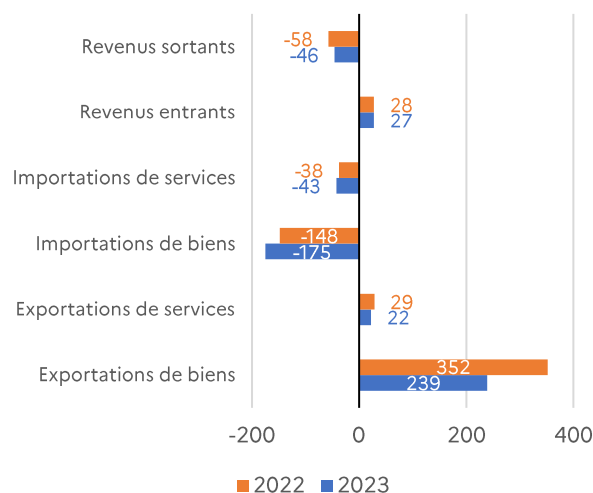
Source : Banque de Russie

Compte courant

Selon les données préliminaires de la Banque de Russie, l'excédent du compte courant en janvier-juillet 2023 s'est élevé à 25,2 Md USD, soit 2,1% du PIB prévisionnel en proportion sur l'année, contre un excédent de 165,4 Md USD sur la même période en 2022. L'excédent de la balance commerciale s'est établi à 64,4 Md USD en janvier-juillet 2023, en baisse de 68% par rapport à la même période en 2022 (204 Md USD), reflétant à la fois une baisse des exportations de biens en valeur (-32%) et un rétablissement des importations (+18%).

Le déficit du solde des services a augmenté de 129% à 20,4 Md USD sous l'effet d'une forte hausse de la demande de services touristiques à l'étranger. Le déficit des revenus a diminué de 37% à 18,8 Md USD en raison d'une baisse des dividendes versées par les entreprises russes par rapport à 2022.

Figure 4. Composantes du compte courant en janvier-juillet, Md USD



Source : Banque de Russie

Selon une nouvelle estimation, l'excédent du compte courant s'est élevé à 23,4 Md USD au 1^{er} semestre 2023, contre 20,2 Md USD précédemment. Initialement annoncé en déficit à -1,4 Md USD en juin, le compte courant a

finally enregistré un excédent de 1,2 Md USD au cours de ce mois.

Dettes externes

Selon la Banque centrale, la dette extérieure totale de la Fédération de Russie a diminué de 26,9% en g.a. à 347,7 Md USD au 1^{er} juillet 2023, soit 16,9% du PIB prévisionnel (prévision du FMI). Cette dette reposait majoritairement sur le secteur privé non financier (62% du total), le reste se répartissant entre les administrations (11%) et la Banque centrale et le secteur bancaire (27%). Sur une année glissante, la dette des administrations a été divisée par deux, celle du secteur privé a diminué d'un quart et celle du secteur bancaire de 17%.

Fonds souverains

Au 1^{er} août 2023, le montant du Fonds du Bien-Être National s'est établi à 146,3 Md USD, soit une baisse de 26,2% en g.a. En roubles, ce montant a augmenté de 9,5% en g.a. à 13 313,5 Md RUB et représente 8,9% du PIB prévisionnel 2023. La part liquide représente 79 Md USD (-44,1% en g.a.) ou 7 183,4 Md RUB, en baisse de 17,1% en g.a. (4,8% du PIB prévisionnel 2023). En juillet, 44,4 Md RUB ont été prélevés au titre du financement du déficit fédéral.

