

# La situation économique et financière du Kazakhstan

## Une croissance vigoureuse portée par le secteur extractif

Selon les premières estimations officielles, **la croissance du PIB kazakhstanais serait de l'ordre de 4,1%** en 2018. La croissance reste donc proche des 4% atteints en 2017, tout en étant légèrement supérieure aux prévisions du Gouvernement et des bailleurs de fonds internationaux.

Comme en 2017, **cette bonne croissance est essentiellement liée à la remontée des prix des hydrocarbures** – cours moyen du baril de Brent à 71,1 USD en 2018 après 54,3 en 2017 et 43,6 USD en 2016 –, et à la hausse de la production de pétrole – notamment imputable à la montée en puissance du gisement de Kashagan –. En effet, le Kazakhstan a produit environ 90,4 M tonnes de pétrole en 2018, soit une hausse de près de 5% par rapport à 2017 (environ 86,2 M tonnes).

Les cours du pétrole ont néanmoins commencé l'année sur une moins bonne note, ce qui, avec **l'arrêt prévu au printemps de l'exploitation du gisement de Kashagan** pour environ un mois et demi – afin d'atteindre un nouveau seuil de production à 370 000 baril/jour contre 330 000 actuellement –, pourrait impacter la croissance en 2019. Après cette année palier, le développement du secteur des hydrocarbures devrait continuer de tirer la croissance kazakhstanaise avec la poursuite de la montée en puissance des gisements de Kashagan et de Tengiz, **assurant une croissance de la production jusqu'en 2023.**

D'autre part, afin de soutenir les foyers les plus défavorisés, notamment dans les régions, le Président Nazarbaïev a annoncé plusieurs mesures sociales en octobre 2018. A partir du **1<sup>er</sup> janvier 2019, les hausses des rémunérations de certains fonctionnaires ainsi que du salaire minimum – de 50% pour ce dernier** – devraient stimuler la consommation et compenser le possible ralentissement du secteur des hydrocarbures en 2019.

Plusieurs IFIs prévoient d'ores et déjà une croissance plus faible pour 2019 en comparaison avec 2018 et 2017. **Pour 2019, le Gouvernement table sur une croissance de 3,8%**, la Banque mondiale prévoit une croissance de 3,5% et le FMI de 3,1%. A noter que l'économie kazakhstanaise a enregistré une croissance nettement plus forte que l'économie russe en 2018, tendance qui devrait se poursuivre suivant les prévisions des IFIs pour les trois années à venir.

Comme la croissance, les exportations kazakhstanaïses, essentiellement composées d'hydrocarbures, ont chuté en 2015 et 2016, avant de rebondir en 2017 – +29% à 48,3 Mds USD –, tandis que les importations ont progressé de façon plus modérée en 2017 – +5% à 29,3 Mds USD –. Le solde positif de la balance commerciale a ainsi progressé de 90%, à 17,5 Mds USD – contre 9,2 Mds USD en 2016 – entraînant une diminution du déficit courant à environ 3% du PIB en 2017, soit 5,4 Mds USD selon les sources officielles.

La progression des exportations et des importations s'est poursuivie sur janvier-novembre 2018 avec respectivement +26% et +11% en g.a., **dégageant un excédent commercial de 25 Mds USD sur les 11 premiers mois de 2018, soit une hausse de 51% en g.a.**

Dans ce contexte, le déficit du compte courant sur janvier-septembre 2018 s'est réduit de 90% en g.a., s'établissant à 488 M USD. **Le déficit du compte courant devrait donc en 2018 atteindre son plus faible niveau depuis 2014.**

## Première introduction en bourse d'un grand groupe public et progression au classement *Doing business* dans une économie qui se diversifie peu

L'Etat proposait depuis plusieurs années de réduire la forte prégnance du secteur public dans l'économie, notamment des conglomérats d'Etat comme Samruk Kazyna (actifs consolidés estimés à environ 50% du PIB), dans le cadre de différents programmes de privatisations. Après plusieurs annonces, les autorités sont finalement passées à la phase de **concrétisation avec l'introduction en bourse de**

**KazAtomProm – limitée à 15% du capital – réalisée en novembre 2018.** En l'occurrence, il s'agissait même d'un actif hautement stratégique pour le pays.

