



MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE, ÉNERGÉTIQUE
ET NUMÉRIQUE

Liberté
Égalité
Fraternité

Direction générale du Trésor

NOUVELLES ÉCONOMIQUES de l'EURASIE

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

Une publication du Service économique régional de Moscou
N°190 – 29 décembre 2025

Sommaire

Russie 2

Secteur bancaire 2

Budget..... 2

Activité 3

Marché du travail et revenus..... 5

Kazakhstan..... 5

Marché du travail et revenus..... 5

Arménie 6

Activité..... 6

Commerce extérieur..... 6

Tadjikistan 7

Compte courant..... 7

Tableaux de synthèse 8

Graphiques 9

Russie

Secteur bancaire

Les bénéfices nets du secteur bancaire ont atteint 394 Md RUB en novembre 2025, en hausse de 27% en g.m. En janvier-novembre, ces profits nets se sont élevés à 3 400 Md RUB, contre 3 600 Md RUB sur la même période en 2024. Malgré le ralentissement de la croissance amorcé en 2025, le secteur continue donc d'afficher une bonne performance.

Cette tendance résulte d'un dynamisme du crédit adossé à un **secteur de l'immobilier et des projets d'investissements peu sensibles à l'évolution des taux**, bien que l'interruption de subventions non ciblées tempère cette progression globale. La Banque centrale poursuit l'application de mesures macroprudentielles destinées à enrayer la ruée sur le crédit (s'étant produite en 2023-2024¹) y compris via d'autres canaux (microfinance, places de marché, paiement différé), mais aussi à travers un taux directeur qui, même abaissé depuis juin, reste élevé (16% depuis décembre).

Les ratios de fonds propres et de liquidité des banques restent satisfaisants, avec un ratio d'adéquation des fonds propres du secteur bancaire établi à 12,9% (le niveau minimal étant fixé à 8%), **tandis que la rentabilité des actifs demeure stable, à 1,9%**. Le portefeuille de crédits a donc crû moins rapidement que la capitalisation des banques, tendance occasionnée par la hausse des réserves en liquidités couvrant l'octroi des prêts.

La Banque centrale confirme néanmoins des vulnérabilités identifiées en 2025 : **le risque**

de crédit entreprise, toujours résolument dynamique ; des créances douteuses en hausse chez les grandes entreprises en parallèle d'un déclin de leur bénéfice net, ainsi que chez les PME ; la polarisation de la charge de la dette chez les ménages par produit et secteur (microcrédit, paiement différé, immobilier).

La Banque centrale considère toutefois 2025 comme une année de normalisation de l'activité qui lui permet d'affermir son arsenal macroprudentiel, au prisme d'un reflux de l'impulsion budgétaire en 2026 et d'un **marché de capitaux de plus en plus « autocentré »**. Outre les mesures de refroidissement de l'activité de crédit (surtout immobilier) adoptées en juillet 2025 puis en janvier 2026, et le relèvement des ratios d'adéquation des fonds propres, le régulateur a pris la décision de **substituer dès fin 2025 au dispositif de Bâle, en vigueur depuis 2016 dans le pays, des ratios de liquidités nationaux « reflétant les spécificités² » du marché russe**. La Banque souhaite en outre réduire l'aléa moral et a ainsi doublé la majoration appliquée aux grandes entreprises présentant un ratio d'endettement élevé (de 20 à 40%) depuis le 1^{er} décembre. Même en hausse notable, les prêts non-performants conserveraient toutefois un taux de couverture de 120%, limitant le risque de crédit et convainquant la Banque de ne pas libérer son coussin de capital. **Si la multiplication des mesures macroprudentielles peut aussi refléter des risques croissants, elle traduit une volonté de consolidation financière du régulateur, antérieure au ralentissement de 2025.**

