

NOUVELLES ÉCONOMIQUES de L'EURASIE

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

Une publication du Service économique régional de Moscou
N°132 – 22 mars 2024

Sommaire

Zoom sur la situation économique et financière de l'Ouzbékistan	2
Russie	6
Décision de politique monétaire	6
Compte courant	7
Inflation	7
Endettement public	7
Retrait d'agrément bancaire	7
Kazakhstan	8
Activité	8
Inflation	8

Ouzbékistan	8
Politique monétaire	8
Activité	8
Biélorussie	8
Activité	8
Arménie	8
Activité	8
Endettement public	9
Kirghizstan	9
Budget	9
Tableaux de synthèse	10

Zoom sur la situation économique et financière de l'Ouzbékistan

L'Ouzbékistan, deuxième économie et pays le plus peuplé d'Asie centrale (PIB nominal de 90,4 Md USD et 36,8 M d'habitants en 2023) a enregistré une croissance solide en 2023, dans la lignée des années précédentes, galvanisée par d'importants afflux de capitaux. La situation financière du pays s'est quelque peu dégradée en lien avec la crise énergétique hivernale et un soutien budgétaire important à l'économie. La mise en œuvre des réformes structurelles demeure cruciale pour faire face aux besoins de développement du pays et pérenniser sa trajectoire de croissance actuelle.

I. Un bilan macro-économique globalement positif en 2023

La croissance de l'économie ouzbèke a accéléré à 6% en 2023, après 5,7% en 2022. Cette progression de l'activité a reposé sur une base sectorielle large, avec des taux de croissance atteignant 13% dans les services, 6% dans l'industrie – essentiellement manufacturière, à +6,7% – et +4,1% dans l'agriculture. Le secteur tertiaire pris au sens large a ainsi été le principal contributeur à la croissance, à hauteur de 40% du total ou 2,4 points de pourcentage (p.p.), suivi par l'industrie à 1,5 p.p. et l'agriculture à 0,9 p.p.

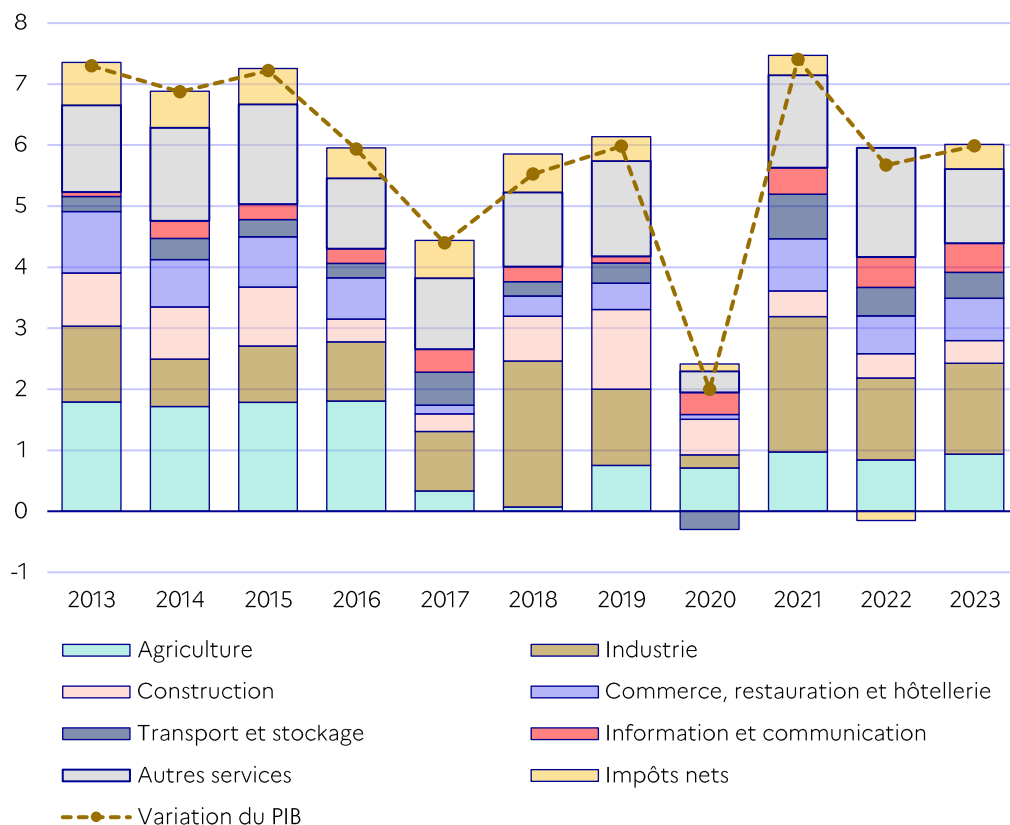
L'activité a été stimulée par une politique budgétaire expansionniste et des flux de capitaux toujours significatifs soutenant la consommation et l'investissement. Selon les données communiquées par la Banque centrale d'Ouzbékistan (BCO), les envois de fonds entrants par les travailleurs depuis l'étranger ont atteint 11,4 Md USD (soit 12,6% du PIB), un résultat en baisse d'un tiers par rapport à 2022, mais toujours supérieur au niveau pré-guerre (+40% par rapport à 2021)¹. Les flux d'investissements directs étrangers (IDE) auraient atteint 1,4 Md USD sur les 9 premiers mois de l'année, en baisse de 21% par rapport à l'année passée. Combinés à une politique budgétaire accommodante, avec un déficit public estimé à 5,5% du PIB sur l'année, ces facteurs ont contribué à une croissance des dépenses de consommation finale des ménages de 5,7% sur les 9 premiers mois de l'année, et à une augmentation de la formation brute de capital fixe de 11,8%.

