

NOUVELLES ÉCONOMIQUES de l'EURASIE

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

Une publication du Service économique régional de Moscou
N°177 – 15 septembre 2025

Sommaire

Zoom : La Banque de Russie
abaisse son taux directeur de
18% à 17% 2

Russie 6

Inflation 6

Budget..... 6

Dette publique 6

Niveau de vie 6

Kazakhstan..... 7

Activité 7

Ouzbékistan 7

Politique monétaire..... 7

Biélorussie..... 7

Inflation..... 7

Commerce extérieur..... 7

Arménie 8

Activité..... 8

Tableaux de synthèse 9

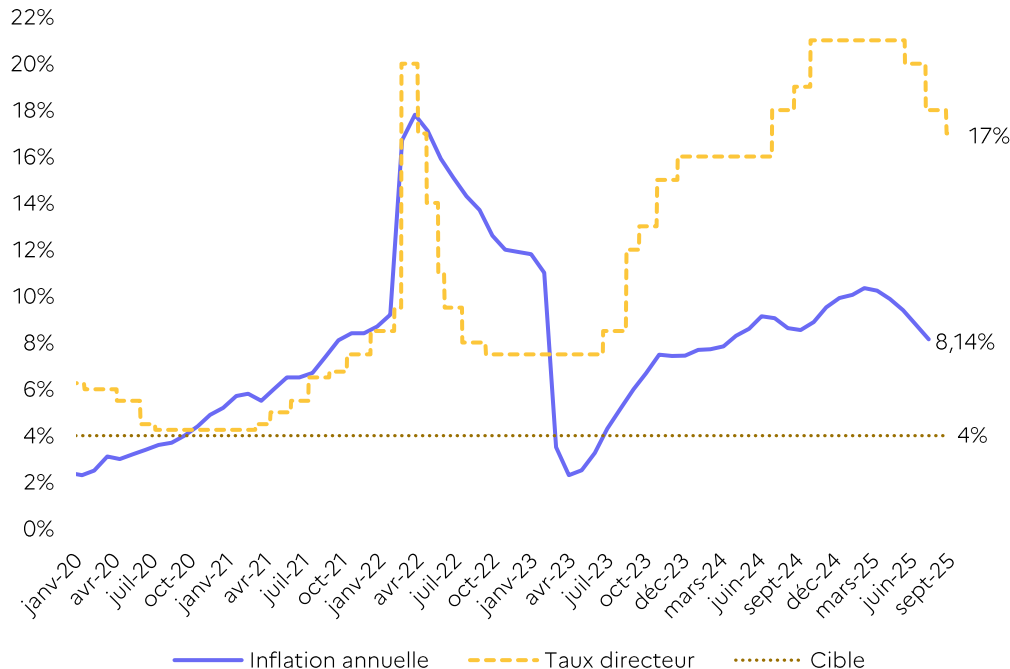
Graphiques 10

Zoom: La Banque de Russie abaisse son taux directeur de 18% à 17%

La Banque de Russie a confirmé la détente de sa politique monétaire en réponse à la décélération de l'inflation du dernier semestre, qui a été conjuguée à un ralentissement global de l'activité. Si la banque centrale atteste de la fin de la « surchauffe » des années 2023-2024 et promet un retour à la cible d'inflation (4%) dès 2026, elle nuance cependant tout refroidissement irréversible de l'économie russe, en notant des anticipations d'inflation élevées et une activité qui continue de croître, même plus modérément. L'évolution future de la politique monétaire est en outre conditionnée à l'annonce, fin septembre, des paramètres budgétaires pour 2025 et 2026 : ceux-ci doivent intégrer le maintien de l'effort de guerre ainsi que l'optimisation (voire l'élargissement) des sources de revenus disponibles – dans le but de contenir le déficit public.

Le 12 septembre 2025, la Banque de Russie (BdR) a annoncé la baisse de son taux directeur de 100 points de base, de 18% à 17%. Cette baisse fait suite à la diminution des 6 juin et 25 juillet derniers (de 21 à 20%, puis de 20 à 18%) et confirme l'assouplissement de la politique monétaire à l'issue d'une période restrictive de deux ans. Cette décision est globalement jugée plus stricte qu'anticipé par les experts (16 experts sur 30 sondés par le média RBC attendaient une baisse à 16%, contre 8 qui avaient prévu les 17% annoncés).