Le résultat de l'opération est néanmoins plutôt mitigé. Bien qu'ayant reçu une large publicité au Kazakhstan comme première émission réalisée par le nouveau Centre financier international d'Astana (AIFC) inauguré en juillet 2018, l'essentiel de l'émission – 80% – a été réalisé à Londres. De plus, souscrite 1,7 fois, l'émission – 15% des actions – a permis de lever environ 450 M USD **valorisant le total des actions de KazAtomProm à 3 Mds USD, là où les autorités s'attendaient à une valorisation comprise entre 4 et 5 Mds USD** (85% du capital restant sous le contrôle de Samruk Kazyna). De plus, il s'avère que **le Fonds de pension unifié, contrôlé par la Banque centrale a acquis environ un tiers des actions émises** (l'ensemble des acteurs kazakhstanaïens ayant acquis environ la moitié des 15% du capital), ce qui tempère l'aspect « privatisation » de l'opération.

En 2019 et 2020 la démarche devrait se poursuivre avec les introductions en bourse prévues de KazakhTelecom, Air Astana et surtout **KazMunaiGas dont la valorisation est estimée à 6,5 Mds USD.**

Alors que de l'avis général le climat des affaires reste complexe, le Kazakhstan poursuit sa progression dans le classement *Ease of doing business* de la Banque mondiale. **Le Kazakhstan est passé de la 35<sup>ème</sup> à la 28<sup>ème</sup> place en 2018** et devance désormais la France (32<sup>ème</sup> place).

Par ailleurs, la hausse des revenus pétroliers pourrait affecter le volontarisme politique poussant vers une diversification de l'économie qui ne semble pas donner de résultats probants pour le moment. **Le poids des hydrocarbures en valeur dans les exportations kazakhstanaïennes est ainsi remonté à 70% sur janvier-novembre 2018** contre 63% sur la même période en 2017. Le commerce extérieur kazakhstanaïen semble reprendre le chemin des années précédant la baisse des cours du pétrole quand les hydrocarbures représentaient environ les trois quarts des exportations kazakhstanaïennes. Dans ce contexte, on peut constater les faibles résultats des politiques de diversification de ces dernières années sur le commerce extérieur kazakhstanaïen.

Le secteur manufacturier demeure ainsi atrophié avec un taux de localisation de la production faible. A cet égard, le Kazakhstan est dépendant de ses importations depuis la Russie et la Chine.

De son côté, l'agriculture, secteur généralement vu comme important vecteur de diversification potentielle, se développe lentement. Le Kazakhstan reste dans ce domaine essentiellement un exportateur de céréales et de farine de blé. De plus, les troubles récemment traversés par le secteur bancaire (cf. 4<sup>ème</sup> partie) mettent en lumière la faible qualité des crédits accordés au secteur agricole et le manque de solvabilité de ses acteurs. Ceci pourrait rendre plus difficile l'accès au crédit pour les acteurs de la filière, détourner les autorités de ce secteur et pousser les bailleurs de fonds et investisseurs à plus de prudence.

Enfin, comme une grande partie des pays de la zone post soviétique, le Kazakhstan connaît une économie informelle très développée. Elle serait de l'ordre de 40 % du PIB, selon les estimations de la Banque asiatique de développement, contre 16% du PIB de source officielle. Dans son adresse à la nation d'octobre 2018, le Président Nazarbayev a annoncé une réorganisation du Service d'enquêtes économiques avec pour objectif une baisse d'au moins 40 % en trois ans.

### **Une devise corrélée au rouble, une inflation stabilisée, et des finances publiques qui se redressent**

Après avoir traversé une phase de forte instabilité à partir d'août 2015 jusqu'au début de 2016 (entre août 2015 et janvier 2016, le tengue a perdu plus de 50% de sa valeur face au dollar), le tengue s'était relativement stabilisé en 2016 et 2017 (fluctuant entre 310 et 350 KZT pour 1 USD). Touché par la baisse des monnaies des pays émergents et surtout par la baisse du rouble, **le tengue a retrouvé une certaine volatilité en 2018. Sur l'ensemble de l'année la devise locale s'est dépréciée de 13,5% par rapport au dollar.**

L'observateur attentif remarquera que la Banque centrale, sans l'admettre, **essaye dans une certaine mesure de corrélérer les fluctuations de la monnaie kazakhstanaise à celles du rouble russe**. En effet, les conséquences négatives pour l'économie kazakhstanaise de la forte dévaluation du rouble par rapport au tengué en 2014-2015 ont fortement marqué les esprits. Afin d'éviter un tel scénario, la Banque centrale semble donc vouloir maintenir le tengué à un niveau proche de 5,5 tengué pour un rouble.