Budget

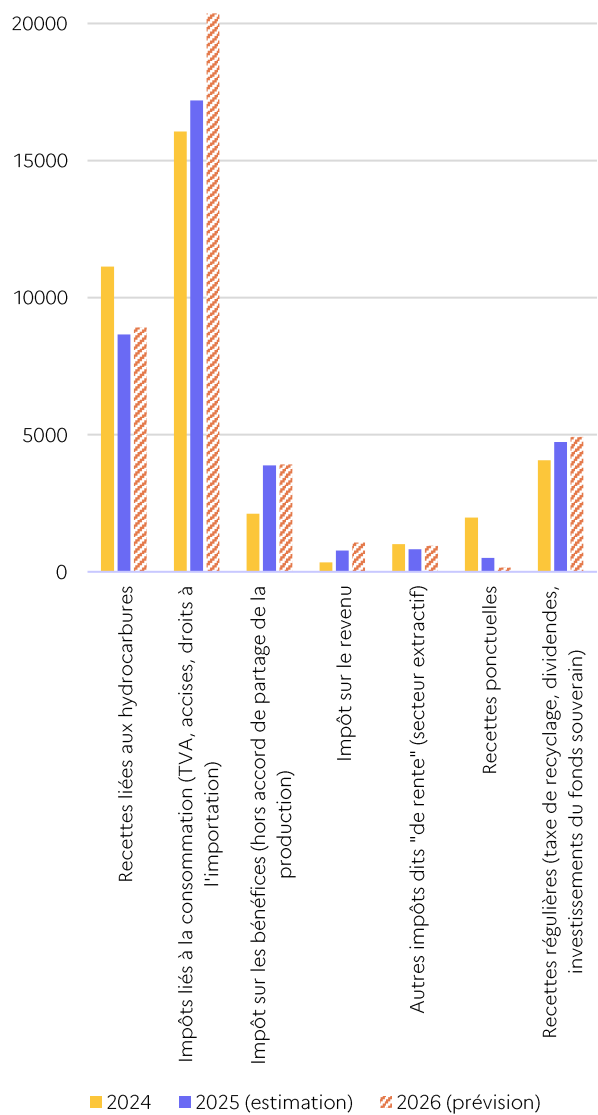
D'après le vice-ministre et secrétaire d'Etat aux Finances A. Sazanov, la réforme fiscale de

¹ Liée à la mise en œuvre des programmes de prêts subventionnés par l'Etat, en particulier dans le segment immobilier.

² Communiqué de la Banque centrale du 29 septembre 2025.

2025 aurait rapporté entre 1 700 et 1 750 Md RUB de recettes supplémentaires pour l'exercice en cours, via le canal de l'impôt sur les bénéfices. L'impôt sur les bénéfices représentait 5,8% des recettes budgétaires totales en 2024, contre 10,6% prévus en 2025. Cela est bien supérieur aux recettes générées par l'impôt sur les revenus (0,9% du total en 2024 et 2,1% en 2025).

Figure 1. Décomposition des recettes du budget en 2024, 2025 et prévision pour 2026, Md RUB



Source : Douma d'Etat, Ministère des Finances.

Activité

Selon une estimation préliminaire du ministère du Développement économique, le PIB a augmenté de 1% en g.a. en janvier-novembre 2025 (soit le même chiffre que pour janvier-octobre), et de 0,1% en novembre³. Concernant la seule production industrielle, celle-ci a diminué de 0,7% en novembre 2025 en g.a., et affiche une croissance de 0,8% en g.a. en janvier-novembre 2025, dont un recul de 1,5% dans les secteurs extractifs (+0,7% en novembre) et une progression de 2,6% dans l'industrie manufacturière (-1% en novembre).

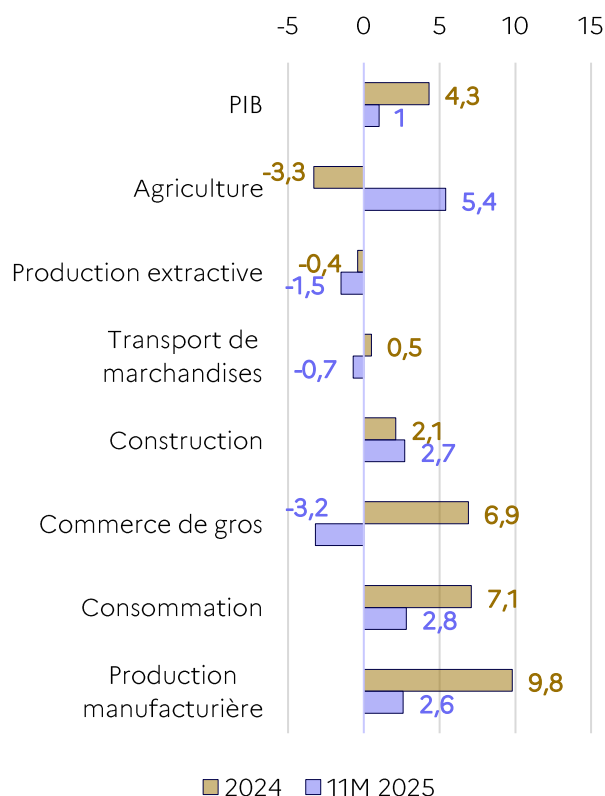
Par secteurs en g.a., l'agriculture poursuit son « rétablissement » avec un bond de 20,1% en novembre (après 7% en g.a. en octobre), tandis que la construction conserve une dynamique positive (0,1% en novembre, contre 2,3% en octobre). Le commerce de gros ralentit fortement (-5,6% en novembre en g.a., contre -2,5% en octobre) à l'instar du transport de marchandises (-3% en g.a. en novembre après 2,8% en octobre), alors que la consommation⁴ se maintient (3,5% en g.a. en novembre après 4,8% en octobre). La plupart des reculs sont attribués au reflux d'activité après l'épiphénomène d'octobre, qui a vu en particulier croître la production des secteurs du CMI⁵ et du raffinage du pétrole – principalement du fait de la clôture de commandes publiques.