En 2024, les autorités ouzbèkes anticipent le maintien de la trajectoire de croissance actuelle. La BCO prévoit une croissance comprise entre 5,5% et 6% au terme de l'année en cours, tandis que le FMI se montre légèrement plus pessimiste à +5,2% sur le fondement d'un ralentissement

¹ L'attractivité de la Russie a décliné dans un contexte d'affaiblissement du rouble et de risques accrus pour les travailleurs migrants. Elle reste cependant de très loin le premier fournisseur de ces revenus (78% du total).

de la croissance dans les économies partenaires et d'une consolidation des finances publiques.

Figure 1. PIB et contributions à la croissance, %, g.a.

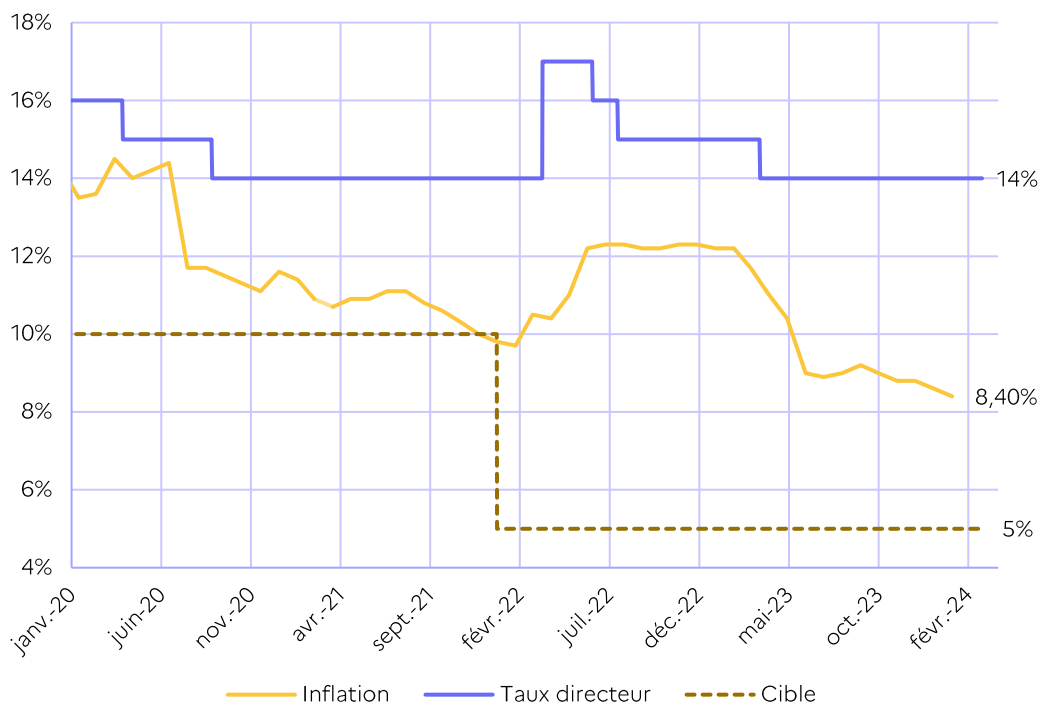


Sources : Agence de statistiques d'Ouzbékistan, calculs du SER

L'inflation annuelle a reflué pour s'établir à 8,8% en fin d'année 2023, contre 12,3% fin 2022. Cette amélioration traduit les effets du maintien d'une politique monétaire restrictive, avec un taux directeur d'intérêt réel positif tout au long de l'année 2023 (taux directeur abaissé à 14% en mars 2023 et maintenu à ce niveau depuis lors), la modération des prix de l'énergie et des biens alimentaires ainsi que l'effet de base statistique associé au pic inflationniste de 2022. L'inflation alimentaire (+9,7%) demeure le principal moteur de l'inflation.

Les efforts de lutte contre l'inflation devront s'inscrire dans le temps long pour atteindre l'objectif fixé par les autorités. La BCO avait été contrainte de reporter son objectif d'une inflation réduite à 5% fin 2024 au 2^{ème} semestre 2025 en raison des conséquences de la guerre en Ukraine. La réduction souhaitée de l'inflation serait compliquée, d'une part, par l'augmentation prévue des tarifs de l'électricité en 2024, qui pourrait engendrer 3 à 4 points d'inflation supplémentaires, et, d'autre part, par la faiblesse de la transmission de la politique monétaire. La BCO prévoit ainsi le maintien de son taux directeur actuel jusqu'au retour à la cible, et anticipe une inflation annuelle comprise entre 8 et 9% fin 2024.

Figure 2. Inflation annuelle et politique monétaire



Sources : Agence de statistiques d'Ouzbékistan, Banque centrale d'Ouzbékistan

II. Un besoin de financement en hausse sur fond de réformes structurelles poussives