L'inflation, qui a connu un pic à 17,6% en août 2016 en g.a., a enregistré un ralentissement notable depuis lors. **La cible d'inflation, fixée dans une fourchette de 5 à 7% pour 2018, a été atteinte avec 5,3% d'inflation en fin de période en g.a.** Cependant, suite aux nouvelles propositions sociales du Président (cf. Première partie) et avec la dévaluation de la monnaie, l'inflation devrait conserver un rythme soutenu en 2019 et pourrait sortir du corridor cible de 4 à 6% fixé pour 2019.

Durant la phase d'instabilité monétaire, le taux directeur a été relevé à plusieurs reprises (de 12% en septembre 2015, à 17% en février 2016). Avec la baisse des tensions inflationnistes, il est redescendu progressivement pour atteindre un point bas à 9% en juin 2018. **La tendance s'est néanmoins inversée le 15 octobre 2018 lorsque, percevant un retour des risques inflationnistes, la Banque centrale a décidé d'augmenter son taux directeur de 25pdb à 9,25%** (taux encore en vigueur au 14 janvier 2019). Une nouvelle hausse du taux est probable dans le courant de l'année 2019 si les risques inflationnistes se confirment.

Malgré son annonce en septembre 2016 de ne plus intervenir sur le marché des changes, **la Banque centrale a poursuivi ses interventions, au moins de façon ponctuelle**. Elle a ainsi procédé à une vente de devises pour un montant de 101 M USD en juin 2017. Plus récemment, en octobre 2018, la Banque centrale a reconnu être **intervenue à hauteur de 520,6 M USD sur le marché des changes entre les 5 et 7 septembre 2018**. En outre, **les interventions de la Banque centrale pour le compte du Fonds national (NFRK) ou du Fonds de pensions unifié - dont elle a la gestion - sont très opaques**.

Les réserves en devises restent confortables avec 30,9 Mds USD détenus par la Banque centrale et près de **89 Mds USD au 1<sup>er</sup> janvier 2019 – soit 44 mois d'importations** – si on y ajoute les devises détenues par le Fonds national (NFRK). **Le NFRK a toutefois vu ses ressources en devises diminuer de 25% entre le 1<sup>er</sup> décembre 2014 et le 1<sup>er</sup> décembre 2018, passant de 76,7 à 57,6 Mds USD**. Le matelas reste tout de même encore conséquent et le niveau de la dette publique – 24,8% du PIB au 1<sup>er</sup> janvier 2018 selon le Ministère des Finances – reste modéré.

**Le budget de l'Etat kazakhstanaise devrait afficher un déficit de 0,7% en 2018 selon les sources officielles**. Dans sa version consolidée – incluant les revenus du NFRK qui auraient bondi de 60% en 2018 –, un excédent de presque 3% du PIB est attendu, après 6,5% de déficit en 2017 (lié notamment à l'assainissement bancaire). **Selon le FMI, le déficit non pétrolier aurait pour sa part fortement diminué, à 6,1% contre 12,7% en 2017**. Le FMI prévoit une situation comparable en 2019.

Dans le contexte d'amélioration de la situation macroéconomique (cf. première partie), **la dette extérieure a diminué de 4,2% au 1<sup>er</sup> octobre 2018 en g.a. pour atteindre 161,5 Mds USD soit près de 94% du PIB**. Elle demeure néanmoins l'une des plus élevées de la zone. Celle-ci est composée à près de 64% de prêts interentreprises – 102,8 Mds USD –, particularité qui s'explique notamment par le statut d'économie reposant sur l'exportation de matières premières et surtout d'hydrocarbures. Le pays couvre en effet ses besoins en capitaux pour mettre en exploitation des gisements comme ceux de Kashagan et Tengiz par des financements étrangers dans le cadre d'accords de partage de production. De fait, près de 80% – 82,2 Mds USD – de ces prêts interentreprises concernent l'investissement dans le secteur extractif, soit 51% du total de la dette extérieure kazakhstanaise.