Inflation

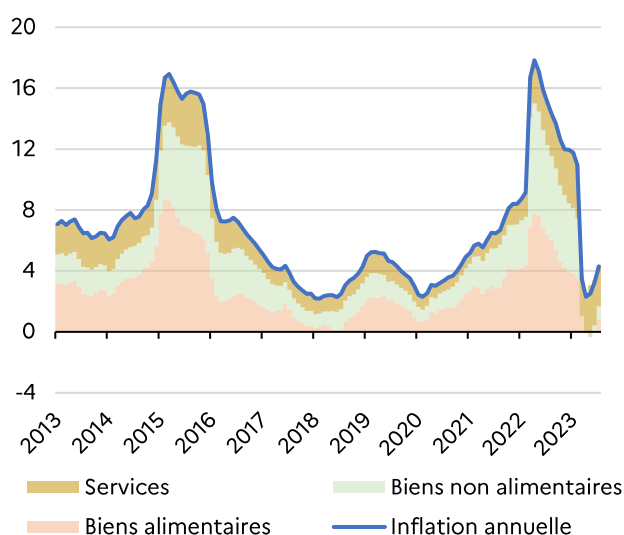
L'inflation annuelle a accéléré à 4,3% en juillet 2023, contre 3,25% en juin 2023. La hausse des prix a nettement accéléré pour les biens alimentaires (+2,2%, contre +0,2% en juin) et les biens non alimentaires (+2,4%, contre +1% en juin), tandis que celle des services a légèrement ralenti (+10%, contre +10,9% en juin). Les contributions à l'inflation se sont respectivement établies à 0,8 p.p. pour les biens alimentaires et biens non alimentaires, et 2,7 p.p. pour les services. L'inflation sous-jacente a également progressé à +3,18% en g.a. en juillet (2,44% en juin).

En glissement mensuel, l'IPC a augmenté de 0,63% en juillet (contre 0,37% en juin). Les biens non alimentaires ont vu leur prix augmenter de 0,91% (contre 0,42% en juin) et ont été les principaux contributeurs à la hausse des prix (+0,32 p.p.), suivis des biens alimentaires (+0,49%, contribution de 0,18 p.p.) et des services (+0,48%, contribution de 0,13 p.p.).

Cette accélération de l'inflation, déjà manifeste dans les données hebdomadaires, était attendu dans un contexte de dépréciation continue du rouble : selon les experts du Centre de développement de la Haute École d'Économie de Moscou, la dépréciation du rouble (de 30% par rapport au dollar depuis le début de l'année) contribuerait à une hausse de l'inflation à 1,5 à 3 p.p. sur l'ensemble de l'année.

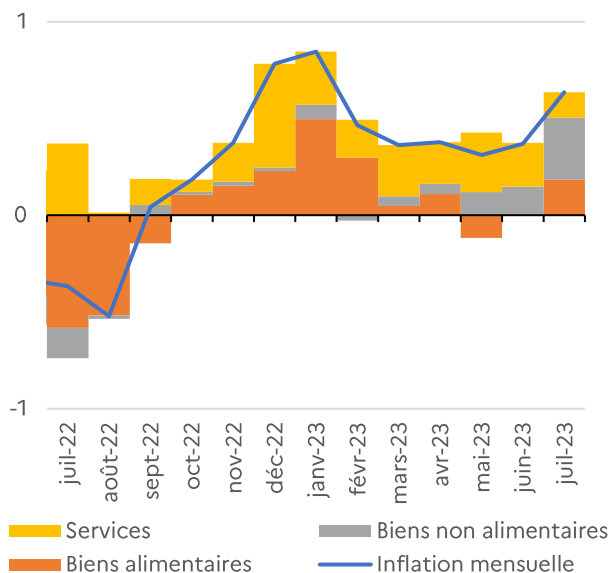
L'inflation s'est établie à 0,01% entre le 1^{er} et le 7 août. Elle a atteint 4,43% en glissement annuel au 7 août, et 3,42% depuis le début de l'année.

Figure 5. Inflation annuelle et composantes, %, p.p.



Source : Rosstat, calculs du SER

Figure 6. Inflation mensuelle et contributions, %
p.p.