Le déficit public a atteint 5,5% du PIB en 2023, en hausse de 1,4 p.p. par rapport à l'année passée. L'objectif de déficit défini à 3% du PIB n'a pas pu être tenu en conséquence de la crise énergétique du 1^{er} semestre, qui a nécessité l'importation en urgence de gaz, mais aussi d'une hausse des dépenses publiques provoquées par la hausse des salaires dans la fonction publique (+14,5%), du maintien d'une politique de subvention généreuse – dont report des hausses des tarifs de l'énergie pour les ménages – et des élections présidentielles. Le financement du déficit a combiné de l'endettement, notamment via l'émission d'euro-obligations à hauteur de 1,1% du PIB en octobre 2023 et un soutien budgétaire conséquent des IFIs. La dette publique du pays demeure modérée à 38,4% du PIB fin 2023, et soutenable compte tenu de la prévalence de sa part concessionnelle (90% du total).

Les autorités entendent consolider progressivement le budget au cours des années à venir. Le déficit public serait ramené à 4% en 2024, puis 3% en 2025 grâce à la réduction progressive des subventions énergétiques et à une mobilisation accrue des revenus. Dans ce cadre, l'Ouzbékistan devrait bénéficier à partir d'avril 2024 d'un programme d'assistance technique du FMI en matière budgétaire, qui viserait notamment à améliorer la collecte de l'impôt sur le revenu dans un pays où la part de l'économie souterraine atteindrait 40 à 50% du PIB, selon les estimations de la Banque mondiale.

Le compte courant aurait enregistré un déficit proche de 7% du PIB après avoir été quasiment à l'équilibre en 2023. Le déficit de la balance commerciale s'est accentué du fait d'une augmentation des importations (+21% sur 9 mois) plus rapide que celle des exportations (+13%), et

compensée dans une moindre mesure par des flux de revenus en diminution (-17% pour les revenus secondaires). Ce déficit devrait rester important au cours des prochaines années, alors que la croissance rapide de l'Ouzbékistan alimente la demande d'importations et le besoin en investissements. Le financement du déficit courant ne semble pas devoir poser problème étant donné le niveau de réserves confortables du pays (32,2 Md USD au 1^{er} mars 2024, soit 10 mois d'importations), l'afflux d'IDE et le soutien financier des IFIs.