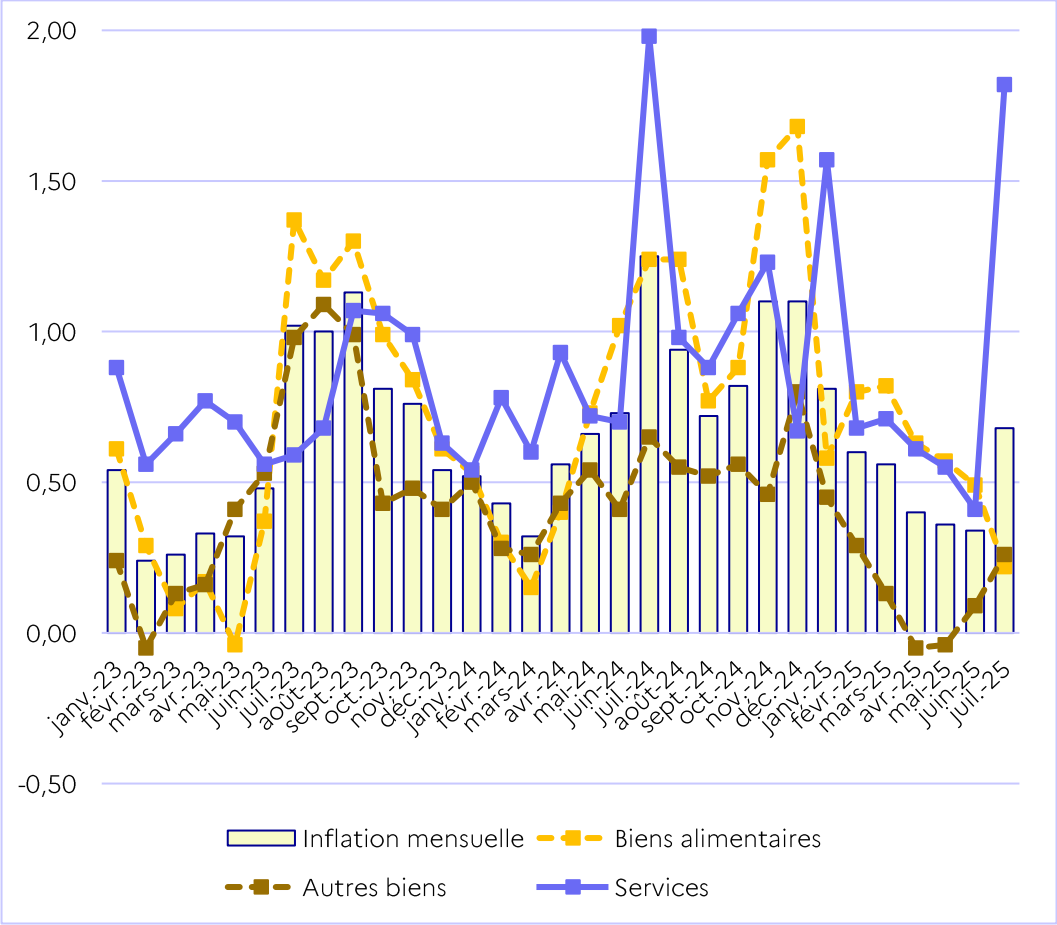
Figure 1. Inflation et politique monétaire



La désinflation observée depuis mars 2025 a été le principal argument en faveur de la baisse des taux. Ce phénomène reste jugulé à l'été, avec une inflation atteignant 6,3% en moyenne sur juillet-août 2025 en mesure annualisée et ajustée des variations saisonnières. De même, l'inflation sous-jacente est relevée à 4,1% sur juillet-août 2025, contre 4,4% en moyenne au T2 2025. Pour autant, la BdR considère ces signaux comme insuffisants pour pallier l'augmentation du crédit et les anticipations d'inflation encore élevées de ces

derniers mois, qui contreviennent selon elle un ralentissement durable de l'inflation. Par ailleurs, la désinflation observée serait encore inégale selon les biens et services, et demeurerait influencée par un facteur saisonnier connu.

Figure 2. Hausse mensuelle des prix corrigée des variations saisonnières, %



L'inflation annuelle est toujours attendue entre 6 et 7% en fin d'année 2025, et se fixe à 8,2% au 8 septembre 2025, laissant envisager un retour à la cible en 2026. Ces signaux encourageants font écho à la dynamique industrielle, sans surprise décroissante : l'indicateur du climat d'affaires du T3 2025 affiche 1,7 points (contre 4,1 au T2 2025 et 4,6 au T1 2025), et l'indice de production des secteurs de base plafonne à 108,54 (contre 108,98 en juin et 109,3 en mai). En outre, la baisse des cours du pétrole réduit à long terme les revenus de l'Etat et du secteur, filière en berne avec le charbon et la métallurgie. **Pour autant, la BdR tempère tout diagnostic hâtif** en faisant valoir une demande intérieure encore positive (tirée par des secteurs auparavant pénalisés, comme l'automobile et l'immobilier), une consommation en hausse au T2 et un marché de l'emploi encore tendu. L'économie russe revient certes vers une trajectoire moins déséquilibrée, l'écart entre demande et production se réduisant, mais pour le régulateur, le ralentissement attendu de l'activité est loin d'être saillant au T1 2025, touchant pour l'essentiel les secteurs orientés vers la demande extérieure.