Source : Rosstat, calculs du SER

Marché des changes

La Banque de Russie a annoncé renoncer aux achats de devises prévus dans le cadre de la règle budgétaire à partir du 10 août 2023 et jusqu'à la fin de l'année afin de limiter la volatilité des marchés financiers. Cette décision vise à éviter d'exercer une pression à la dépréciation supplémentaire sur le rouble, qui a perdu près de 40% de sa valeur par rapport au dollar depuis le dernier trimestre 2022.

L'impact de cette décision sur le taux de change du rouble devrait cependant être limité au regard de la faiblesse des montants : les achats étaient prévus à hauteur de 40,5 Md RUB (427 M USD) du 7 août au 6 septembre 2023 (1,8 Md RUB par jour). **Par ailleurs, la Banque de Russie procèdera comme prévu aux ventes de devises (2,3 Md RUB par jour) liées à l'investissement des actifs du Fonds souverain.**

¹ Selon cette règle, les dépenses publiques sont plafonnées par la somme des recettes budgétaires non liées aux hydrocarbures et des recettes pétrogazières de base. Les

Cette décision conduit à un **abandon effectif de la règle budgétaire** au moins jusqu'en 2024. Pour mémoire, cette règle révisée l'an dernier comprenait deux composantes :

- **Le plafonnement des dépenses publiques¹** dont l'application a été repoussée à 2025.
- **L'achat/vente de devises** selon le montant des recettes pétrolières et gazières perçues sur un mois rapporté à un seuil de base (8000 Md RUB répartis sur 12 mois en 2023).

La décision de la Banque de Russie souligne les imperfections de la règle dans sa version actuelle, dont les analystes avaient signalé qu'elle risquait d'auto-entretenir la dépréciation du rouble du fait de sa décorrélation avec le prix du pétrole (cf [Nouvelles économiques d'Eurasie du 7 juillet 2023](#)).

Politique monétaire

Les [Principales orientations de la politique monétaire en 2024-2026](#) ont été publiées par la Banque de Russie (BdR). Ce document rappelle les éléments fondamentaux de la politique monétaire, qui demeurent inchangés :

- Objectif de **maintien d'une inflation annuelle à un niveau proche de 4%** ;
- Maintien d'un **régime de change flottant**, garantie de l'autonomie de la politique monétaire.

La Banque de Russie note que **les canaux de transmission de la politique monétaire au taux de change ont évolué depuis 2022**. Si les variations du taux directeur affectaient auparavant le taux de change du rouble par le canal du coût des instruments financiers et des flux de capitaux, les restrictions en vigueur réduisent l'importance de ce canal. La transmission se fait désormais davantage par le biais de l'évolution de la demande intérieure, qui

recettes supplémentaires ne peuvent être dépensées et viennent alimenter les réserves du Fonds souverain via l'achat de devises.

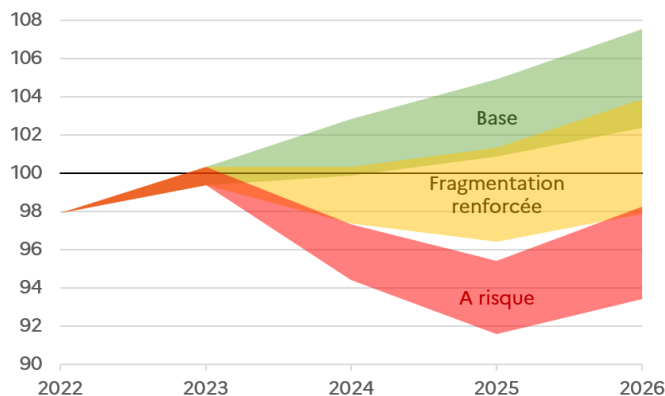
détermine la demande d'importations et affecte ainsi la balance commerciale.