Le secteur bancaire croît rapidement et apparaît relativement stable. Le portefeuille total de crédits du secteur a augmenté de 20% en un an au 1^{er} février 2024 (dont une hausse de 47% pour le crédit aux ménages). Les ratios prudentiels sont respectés dans leur ensemble, et le taux de créances douteuses était relativement réduit à 4,3%. Ce développement est toutefois bridé par la lenteur des réformes structurelles. Le poids de l'État demeure prépondérant à 67% des actifs bancaires totaux, et sa réduction à 40% d'ici à 2025 – objectif maintenu par les autorités – semble incertaine alors que le processus de privatisation progresse difficilement. La capacité des banques à financer l'économie repose toujours sur de larges subventions publiques – environ 30% du portefeuille total de crédit serait subventionné – notamment dans l'agriculture et l'immobilier, ce alors que les taux d'intérêts de marché restent prohibitifs à plus de 20%. La confiance limitée des agents économiques dans le système bancaire se traduit par la faiblesse des dépôts (environ 20% du PIB), limitant la capacité de financement des banques.

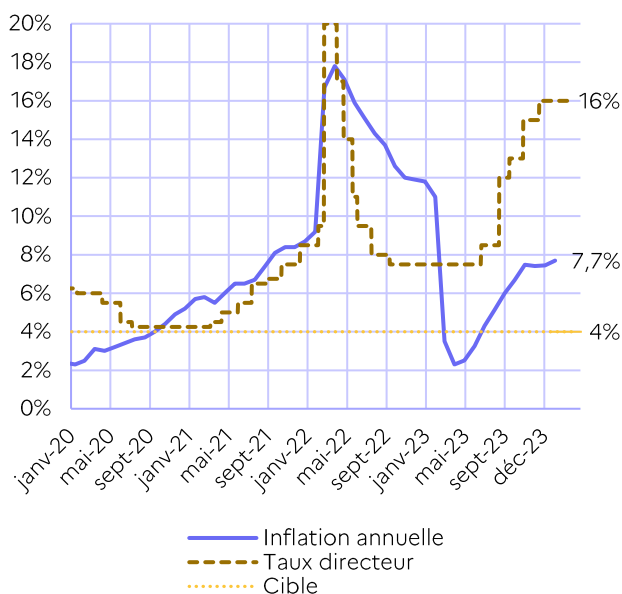
Russie

Décision de politique monétaire

Le 22 mars 2024, la Banque de Russie (BdR) a décidé de maintenir son taux directeur à 16% pour la deuxième fois consécutive. Cette décision s'est avérée conforme aux prévisions de la majorité des analystes. Tout comme lors de sa précédente réunion, la BdR a maintenu un signal neutre quant à l'orientation de ses décisions futures et ne laisse pas entrevoir de possible baisse de taux pour l'heure: « le retour à la cible d'inflation nécessite le maintien durable de conditions monétaires restrictives dans l'économie »².

Selon la gouverneure de la BdR Elvira Nabioullina, seul le maintien du taux directeur au niveau actuel a été envisagé lors de la réunion. La baisse des taux ne serait envisageable qu'à partir de la deuxième moitié de l'année 2024, alors que l'effet du resserrement de la politique monétaire devrait être maximale au 2^e trimestre. Le délai de transmission de la hausse des taux à l'économie serait toujours estimé entre 3 et 6 trimestres.

Figure 1. Inflation et politique monétaire



Source : Banque de Russie, Rosstat

L'analyse de la situation macroéconomique et des risques inflationnistes reste globalement inchangée par rapport à février dernier. Selon la BdR, l'inflation a ralenti en mars 2024, avec une dynamique néanmoins inégale selon les secteurs (baisse de l'inflation des biens, accélération dans les services, stabilité de l'inflation sous-jacente). L'inflation reste stimulée par une forte demande intérieure et se maintient au-dessus du niveau souhaitable pour revenir à la cible. **Les risques de reprise de l'inflation continuent de prévaloir** en lien avec le maintien d'anticipations d'inflation élevées et désancrées – bien qu'en diminution début 2024 –, une économie croissant au-delà de son potentiel (*output gap* positif) au 1^{er} trimestre 2024, les risques de renforcement de restrictions sur le commerce extérieur et une politique budgétaire potentiellement accommodante.

Au cours de sa conférence de presse, E. Nabioullina a relevé plusieurs évolutions susceptibles d'affecter la conduite de la politique monétaire :

- **Les tensions sur le marché du travail se seraient de nouveau renforcées** après une brève stabilisation en début d'année. Les ressources en capital et en travail seraient toujours exploitées à plein régime ;
- **L'activité économique aurait accéléré au T1 2024** après avoir légèrement ralenti au T4 2023, un phénomène inédit en période de durcissement de la politique monétaire ;
- **La distribution de crédit ralentirait de façon inégale**, et resterait dynamique au niveau du crédit à la consommation ;
- **Les annonces présidentielles de fin février devraient conduire à une révision des prévisions** de la BdR en fonction de leur effet sur le budget.