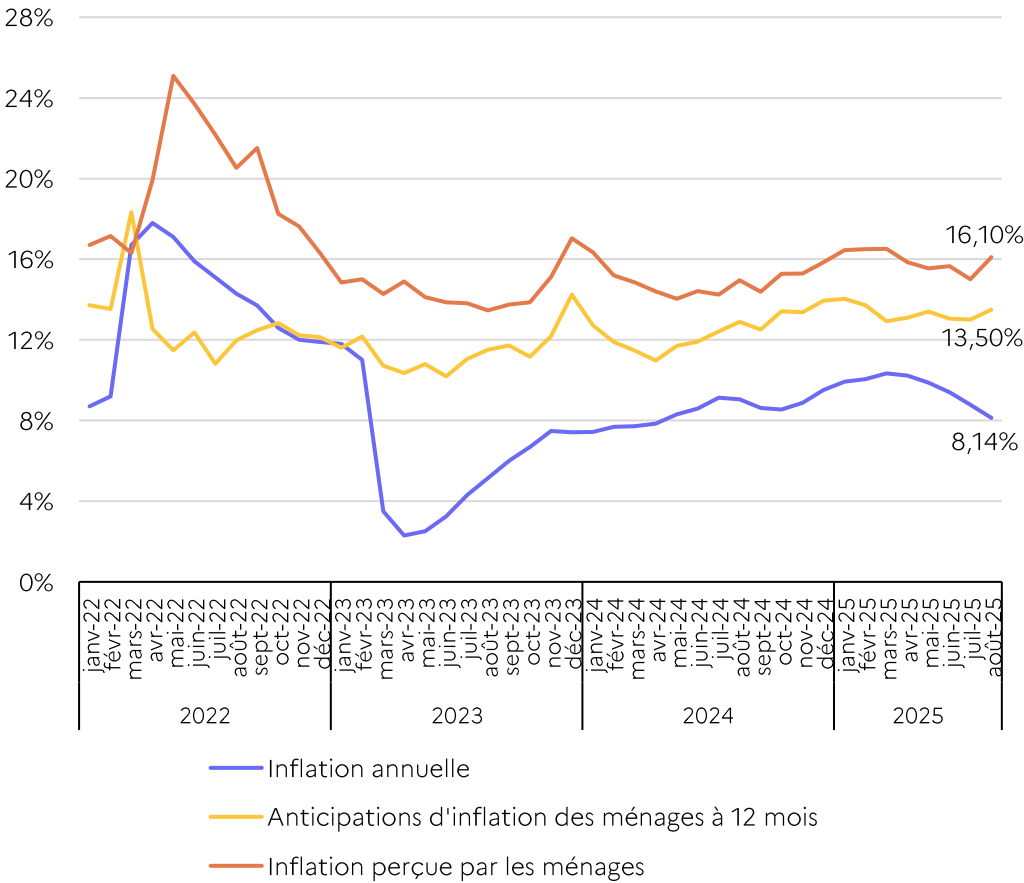
Figure 3. Prévisions macro-économiques de la BdR

		2025		2026	
		Avril	Juillet	Avril	Juillet
Inflation	%, fin de période, g.a.	7-8%	6-7%	4%	4%
Taux directeur annuel moyen	%	19,5-21,5%	18,8-19,6%	13-14%	12-13%
PIB	%, g.a.	1-2%	1-2%	0,5-1,5%	0,5-1,5%

Solde courant	Md USD	38	33	36	28
---------------	--------	----	----	----	----

Malgré la neutralité du signal envoyé, la BdR semble donc s'en tenir à l'idée d'une prégnance de risques inflationnistes, qui l'emportent sur les risques désinflationnistes. Ceux-ci émanent toujours, sans changement, du niveau élevé des anticipations d'inflation des ménages (13,5% sur un an en août), en hausse par rapport aux réunions précédentes (13% en juillet) et vraisemblablement liées au relèvement des tarifs des services communaux de juillet ainsi qu'à la hausse des prix du carburant. Le niveau d'épargne qui demeure élevé chez les ménages (malgré la moindre rentabilité induite par les précédents abaissements de taux), et l'augmentation du crédit aux entreprises motivent la prudence du régulateur. La BdR anticipe ainsi une croissance du portefeuille de crédit proche de la fourchette haute de ses prévisions (7-10%) pour 2025. En parallèle, la tension du marché de l'emploi continue de tirer les prix à la hausse, avec une augmentation des salaires réels toujours supérieure à celle de la productivité, alimentant à son tour une demande intérieure galvanisée par les dépenses publiques (qui n'ont pas ralenti en 2025, au contraire). Enfin, les risques extérieurs d'une conjoncture négative persistent au travers des prix pétroliers, qui font peser un effet inflationniste via le canal du taux de change.