La Banque de Russie a élaboré trois scénarios de croissance possibles pour la Russie jusqu'en 2026. Contrairement aux exercices précédents, la BdR n'envisage pas de scénario plus positif que le scénario de base, qui prévoit une croissance comprise entre 1,5% et 2,5% en 2023, 0,5% et 2,5% en 2024, 1% et 2% en 2025 et 1,5% et 2,5% en 2026.

Le **premier scénario alternatif**, nommé « **Renforcement de la fragmentation** », décrit l'impact sur l'économie russe d'une poursuite du phénomène de régionalisation de l'économie mondiale lié aux tensions géopolitiques, qui s'accompagnerait de sanctions supplémentaires contre la Russie. Ce scénario s'accompagnerait d'une croissance mondiale plus faible provoquant une baisse du prix du pétrole et de la demande d'exportations russes. Ces évolutions provoqueraient un ralentissement de la croissance, accentué par le durcissement de la politique monétaire, qui serait lui-même une réponse à une hausse de l'inflation liée à de nouvelles sanctions sur les importations. Dans ce scénario, la Russie connaîtrait une récession en 2024 (-2% à 0%) et une reprise incertaine en 2025 (-1% à 1%). L'inflation serait comprise entre 5 et 7% en 2024 (contre 4% selon le scénario de base).

Le **deuxième scénario alternatif** appelé « **Scénario à risque** » envisage une crise financière résultant de l'impact de la hausse mondiale des taux directeurs sur la valeur des actifs. Dans cette situation, la demande mondiale chuterait et provoquerait une récession dans la zone euro et aux États-Unis, entraînant avec elle une chute du prix des hydrocarbures. Dans ce scénario, la Russie connaîtrait deux années de récession en 2024 (-5% à -3%) et 2025 (-4,5% à -3,5%). L'inflation accélérerait à 11-13% fin 2024, provoquant une hausse du taux directeur à 12,5%-13,5%.

Figure 7. Scénarios de croissance de la Banque de Russie, PIB en niveau, 2021 = 100



Source : Banque de Russie, calculs du SER

Réserves

Les réserves de change de la Russie se sont établies à 590 Md USD au 1^{er} août 2023, en hausse de 1,3% en g.m. et de 2,3% en g.a.

Biélorussie

Réserves

Au 1^{er} août 2023, les réserves de change s'élevaient à 8 Md USD – soit une hausse de 5,4% en g.a. – couvrant 2,9 mois d'importations. Les réserves sont constituées à 42,8% de l'or, à 39,7% de réserves en devises et à 17,5% de DST.

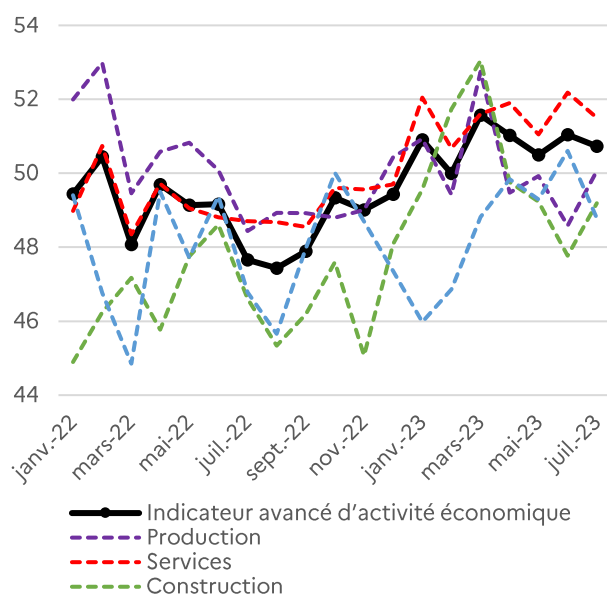
Kazakhstan

Activité

L'indicateur avancé d'activité économique de la Banque nationale du Kazakhstan a diminué à 50,7 points en juillet 2023, contre 51 points en

juin². L'indicateur a diminué dans le secteur des services (51,5 contre 52,2 en juin). Il s'est amélioré dans la production (50,1 contre 48,6 en juin) et dans la construction (49,2 contre 47,8 en juin). Dans les industries extractives, l'indicateur est retombé en territoire négatif (48,8, contre 50,6 en juin).