La gouverneure de la BdR a par ailleurs estimé que les perturbations du marché du carburant consécutives aux attaques

² Cf [Nouvelles économiques de l'Eurasie du 16 février 2024](#).

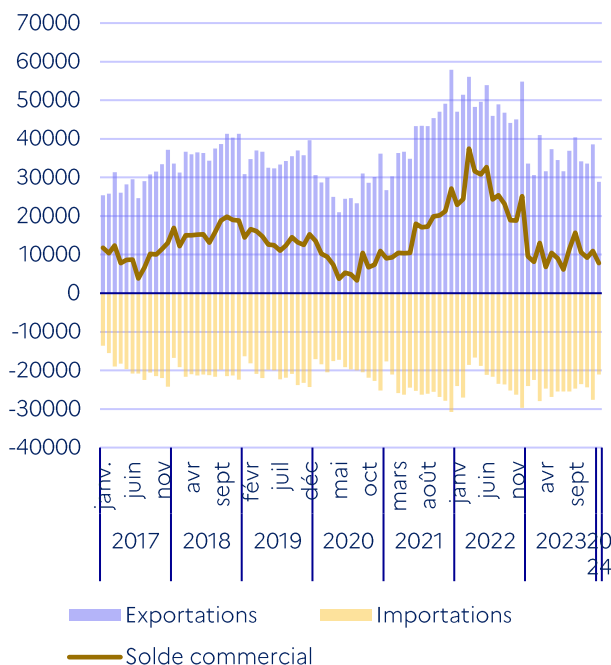
ukrainiennes sur l'infrastructure pétrolière ne devraient pas affecter significativement les prévisions d'inflation.

Compte courant

Selon les données préliminaires de la Banque de Russie, l'excédent du compte courant en janvier-février 2024 s'est élevé à 9,7 Md USD, contre un excédent de 8,5 Md USD sur la même période en 2023. L'excédent commercial a diminué de 17,7 Md USD à 17 Md USD, mais cette baisse a été compensée par des déficits plus contenus de la balance des services (en baisse de 26,7% à 3,3 Md USD) et des revenus (en baisse de 14,9% à 4 Md USD).

En janvier 2024, les exportations russes de biens se sont élevées à 28,9 Md USD, en baisse de 14,1% en g.a. Il s'agit du plus faible montant d'exportations en valeur enregistré depuis le début de l'année 2021. Les importations ont atteint 21 Md USD, soit 12,6% de moins qu'en janvier 2023.

Figure 2. Balance commerciale russe, M USD



Source : Banque de Russie

Inflation

L'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,06% entre le 12 et le 18 mars. Au 18 mars, l'inflation atteignait 7,58% en g.a., et 1,66% depuis le début de l'année.

L'indice des prix de la production industrielle a progressé de 19,5% en g.a. en février 2024, contre 19,4% en janvier.

Endettement public

La dette publique externe atteignait 2,8% du PIB prévisionnel (prévision du FMI), soit 53,1 Md USD au 1^{er} mars 2024, en baisse de 6,4% en g.a.

La dette publique interne a augmenté de 9,7% au 1^{er} mars 2024 en g.a. et atteint 20 990 Md RUB (231 Md USD), soit 12,4% du PIB prévisionnel (prévision

Retrait d'agrément bancaire

La Banque de Russie a annoncé le 22 mars 2024 le retrait de l'agrément bancaire de la banque Strela, 321^e banque russe par les actifs. Cette décision fait suite au retrait de la licence bancaire de Qiwi Bank le 21 février dernier. Selon le communiqué publié par la banque centrale, Strela était spécialisée dans le transfert de fonds entre Qiwi et d'autres acteurs du marché bancaire, et servait plus particulièrement à faciliter des transactions associées à l'économie souterraine (échanges de cryptomonnaies, casinos virtuels, etc.).

La Banque de Russie a chargé l'agence publique d'assurance des dépôts de l'administration temporaire de la banque. Elle procédera également à l'indemnisation des déposants.