A noter qu'en novembre 2018, le pays a sollicité les marchés obligataires internationaux pour la 4<sup>ème</sup> fois de son histoire et **a émis des Euroobligations libellées en euros pour la première fois (525 M EUR à 5 ans à un taux de 1,55% et 525 M EUR à 10 ans à un taux de 2,375%)**. Ces dernières ont été

sursouscrites trois fois. Le Kazakhstan tend à préférer les euroobligations en euros aux pandas bonds car l'UE est son principal partenaire commercial.

### **Le système financier toujours en proie à des problèmes de gouvernance.**

A partir de 2017, les autorités ont mis en place plusieurs mesures pour assainir le système bancaire. Dans un premier temps, le fonds de résolution contrôlé par le Ministère des Finances a été abondé par le budget de l'Etat à hauteur de **6,7 Mds USD (plus de 4% du PIB)** pour racheter les actifs problématiques de l'ancienne banque BTA (détenue par Qazkom Bank). Une fois délestée de ses créances douteuses, Qazkom Bank (2<sup>ème</sup> banque du pays) a été acquise par la première banque du pays en matière d'actifs, Halyk Bank, **à hauteur de 97% du capital pour seulement 2 tengués. Cette dernière est détenue à 88,45% par le conglomérat privé Almex dont le capital est partagé entre Dinara (50%) et Timour Koulibaïev (50%).** Après la fusion achevée en mai 2018, Halyk Bank contrôle désormais plus du tiers des actifs bancaires du pays (35,8% au 1<sup>er</sup> décembre 2018).

Dans un second temps, afin d'aider les autres banques dites « systémiques » à assainir leurs bilans grevés par les créances douteuses, la Banque centrale a lancé fin 2017 un plan d'un montant estimé à près de 2 Mds USD investis dans des obligations subordonnées – avec une échéance à 15 ans et un coupon à 4% – émises par 5 banques : Tsesna Bank, ATF, Eurasian Bank, Centercredit et RBK. Les banques ont ensuite réinvesti ces montants dans des obligations de la Banque centrale rémunérées à un taux de 8%.

Néanmoins ce renflouement sur deniers publics n'a pas été suffisant. D'une part, les banques de petite taille n'ont pas bénéficié des mêmes largesses de la part de l'Etat. En effet, entre le 3 novembre 2017 et le 19 septembre 2018, Qazak Banki, Delta Bank, Bank Astany et Eksimbank – respectivement 13<sup>ème</sup>, 14<sup>ème</sup>, 17<sup>ème</sup> et 25<sup>ème</sup> banques du pays par les actifs au 1<sup>er</sup> janvier 2017 – ont simplement vu leur licences retirées suite à des problèmes de liquidités.

D'autre part, **Tsesna Bank, deuxième banque du pays, a connu une période très difficile à partir du 2<sup>e</sup> semestre 2018.** Après plusieurs soutiens publics de grande ampleur, elle a finalement été reprise par le groupe financier **First Heartland Securities** au 1<sup>er</sup> trimestre 2019.

Le traitement inoculé au système bancaire kazakhstanais depuis 2017, soutenant particulièrement les banques dites « systémiques » aux dépens de banques de taille plus modeste, semble avoir eu pour effet de renforcer encore l'emprise des personnalités politiquement exposées (PEP) sur le système bancaire, confirmant le biais du régulateur. **En effet, parmi les dix premières banques kazakhstanaises en matière d'actifs au 1<sup>er</sup> décembre 2018, quatre, représentant 55% des actifs bancaires du pays, sont détenues par des PEP.**

La question se pose toujours de **l'évaluation réelle du niveau des NPL et de la réglementation afférente à leur classification.** En effet, le taux de NPL oscille entre 8% et 10% depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018 selon les données officielles de la Banque centrale (7,9% au 1<sup>er</sup> décembre 2018), **alors que les observateurs internationaux s'accordent sur un taux en réalité compris entre 25 et 30%.**

***In fine*, le risque macroéconomique est néanmoins limité par la taille du secteur : les crédits représentent moins du quart du PIB pour un actif bancaire total de l'ordre de 41,5% du PIB.**