³ Le Ministère précise (contrairement aux précédentes publications) que ces chiffres se conforment aux prévisions du gouvernement de la Fédération de Russie.

⁴ Indicateur synthétique regroupant les ventes de détail, les services payants et la restauration.

⁵ Complexe militaro-industriel.

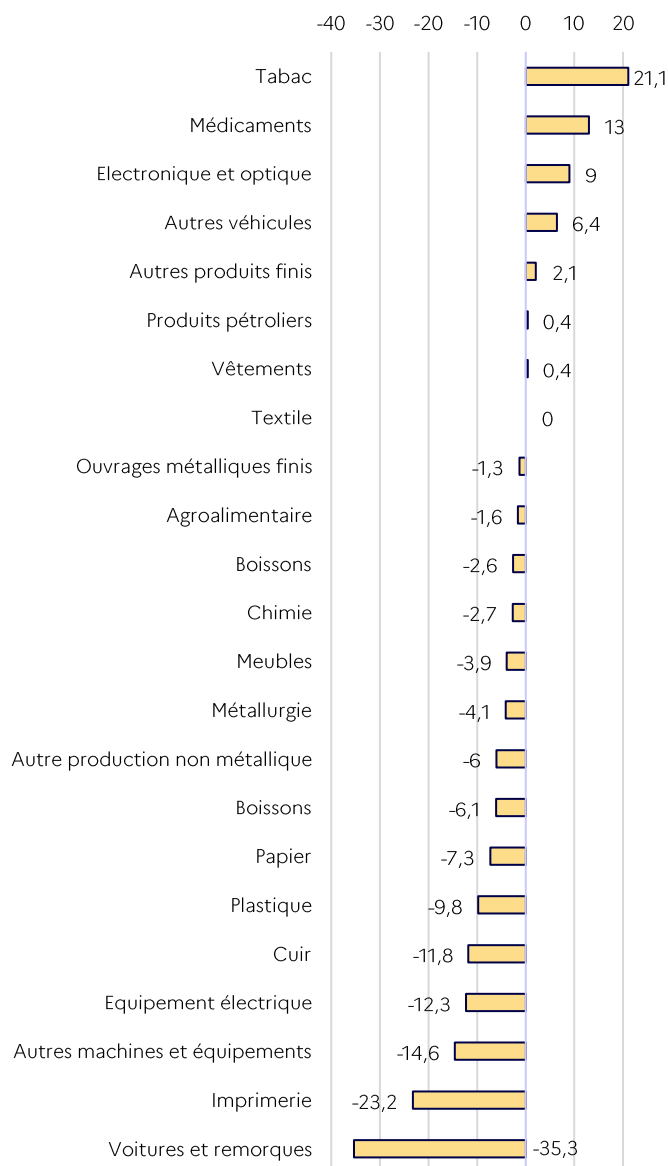
Figure 2. Variation de l'activité par secteur, %, g.a.



Source : Rosstat, Ministère du Développement économique.

Vectrice de cette croissance industrielle, l'activité manufacturière affiche des résultats de plus en plus contrastés par secteurs : **sur les 23 branches d'activité recensées par Rosstat, 16 ont vu leur activité reculer en novembre en g.a.** (comme en octobre). Les filières civiles du tabac et des médicaments ont connu un taux de croissance à deux chiffres (21,1% et 13% respectivement en g.a.), traditionnellement suivies des branches du CMI : « électronique et optique » (9%), « autres véhicules » (6,4%), avec pour exception les « autres produits finis » (2,1%) qui remplacent les « ouvrages métalliques finis » d'ordinaire en tête de classement (-1,3%).