Kazakhstan

Activité

Le PIB a augmenté de 4,2% en g.a. en janvier-février 2024. Le secteur de la construction a enregistré la plus forte croissance (+12,7% en g.a.). L'activité du secteur manufacturier a augmenté de 7,4%.

Inflation

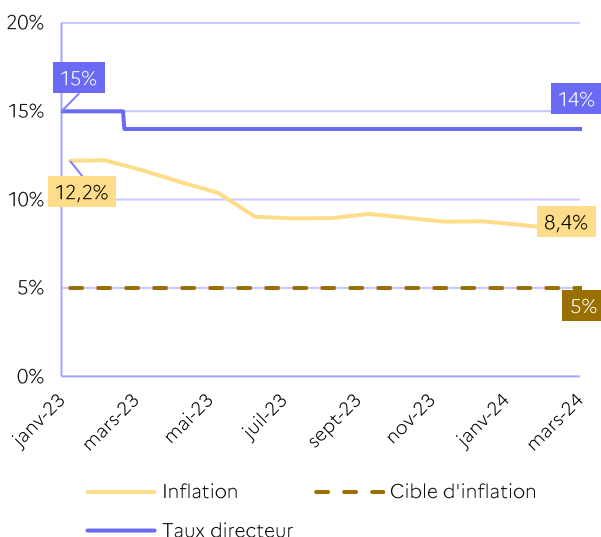
Les anticipations d'inflation à 12 mois se sont élevées à 14,6% en février 2024, contre 14,4% en janvier. L'inflation perçue au cours des 12 derniers mois a continué de ralentir à 16,3%, contre 16,6% en janvier.

Ouzbékistan

Politique monétaire

Le 14 mars 2024, la Banque centrale a décidé de maintenir son taux directeur à 14%. L'inflation annuelle a baissé à 8,4% en février pour la cible d'inflation fixée à 5%. L'inflation des services s'accélère. En outre, les anticipations de l'inflation restent élevées.

Figure 3. Inflation et politique monétaire



Commerce extérieur

Le déficit commercial s'est établi à 2 656 M USD en janvier-février 2024, contre un déficit de 2 587,8 M USD sur la même période de l'année 2023. Les exportations ont augmenté de 13,6% à 3 631,5 M USD, soit 36,6% du PIB, tandis que les importations ont augmenté de 8,7% à 6 287,5 M USD, soit 63,4% du PIB.

Activité

Les ventes de détail ont progressé de 9,9% en janvier-février 2024 en g.a., contre +0,2% en janvier-février 2023. Les ventes de détails sont majoritairement réalisées par les petites entreprises et entrepreneurs individuels (84%).

La production industrielle a augmenté de 16,4% en g.a. en janvier-février 2024, contre une baisse de 3,9% en g.a. en janvier-février 2023. Le secteur manufacturier, dont la part dans la production industrielle totale atteint 77,8%, a enregistré une croissance de 20% en g.a. L'activité des industries extractives n'a augmenté que de 0,5% en g.a.

Biélorussie

Activité

Le PIB a augmenté de 4% en g.a. en janvier-février 2024. Sur cette période, la production industrielle a augmenté de 7,1% (+8,8% en février), dont une hausse de 7,1% pour les industries extractives et de 6,7% pour le secteur manufacturier, et les ventes de détail ont progressé de 12,6%.

Arménie

Activité

Les ventes de détail ont augmenté de 4,1% en g.a. en janvier 2024.

Endettement public

La dette publique s'est établie à 4 828,7 Md AMD (40% du PIB) ou 11,9 Md USD fin février 2024, en hausse de 15,4% en g.a. en drams et de 11% en dollars

Kirghizstan

Budget

L'excédent du budget de l'État a atteint 8,9 Md KGS (100 M USD) en janvier 2024, soit 12,2% du PIB prévisionnel.

Tableaux de synthèse

CROISSANCE ET PRÉVISIONS	Variation du PIB, g.a.						Prévisions FMI, g.a.		PIB nominal		Population, M hab.
	T4 23	T3 23	T2 23	T1 23	2023	2022	2023	2024	Md USD	Par hab., USD	2022
	2022										
Russie	5,1%	5,5%	4,9%	-1,8%	3,6%	-2,1%	3%	2,6%	2244	15 646	146,4*
Kazakhstan				5%	5,1%	3,2%	4,8%	3,1%	226	11 409	19,8
Ouzbékistan					6%	5,7%	5,5%	5,5%	80	2 280	36,2
Biélorussie					3,9%	-4,7%	1,6%	1,3%	73	7 869	9,3
Arménie	7,8%	7,4%	9,1%	12,1%	8,7%	12,6%	7%	5%	20	6 587	3
Kirghizstan					6,2%	6,3%	4,2%	4,4%	12	1 718	7,1
Tadjikistan					8,3%	8%	6,5%	5%	10	1 066	10