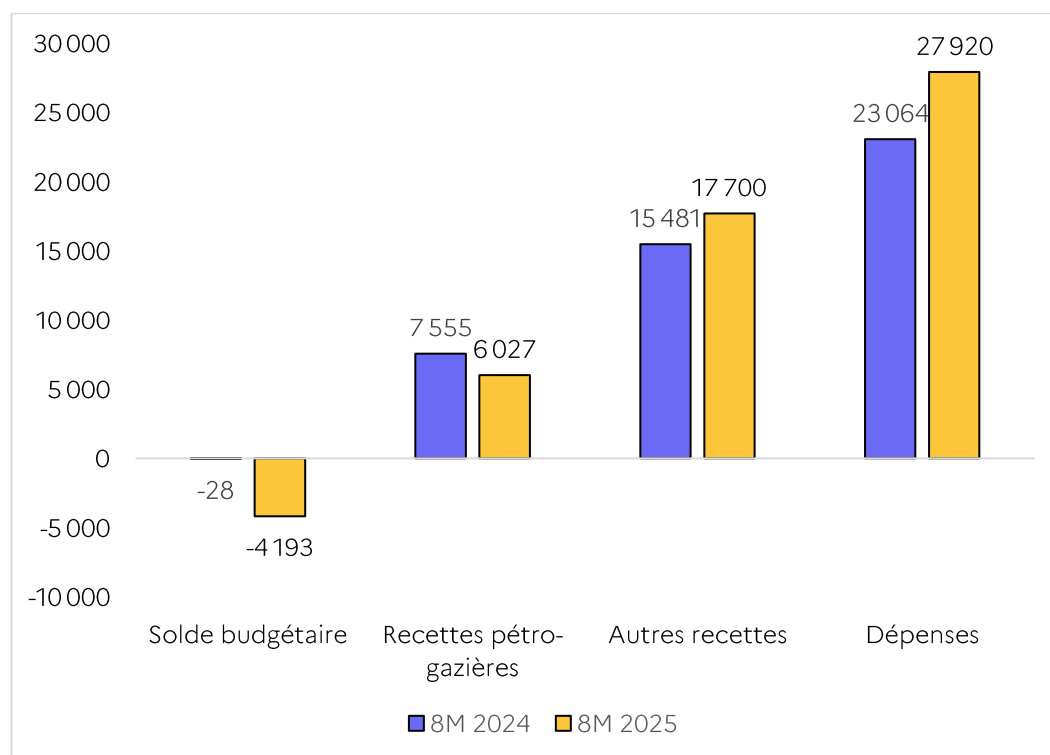
Figure 4. Perception de l'évolution des prix par les ménages



La politique budgétaire et sa trajectoire restent déterminantes pour l'évolution des taux, en particulier dans un contexte de creusement du déficit en juillet (-2,2% du PIB), bien que partiellement résorbé en août (-1,9%). Les données préliminaires du Ministère des Finances font état d'une nette contraction des recettes liées aux hydrocarbures (-20,2% sur janvier-août 2025 en g.a.) tandis que les dépenses ont accéléré (+21,1% en g.a. sur la même période). Si le retour à la règle budgétaire porte en lui un effet désinflationniste majeur sur lequel compte la BdR, celle-ci note qu'un tel effet n'est pour l'heure pas observé.

Ainsi, lors de la conférence de presse, la gouverneure E. Nabioullina n' a eu de cesse de s'en référer aux paramètres budgétaires actualisés pour toute future décision de taux. La diffusion de ces derniers, surtout s'ils modifient le budget 2025, selon la BdR « [pourra] requérir une adaptation de la politique monétaire » sous-entendant une baisse, un maintien voire, bien que moins probable, un relèvement des taux. En effet, la diminution des actifs liquides du Fonds souverain (1,8% du PIB en août 2025) et l'augmentation du service de la dette (env. 8% des dépenses fédérales d'après le ministre des Finances A. Silouanov) semblent pousser le gouvernement à chercher des sources alternatives de revenus (endettement, utilisation d'avoirs en roubles, privatisations, fiscalité).