Figure 3. Variation de la production manufacturière en novembre 2025, %, g.a.

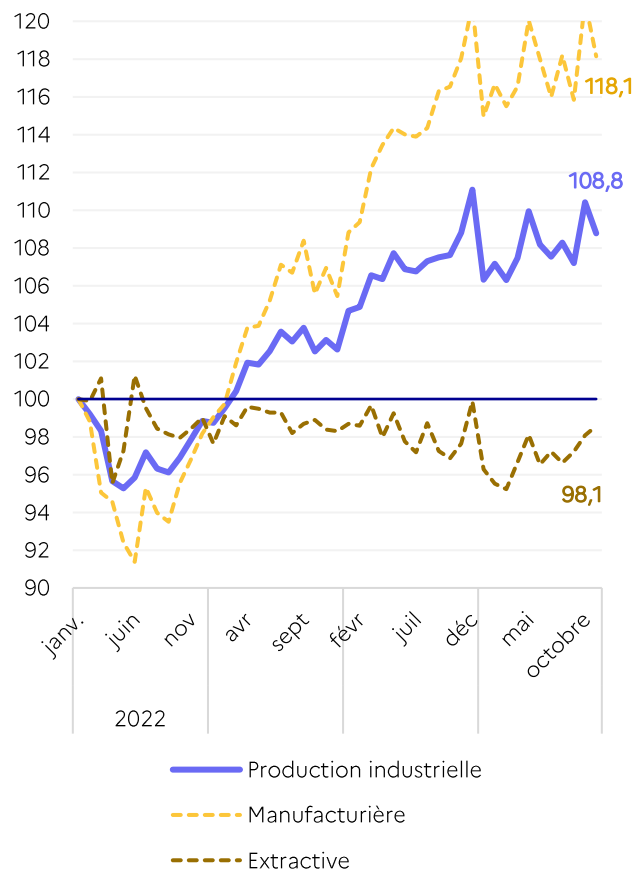


Source : Rosstat.

En mesure mensuelle ajustée des variations saisonnières, l'activité industrielle recule ainsi de 1,5% par rapport à octobre (pour les raisons susmentionnées), chevillée à l'activité manufacturière (-2,4%).

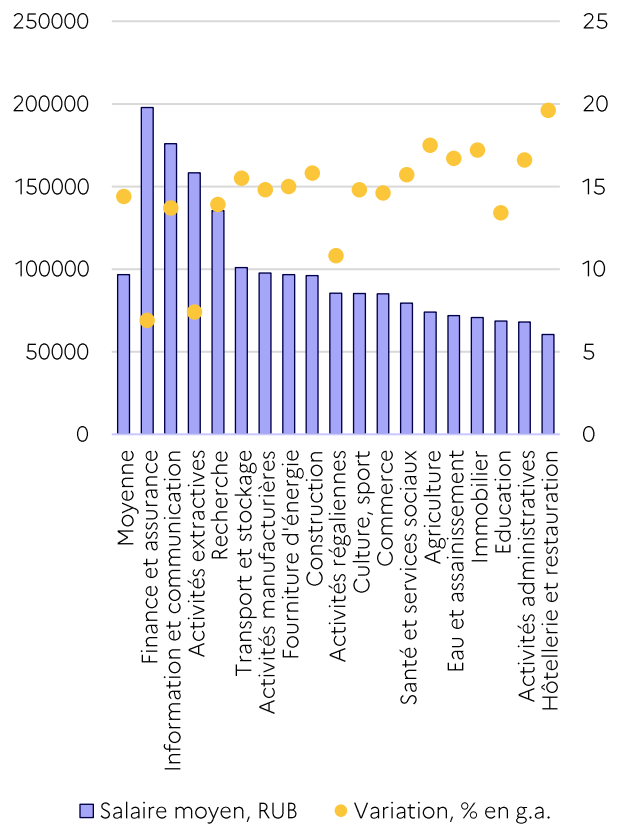
Hors industrie, **les ventes de détail ont augmenté de 3,3% en g.a. en novembre 2025 et de 2,5% en janvier-novembre 2025.**

Figure 4. Production industrielle de la Russie, janvier 2022 = 100



Source : Rosstat, calculs du SER.

Figure 5. Salaire mensuel moyen par secteur d'activité en janvier-octobre 2025, RUB



Source : Rosstat.