Figure 8. Indicateur avancé d'activité économique au Kazakhstan



Source: Banque nationale du Kazakhstan

Endettement public

La dette publique totale – directe et garantie – du Kazakhstan a atteint 29 901 Md KZT (65,8 Md USD) fin juin 2023, soit environ 25,9% du PIB et une hausse de 22,8% en g.a.

Salaires

Les salaires réels ont augmenté de 1,2% au 2^e trimestre 2023 en g.a. Les salaires nominaux ont augmenté de 17,1% en g.a. sur cette période.

² Un indice au-dessus de 50 points correspond à une progression.

Ouzbékistan

Réserves

Au 1^{er} août 2023, les réserves internationales de l'Ouzbékistan se sont établies à 33,6 Md USD, soit environ 10,9 mois d'importations et une baisse de 2,8% en g.a.

Arménie

Activité

Les ventes de détail ont augmenté de 5,2% au 1^{er} semestre 2023 en g.a. et de 8,7% en juin.

Moldavie

Inflation

L'inflation annuelle a ralenti à 10,8% en juillet 2022 (13,2% en juin). L'indice des prix à la consommation a augmenté de 11,5% pour les produits alimentaires, de 5,4% pour les produits non alimentaires et de 18,1% pour les services.

Réserves

Les réserves de change de la Moldavie se sont élevées à 5 Md USD fin juillet 2023, en hausse de 35% en g.a. Elles représentent 5,8 mois d'importations. Les réserves sont constituées quasiment à 100% de devises.

Kirghizstan

Activité

Le PIB a augmenté de 2,9% en janvier-juillet 2023 en g.a. Au cours de cette période, la production industrielle a diminué de 1,8%, tandis que les ventes de détail ont augmenté de 8%.

Commerce extérieur

Le solde commercial a été déficitaire à hauteur de 4,1 Md USD au 1^{er} semestre 2023, contre un déficit de 3,2 Md USD sur la même période en 2022. Les importations se sont établies à 5,4 Md USD, en hausse de 30,3% en g.a., tandis que les exportations ont augmenté de 34,6% en g.a. à 1 306,7 M USD.

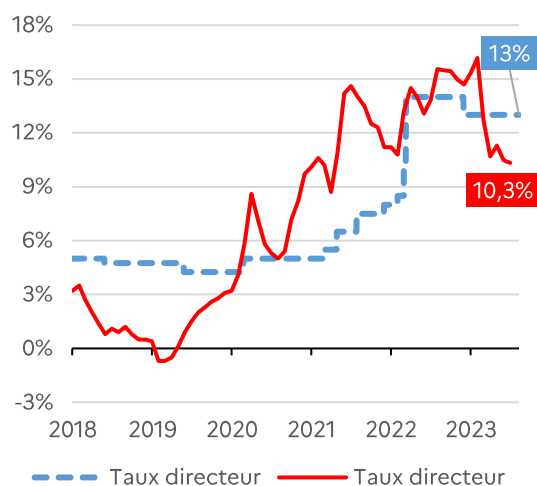
Investissement

L'investissement en capital fixe a augmenté de 11,1% en janvier-juillet 2023 en g.a.

Inflation

L'inflation annuelle a atteint 10,3% en juillet 2023, contre 10,5% en juin.

Figure 9. Inflation et politique monétaire



Source : Banque nationale du Kirghizstan, Comité de statistiques du Kirghizstan

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%	1,4%*	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%*	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).

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	6%	-5,4%	4,6%	-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		26/05/23	Depuis
Russie	4,3%	3,3%	2,5%	2,3%	3,5%	4%	7,5%	Sept-22
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		2,9%	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-22
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		2,4%	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	45,9%	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