Figure 5. Exécution du budget fédéral, Md RUB



C'est en prenant acte de tels risques que la BdR maintient son haut niveau de prudence coutumier, reflété dans sa décision du 12 septembre. Si le régulateur renvoie le même signal neutre qu'en juillet (« les décisions futures seront adoptées en fonction de la durabilité de la baisse de l'inflation et des anticipations d'inflation »), la gouverneure E. Nabioullina est revenue à plusieurs reprises sur la désinflation observée, « qui ne signifie pas que nous avons atteint la cible ». De surcroît, l'argumentaire de la BdR se fonde sur le fort **effet de base de 2024** : si ralentissement de la croissance il y a, celui-ci n'atteste que d'un refroidissement mécanique de l'économie, dont l'ampleur et la répartition sont encore débattues par la banque centrale.

Sources des graphiques : Banque de Russie, Ministère russe des Finances, calculs du SER.

Russie

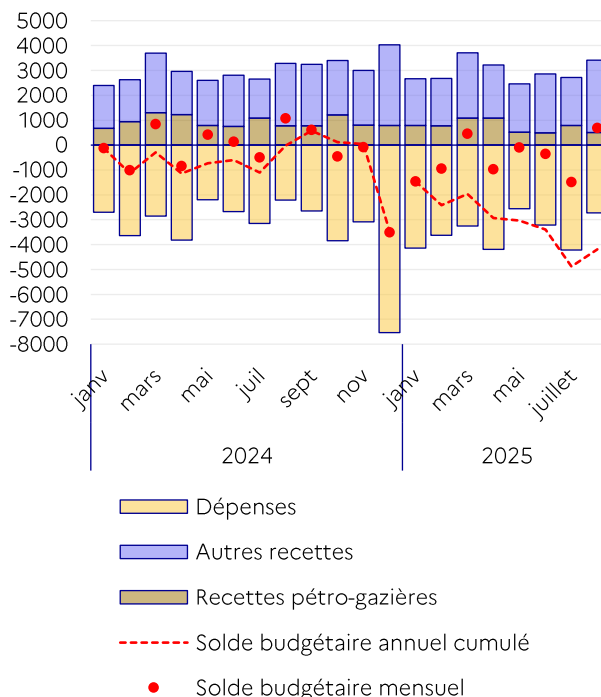
Inflation

L'inflation annuelle a ralenti à **8,14% en août 2025**, contre 8,79% en juillet. Les dernières mesures de la Banque de Russie affichent 8,2% d'inflation annuelle au 8 septembre 2025.

Budget

Selon les données préliminaires du Ministère des Finances, le budget fédéral est ressorti en **déficit de 4 193 Md RUB (49,6 Md USD) sur la période janvier-août 2025**, soit 1,9% du PIB, contre un déficit de 28 Md RUB (311,1 M USD) sur la même période en 2024. Il convient toutefois de noter que sur le seul mois d'août, ce déficit s'est résorbé grâce à un excédent mensuel de 685,7 Md RUB (contre -1 492,1 Md RUB en juillet). Toujours sur janvier-août 2025, les recettes ont augmenté de 3% en g.a. à 23 727 Md RUB (280,5 Md USD), dont 17 700 Md RUB (209,3 Md USD) de recettes hors hydrocarbures (en progression de 14,3% en g.a.). Les dépenses ont progressé quant à elle de 21,1% en g.a., à 27 920 Md RUB (330,1 Md USD).

Figure 1. Exécution du budget fédéral, Md RUB



Dettes publiques

Le ministre des Finances **A. Silouanov** a déclaré dans un interview au média **RBC** que le gouvernement considérait un endettement additionnel dans le but de couvrir le déficit budgétaire de 2025 (réévalué en juin dernier de 0,5 à 1,7% PIB pour 2025). Selon lui, le stock de dette publique russe reste l'un des plus faibles au monde (env. 15% du PIB selon son estimation), bien que la charge de la dette représente un poste de dépense croissant (8% du total) dans un environnement monétaire à taux élevés.

Niveau de vie

Au 1^{er} semestre 2025, **8% de la population russe disposerait de revenus inférieurs au seuil de pauvreté**, défini à 16 742 RUB par mois (soit 11,6 M de personnes), contre 9,1% (13,3 M de personnes) au 1^{er} semestre 2024 (pour un seuil de pauvreté défini à 15 225 RUB).

Kazakhstan

Activité

Selon une estimation préalable du ministère de l'Économie, le PIB du Kazakhstan a crû de **6,5% en g.a. en janvier-août 2025**. Cette croissance est entre autres tirée par l'industrie (+7,6% en g.a. sur la même période), elle-même dynamisée par l'industrie manufacturière (6,5% en g.a.).