Marché du travail et revenus

Selon Rosstat, le taux de chômage au sens du BIT reste historiquement bas à 2,1% en novembre 2025 (2,2% en octobre).

Dans ce contexte, les salaires réels ont augmenté de 4,7% en janvier-octobre 2025 (de 14,4% en valeur nominale), et de 6,1% en octobre (de 14,3% en valeur nominale).

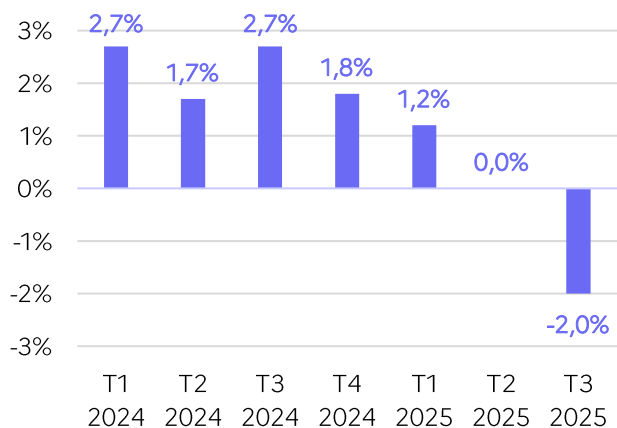
Kazakhstan

Marché du travail et revenus

Les revenus réels de la population ont diminué de 3,4% au 3^e trimestre en g.a. Ce déclin est tiré par le recul de 2% des salaires réels (qui constituent 75% des revenus des ménages), malgré une progression en termes nominaux de 10% et 8,5% en g.a. des salaires et des revenus respectivement. Cette hausse n'a ainsi pas pu compenser l'inflation qui s'est élevé à 12,3% en moyenne au 3^e trimestre. Cette baisse du pouvoir d'achat intervient pourtant dans un contexte de forte croissance économique (6,3% en g.a. en janvier-septembre 2025), ce qui témoigne, selon les analystes de la banque Halyk, d'un déséquilibre structurel où la croissance

macroéconomique ne se traduit pas par une amélioration proportionnelle du niveau de vie de la population.

Figure 6. Evolution des salaires réels au Kazakhstan, %, g.a.



Source : Bureau national des statistiques du Kazakhstan

Arménie

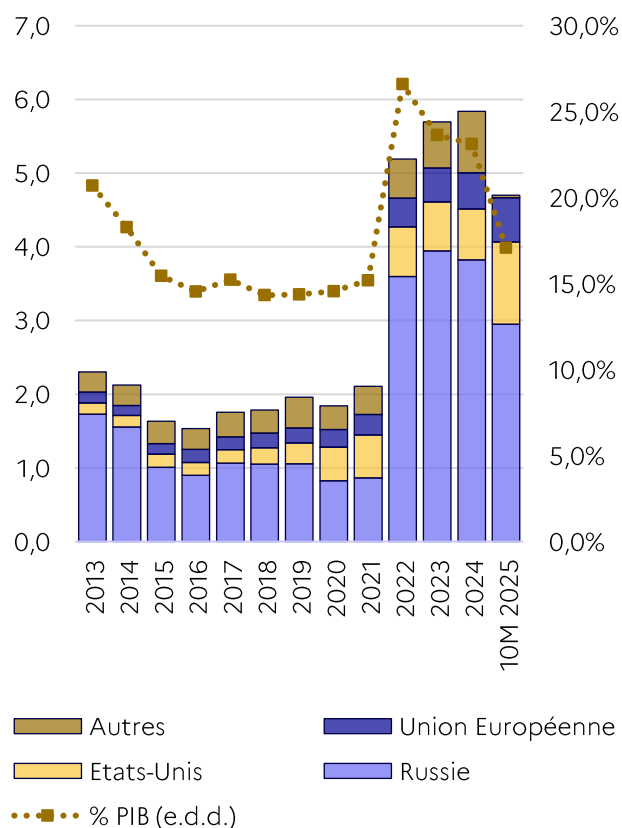
Activité

L'indicateur avancé d'activité a progressé de 10,4% en novembre 2025 en g.a., et de 8,3% en janvier-novembre en g.a.