*Comprend la population des régions ukrainiennes annexées illégalement par la Russie depuis 2014 (appartenance à la Russie non reconnue par la France)

ACTIVITÉ	Production industrielle, g.a.			Ventes de détail, g.a.			Chômage		
	2023	9M 23	2022	2023	9M 23	2022	T4 23	2023	2022
Russie	3,5%	3,3%	0,6%	6,4%	4,7%	-6,5%	2,9%	3,2%	3,9%
Kazakhstan	4,3%	4,4%	1,1%	7,7%	7,2%	2,1%	4,7%		4,9%
Ouzbékistan	6%	5,7%	5,3%	9,1%	7%	12,3%			8,9%
Biélorussie	7,7%	8,1%	-5,4%	8,5%	6,7%	-3,7%	3,5%		3,6%
Arménie	4,1%	-0,6%	7,9%	11,1%	7,1%	4,4%*			
Kirghizstan	2,7%	0,7%	11,4%	10,9%	6,8%	6,5%			
Tadjikistan	10,9%		15,4%						

INDICES PMI	PMI manufacturier			PMI services		
	Fév-24	Jan-24	Déc-23	Fév-24	Jan-24	Déc-23
Russie	54,7	52,4	54,6	51,1	54,6	55,7
Kazakhstan	49,8	50,5	48,6	48,5	49,8	51,4

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle						Cible d'inflation	Taux directeur	
	Fév-24	Jan-24	Déc-23	Nov-23	Oct-23	Sept-23		Actuel	Depuis
Russie	7,7%	7,4%	7,4%	7,5%	6,7%	6%	4%	16%	Déc-23
Kazakhstan	9,3%	9,5%	9,8%	10,3%	10,8%	11,8%	4-5%	14,75%	Fév-24
Ouzbékistan	8,4%	8,6%	8,8%	8,8%	9%	9,2%	5%	14%	Mars-23
Biélorussie	5,6%	5,9%	5,8%	5,4%	3,7%	2%	5%	9,5%	Juin-23
Arménie	-1,7%	-0,9%	-0,6%	-0,5%	0,1%	0,1%	4%	8,5%	Mars-24
Kirghizstan	5,1%	5,9%	7,3%	8,1%	9,2%	9,6%	5-7%	13%	Nov-22
Tadjikistan	3,6%	3,8%	3,8%	3,7%	4,4%	5,1%	6% (±2)	9,5%	Fév-24

ENDETTEMENT ET RÉSERVES	Russie	Kazakhstan	Ouzbékistan	Biélorussie	Arménie	Kirghizstan	Tadjikistan
Dettes publiques (% PIB)	01/01/24	01/01/24	01/01/23	01/06/22	01/01/24	01/09/23	01/01/23
	15,8%	24%	36,4%	33%	50%	56%	34,6%
Dettes externes (% PIB)	01/01/24	01/10/23	01/04/22	01/07/23	01/10/23	01/07/23	01/07/2023
	17,5%	62,4%	59,3%	50,1%	62,2%	62,6%	52,2%
Réserves de change	01/01/24	01/01/24	01/12/23	01/01/24	01/01/24	01/01/24	01/06/23
Md USD	598,5*	36	34,6	8,1	3,6	3,2	3,2
Mois d'importations		6	10,4	2,1	3,3	3	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	2023	9M 23	6M 23	2022	2023	9M 23	2022
Russie	50,2	2,7%	2,9%	2,6%	10,6%	-1,9%	-1%	-2,1%
Kazakhstan	-7,7		-3,9%	-3,7%	3,1%	-2,4%	-2,5%	0%
Ouzbékistan	-4,4		-6,5%	-7%	-0,8%			-4,2%
Biélorussie	-1,5		-2%	-4,5%	3,5%			-3,9%
Arménie	-0,7		3,7%	-5,3%	0,8%	2%	1%	-2,1%
Kirghizstan	-3,4		-59%	-54,3%	-44%		2,7%	-0,3%
Tadjikistan	-0,2			-4%	15,6%		2%	-0,3%

*En proportion sur l'année

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