Les ventes de détail ont augmenté de 6,9% en janvier-août 2025, contre 6,8% en g.a. sur la même période en 2024.

Ouzbékistan

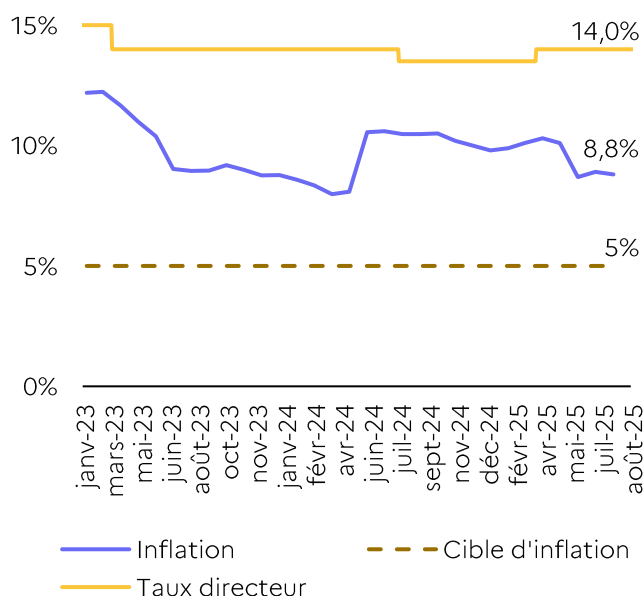
Politique monétaire

Le 11 septembre 2025, la Banque centrale a **décidé de maintenir son taux directeur à 14%**. Ce taux est conservé depuis le 20 mars 2025, date à laquelle il avait été relevé de 50 points de base.

Selon la Banque centrale d'Ouzbékistan, Cette décision intervient dans un contexte de baisse de l'inflation annuelle en août à 8,8%. Si les anticipations d'inflation ont diminué en raison du facteur saisonnier et de la stabilité du taux de change, elles demeurent plus élevées que l'inflation réelle. En outre, la croissance robuste (+7,2% au 1^{er} semestre 2025) ainsi que la forte demande intérieure, elle-même stimulée par les transferts de fonds depuis l'étranger et le dynamisme du crédit, le niveau de dépenses publiques et l'investissement, alimentent les pressions inflationnistes.

La Banque centrale envisage ainsi une inflation de 8,7% en fin d'année 2025.

Figure 2. Politique monétaire et inflation en Ouzbékistan, %



Source : Banque centrale de l'Ouzbékistan, Comité des statistiques de l'Ouzbékistan

Biélorussie

Inflation

L'inflation annuelle a **atteint 7,2% en g.a. en août 2025**, contre 7,4% en juillet. Elle résulte d'une hausse des prix de 9,9% pour les biens alimentaires, de 3,2% pour les biens non alimentaires, et de 7,7% pour les services. En glissement mensuel, cet indicateur a toutefois baissé de 0,3%.

Commerce extérieur

Le déficit commercial (hors services) a atteint 3 558,4 M USD en janvier-juillet 2025, contre 2 315,1 M USD sur la même période en 2024. Les exportations de biens ont baissé de 2,5% en g.a. (22 619,2 M USD), tandis que les importations ont augmenté de 2,6% en g.a. (26 177,6 M USD).

Arménie

Activité

Les ventes de détail ont augmenté de 4,3% en g.a. en juillet 2025 et de 4,5% en janvier-juillet 2025.

Tableaux de synthèse

CROISSANCE ET PRÉVISIONS	Variation du PIB, g.a.						Prévisions FMI, g.a.		PIB nominal		Population, M hab.
	2023	2024	T1 25	T2 25	S1 25	T3 25	2025	2026	Md USD	Par hab., USD	2025
	2024										
Russie	4,1%	4,3%	1,4%	1,1%	1,2%		0,9%	1%	2 161	14 795	146,1*
Kazakhstan	5,1%	5%	5,6%		6,2%		5%	4,3%	285	14 149	20,3
Ouzbékistan	6,3%	6,5%	6,8%		7,2%		5,9%	5,8%	115	3 113	37,5
Biélorussie	4,1%	4%	3,1%		2,1%		2,8%	2%	71	7 794	9,1
Arménie	8,3%	5,9%	5,2%	5,9%			4,5%	4,5%	26	8 613	3
Kirghizstan	9%	9%	13,1%		11,7%		6,8%	5,3%	17	2 471	7,3
Tadjikistan	8,3%	8,4%			8,1%		6,7%	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	T1 25	S1 25	2024	T1 25	S1 25	2024	T1 25	T2 25
Russie	4,6%	1,1%	1,4%	7,2%	3,2%	2,1%	2,5%	2,3%	2,2%
Kazakhstan	2,8%	6,7%	6,5%	9,8%	4,8%	6,6%	4,7%	4,6%	4,6%
Ouzbékistan	6,8%	6,5%	6,6%	9,9%	9,5%	9,7%	5,5%		5,1%
Biélorussie	5,4%	2,1%	0,3%	11,8%	10,8%	9,7%	3%	2,8%	2,6%
Arménie	4,7%	-12,4%	-12,1%	7,9%	5,2%	4,6%			
Kirghizstan	5,5%	16,3%	10,2%	14,4%	19,9%	19,9%			
Tadjikistan	20%								