La production industrielle a quant à elle augmenté de 31,7% en g.a. en novembre 2025 et de 0,5% en janvier-novembre 2025 en g.a. Il s'agit du taux de croissance le plus élevé en g.a. depuis février 2024. La **construction**, était également dynamique avec 20,1% de croissance en g.a. sur la période considérée, et 17,2% en g.a. pour le seul mois de novembre 2025 (pourtant en recul par rapport en g.m.). La construction demeure un contributeur clé à la croissance du PIB arménien, répondant à une **demande intérieure vive soutenue par le volume de transferts de fonds** quand les ressorts extérieurs (commerce) s'affaiblissent. Les **services** (hors commerce) affichent eux aussi une hausse de 10,9% en g.a. de l'activité en

janvier-novembre 2025, et de 11,2% en g.a. pour novembre.

Figure 7. Envoi de fonds nets depuis l'étranger par géographie d'origine, Md USD, % du PIB



Source : Banque centrale de la République d'Arménie.

Commerce extérieur

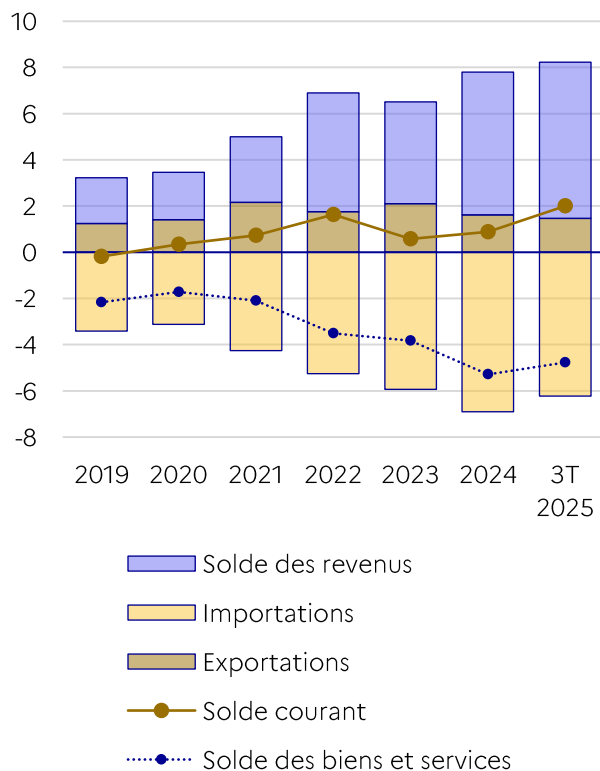
Le solde commercial de l'Arménie est ressorti en déficit à 4 210 M USD en janvier-novembre 2025, contre 3 550 M USD sur la même période de 2024. Les exportations ont atteint 7 349 M USD, en baisse de 40,6% en g.a., tandis que les importations se sont établies à 11 559 M USD, en baisse de 27,4% en g.a. Ces chiffres confirment le recul du commerce extérieur comme moteur de la croissance arménienne, au profit de la demande et consommation intérieures.

Tadjikistan

Compte courant

Le compte courant a été excédentaire à hauteur de 2 000 M USD en janvier-septembre 2025 (contre un excédent de 878 M USD sur la même période en 2024), soit 15,7% du PIB prévisionnel 2025 en proportion sur l'année. Cet excédent est lié à l'excédent des revenus primaires et secondaires qui s'élève à 6 766 M USD et notamment à un haut niveau de **transfert de fonds** qui vient contrebalancer le déficit des biens et services en hausse de 28% en g.a. à -4 776 M USD. Le FMI prévoit en 2026 un tarissement de ces flux qui ont été exceptionnels depuis 2022, ce qui devrait ramener le compte courant à un léger déficit à moyen-long terme.

Figure 8. Evolution du compte courant, Md USD



Source : Banque nationale de la République du Tadjikistan.

Tableaux de synthèse

CROISSANCE ET PRÉVISIONS	Variation du PIB, g.a.						Prévisions FMI, g.a.		PIB nominal		Population, M hab.
	2023	2024	T2 25	S1 25	T3 25	9M 25	2025	2026	Md USD	Par hab., USD	2025
	2024										
Russie	4,1%	4,3%	1,1%	1,2%	0,6%	1%	0,6%	1,0%	2 161	14 795	146,1*
Kazakhstan	5,1%	5%		6,3%		6,3%	5,9%	4,8%	285	14 149	20,3
Ouzbékistan	6,3%	6,7%		7,2%		7,6%	6,8%	6,0%	115	3 113	37,5
Biélorussie	4,1%	4%		2,1%		1,6%	2,1%	1,4%	71	7 794	9,1
Arménie	8,3%	5,9%	5,9%		6,2%	7,6%	5,0%	5,5%	26	8 613	3
Kirghizstan	9%	11,5%		11,7%		10%	8,0%	5,3%	17	2 471	7,3
Tadjikistan	8,3%	8,4%		8,1%		8,2%	7,5%	5,5%	14	1 329	10,5

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

ACTIVITÉ	Production industrielle, g.a.			Ventes de détail, g.a.			Chômage		
	2024	S1 25	9M 25	2024	S1 25	9M 25	T1 25	T2 25	T3 25
Russie	4,6%	1,4%	0,7%	7,2%	2,1%	2,1%	2,3%	2,2%	2,1%
Kazakhstan	2,8%	6,5%	7,4%	9,8%	6,6%	7,1%	4,6%	4,6%	
Ouzbékistan	6,8%	6,6%	6,8%	9,9%	9,7%	11%		5,1%	
Biélorussie	5,4%	0,3%	-0,8%	11,8%	9,7%	8,2%	2,8%	2,6%	
Arménie	4,7%	-12,1%	-5,7%	7,9%	4,6%				
Kirghizstan	5,5%	10,2%	10,2%	14,4%	19,9%	17,8%			
Tadjikistan	20%								

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle						Cible d'inflation	Taux directeur	
	Juin-25	Juil-25	Août-25	Sept-25	Oct-25	Nov-25		Actuel	Depuis
Russie	9,4%	8,8%	8,14%	7,98%	7,7%	6,64%	4%	16%	Déc-25
Kazakhstan	11,8%	11,8%	12,2%	12,9%	12,6%	12,4%	5%	18%	Oct-25
Ouzbékistan	8,7%	8,9%	8,8%	8%	7,8%	7,5%	5%	14%	Mars-25
Biélorussie	7,3%	7,4%	7,2%	7,1%	6,9%	7,0%	6%	9,75%	Juin-25
Arménie	3,9%	3,4%	3,6%	3,7%	3,7%	3,1%	3%	6,5%	Déc-25
Kirghizstan	8%	8,8%	9,5%	8,4%	9,3%	9,2%	5-7%	11%	Nov -25
Tadjikistan	3,6%	3,5%	3,1%	2,8%	3,1%	3,2%	5% (±2)	7,50%	Oct-25

ENDETTEMENT ET RÉSERVES	Russie	Kazakhstan	Ouzbékistan	Biélorussie	Arménie	Kirghizstan	Tadjikistan
Dette publique (% PIB)	01/10/25	01/10/25	01/10/25	01/01/25	01/10/25	01/10/25	01/01/25
	15,1%	21,6%	32,3%	40%	49,6%	42,7%	25,2%
Dette externe (% PIB)	01/10/25	01/10/25	01/07/25	01/10/25	01/07/25	01/07/25	01/07/2023
	12%	57,5%	54,5%	42,9%	68,1%	63,2%	52,2%
Réserves de change	01/09/25	01/10/25	01/10/25	01/07/25	01/10/25	01/10/25	01/06/23
Md USD	685,5*	57,7	55	11,5	4,3	7,6	3,2
Mois d'importations		9,1	14,4	2,7	3,1	6,4	6,5

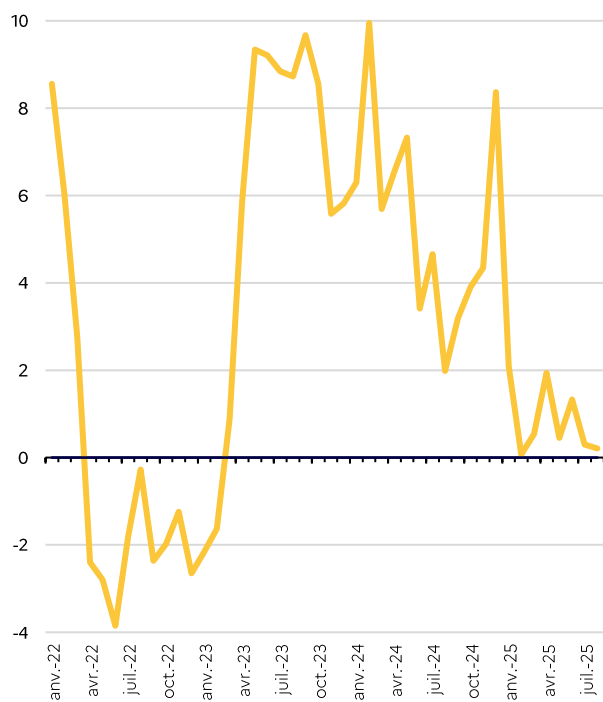
*Dont avoirs en devises gelés depuis février 2022 dans le cadre des mesures restrictives adoptées contre la Russie