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle						Cible d'inflation	Taux directeur	
	Mars-25	Avr-25	Mai-25	Juin-25	Juil-25	Août-25		Actuel	Depuis
Russie	10,3%	10,2%	9,9%	9,4%	8,8%	8,14%	4%	17%	Sept-25
Kazakhstan	10%	10,7%	11,3%	11,8%	11,8%	12,2%	5%	16,5%	Mars-25
Ouzbékistan	10,3%	10,1%	8,7%	8,7%	8,9%	8,8%	5%	14%	Mars-25
Biélorussie	5,9%	6,5%	7,1%	7,3%	7,4%	7,2%	6%	9,75%	Juin-25
Arménie	3,3%	3,2%	4,3%	3,9%	3,4%	3,6%	3%	6,75%	Févr-25
Kirghizstan	6,9%	7,1%	8%	8%	8,8%		5-7%	9,25%	Juil-25
Tadjikistan	3,4%	3,6%	3,8%	3,6%	3,5%		5% (±2)	7,75%	Août-25

ENDETTEMENT ET RÉSERVES	Russie	Kazakhstan	Ouzbékistan	Biélorussie	Arménie	Kirghizstan	Tadjikistan
Dette publique (% PIB)	01/07/25	01/07/25	01/07/25	01/06/22	01/07/25	01/01/25	01/01/25
	14,9%	23,1%	34,2%	33%	49,1%	37,6%	25,2%
Dette externe (% PIB)	01/07/25	01/07/25	01/07/25	01/04/25	01/04/25	01/04/25	01/07/2023
	15,6%	56,8%	28,7%	52,3%	65,1%	61,8%	52,2%
Réserves de change	01/09/25	01/07/25	01/07/25	01/07/25	01/07/25	01/07/25	01/06/23
Md USD	685,5*	51,8	48,5	11,5	4	6,5	3,2
Mois d'importations		8,3	13,3	2,7	2,8	5,3	6,5

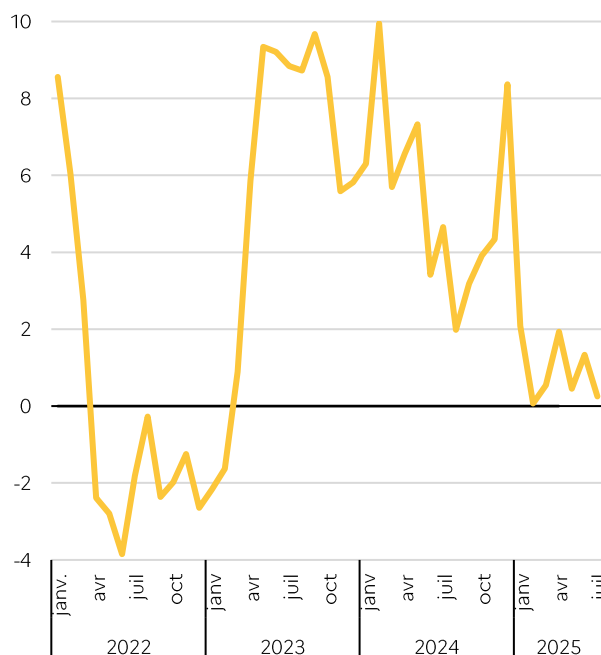
*Dont avoirs en devises gelés depuis février 2022 dans le cadre des mesures restrictives adoptées contre la Russie