FINANCES	Solde courant, % PIB*					Solde budgétaire, % PIB*			
	2023	2024	S1 25	9M 25	Md USD**	2023	2024	S1 2025	9M 2025
Russie	2,7%	2,5%	2,4%	1,6%	30,1	-1,9%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
Kazakhstan	-3,3%	-1,3%	-2,3%	-3,1%	-7	-2,4%	-2,7%	-1,3%	-1,7%
Ouzbékistan	-8,6%	-5,1%	-0,2%		-0,2	-5,5%	-3,3%		
Biélorussie	-1,4%	-2,6%	5,3%	-2,6%	-1,7		0,3%		
Arménie	-2,1%	-3,9%	-9,1%		-1,2	-2%	-3,7%	-0,7%	-1%
Kirghizstan	-55%	-22%	-21,8%		-3	1%	2,4%	6,8%	7,5%
Tadjikistan	4,8%	6,2%	14,4%	15,7%	0,2		0,3%		

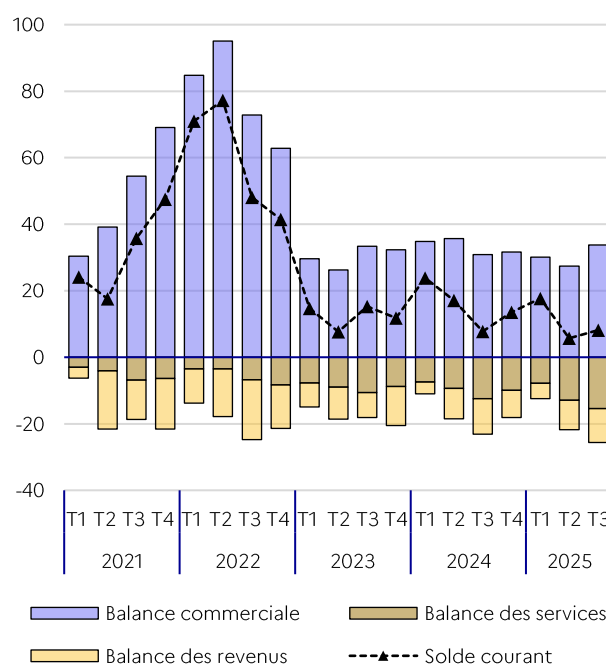
*En proportion sur l'année **dernière période disponible

Graphiques

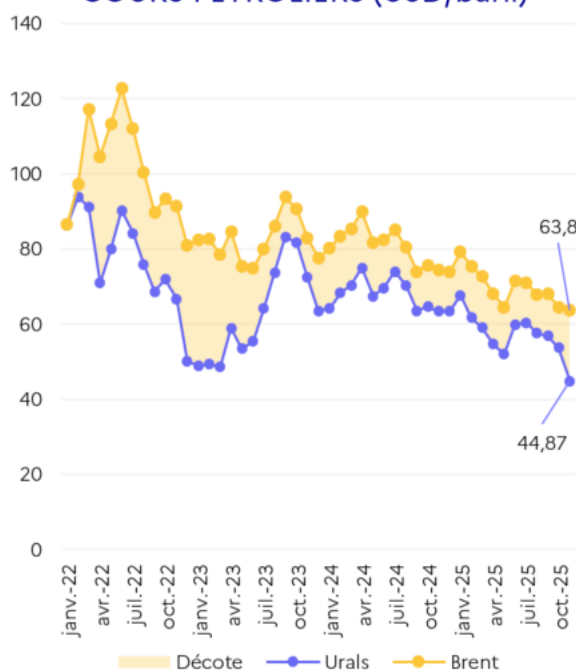
INDICE DE PRODUCTION DES SECTEURS
DE BASE EN RUSSIE (% , g.a.)



COMPTE COURANT DE LA RUSSIE (Md
USD)



COURS PETROLIERS (USD/baril)



TAUX DE CHANGE



Sources : Rosstat, Banque de Russie, EIA, Banque nationale du Kazakhstan

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

Sauf mention contraire, les données statistiques figurant dans cette publication sont fournies par les administrations des pays concernés. Le Service économique ne saurait être tenu responsable de leur exactitude et fiabilité.

Responsable de la publication : Service économique régional de Moscou

Rédaction : Service économique régional de Moscou

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