FINANCES	Solde courant, % PIB*					Solde budgétaire, % PIB*			
	2023	2024	T1 2025	S1 2025	Md USD**	2023	2024	T1 2025	S1 2025
Russie	2,7%	2,5%	3,5%	2,4%	18,1	-1,9%	-1,7%	-1%	-1,7%
Kazakhstan	-3,3%	-1,3%	0,8%	-2,3%	-3,5	-2,4%	-2,7%	0,2%	-1,3%
Ouzbékistan	-8,6%	-5,1%	-0,5%		-0,2	-5,5%	-3,3%		
Biélorussie	-1,4%	-2,6%	-11,3%		-2				
Arménie	-2,1%	-3,9%	-9,7%		-0,6	-2%	-3,7%		-0,7%
Kirghizstan	-55%	-22%	-23,2%		-1,2	1%	2,4%		6,8%
Tadjikistan	4,8%	6,2%	11,7%		0,4		0,3%		

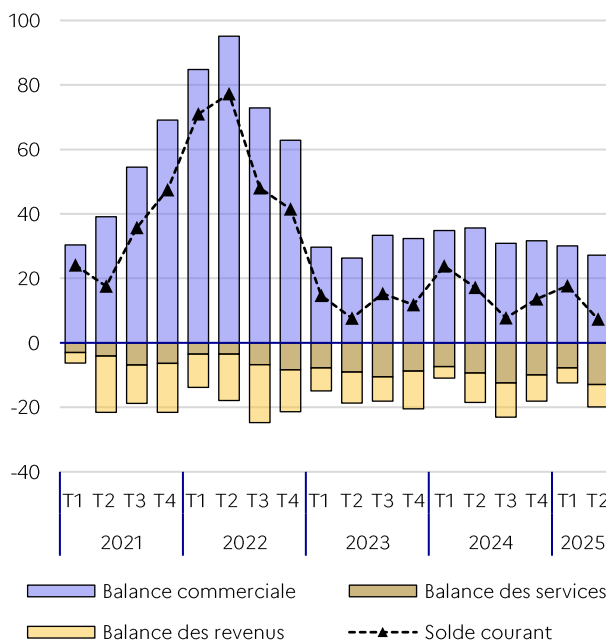
*En proportion sur l'année **dernière période disponible

Graphiques

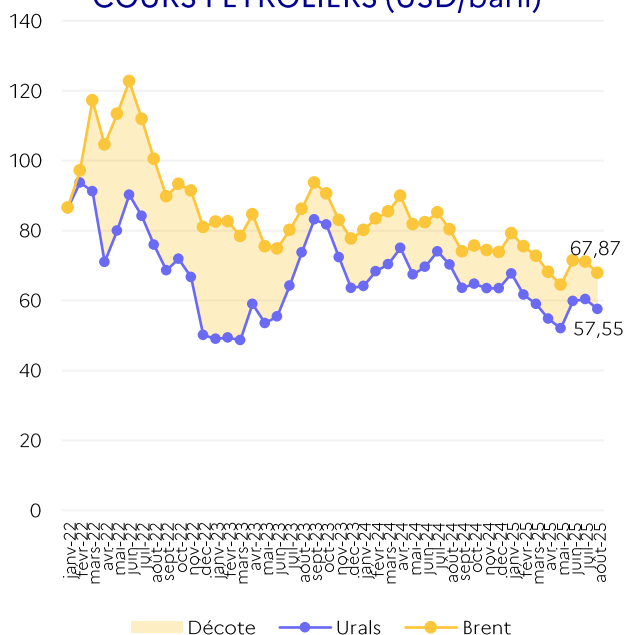
INDICE DE PRODUCTION DES SECTEURS
DE BASE EN RUSSIE (% , g.a.)



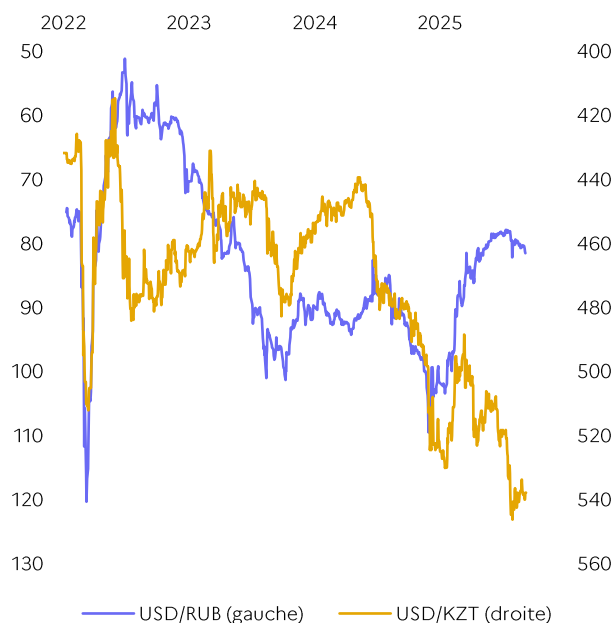
COMPTE COURANT DE LA RUSSIE (MD
USD)



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