

NOUVELLES ÉCONOMIQUES de l'EURASIE

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

Une publication du Service économique régional de Moscou
N°172 – 15 juillet 2025

Sommaire

Russie 2

Activité 2

Inflation 2

Compte courant..... 3

Kazakhstan..... 3

Politique monétaire 3

Compte courant..... 3

Réserves..... 3

Dette externe 4

Activité 4

Ouzbékistan 4

Compte courant..... 4

Réserves..... 4

Dette externe 4

Notations..... 4

Biélorussie..... 5

Inflation..... 5

Arménie 5

Compte courant..... 5

Réserves 5

Kirghizstan..... 5

Notes souveraines 5

Activité..... 5

Inflation..... 5

Commerce extérieur..... 5

Réserves 5

Tableaux de synthèse 6

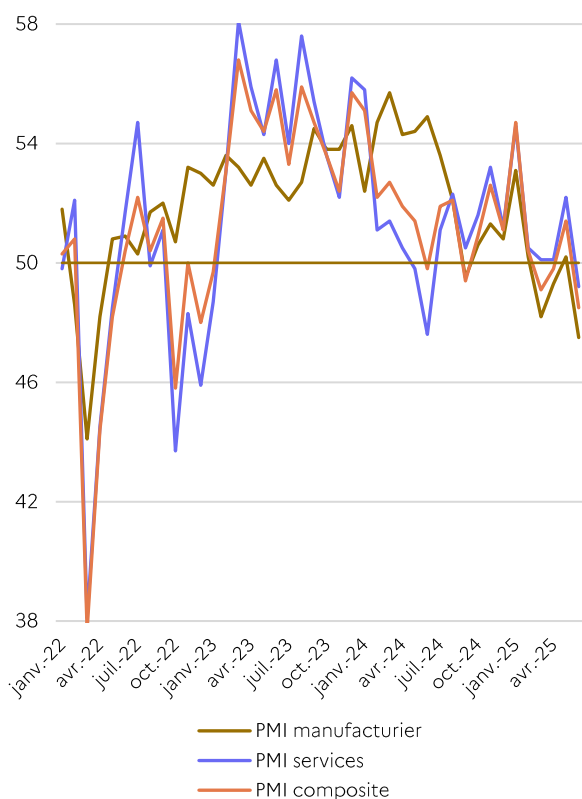
Graphiques..... 7

Russie

Activité

En juin 2025, pour la première fois depuis avril 2022, les trois indices PMI ont signalé simultanément un ralentissement de l'activité (valeur inférieure à 50).

Figure 1. Indices PMI en Russie



L'indice PMI manufacturier a baissé à 47,5 points en juin 2025 (contre 50,2 en mai), soit son plus faible niveau depuis mars 2022. Selon S&P Global, les nouvelles commandes et ventes ont diminué en juin en raison d'un pouvoir d'achat en baisse et d'une demande en recul. Les nouvelles commandes à l'exportation ont également diminué à leur plus faible niveau depuis fin 2022, contre-performance que les entreprises attribuent à l'appréciation du rouble pesant sur leur compétitivité-prix. En lien avec ces évolutions, elles signalent une baisse de leur production, une réduction de leurs effectifs et un ralentissement notable de la hausse des coûts de production.

Dans les services, l'indice PMI a baissé à 49,2 points en juin 2025 (contre 52,2 points en mai), ce qui reflète l'affaiblissement de la

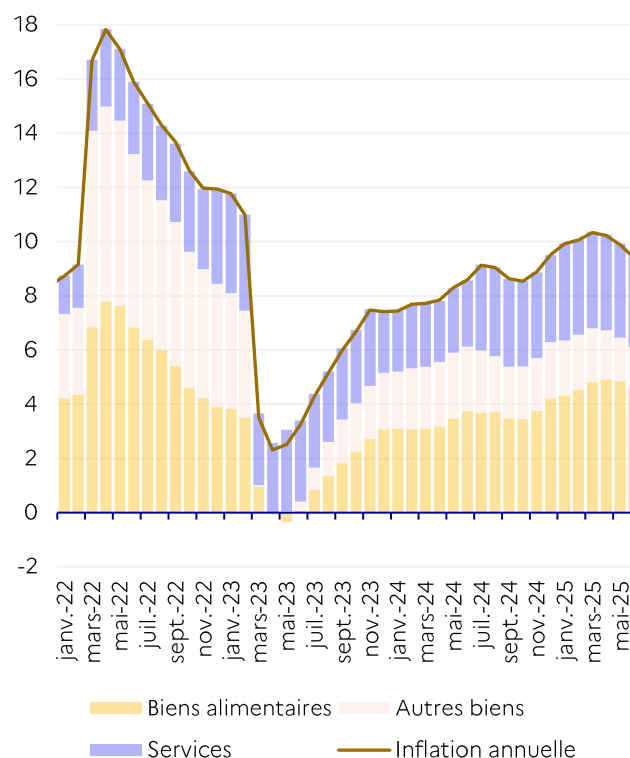
demande et un ralentissement de la hausse des ventes. L'indice composite s'est établi à 48,5 points en juin (contre 51,4 points en mai).

Inflation

Selon Rosstat, l'inflation annuelle a ralenti à 9,4% en juin 2025, après 9,88% en mai 2025. En rythme mensuel, la hausse des prix a ralenti à +0,2% après +0,43% en mai.

La modération des prix a été favorisée par la baisse du prix des fruits et légumes (-1,9% en g.m.), limitant l'augmentation des prix des biens alimentaires à +0,11% en g.m. (+11,9% en g.a.). La déflation dans le segment des biens non alimentaires s'est aussi poursuivie (-0,03% en g.m.), principalement au niveau des équipements électroniques (robots ménagers, téléviseurs, smartphones, etc.). Les prix des services ont augmenté de façon moins marquée qu'en mai, à +0,59% en g.m. (contre +1,34% en mai) grâce à une baisse des prix dans l'hôtellerie et des billets vers certaines destinations touristiques.

Figure 2. Contributions à l'inflation, g.a., p.p.



Selon la Banque de Russie, ces chiffres confirment la « formation d'une tendance générale à la désinflation ». En mesure annualisée et corrigée des variations saisonnières (SAAR), l'inflation est revenue au niveau de la cible (4%) en juin.

En juillet, un rebond de l'inflation est attendu en conséquence du relèvement des tarifs de certains services publics (chauffage, fourniture d'eau, déchets), intervenu au 1^{er} juillet, de +11,9% en moyenne en Russie (+15% à Moscou). L'inflation a ainsi augmenté de 0,79% au cours de la première semaine de juillet, après avoir été stable fin juin.

Compte courant

Selon la Banque de Russie, le compte courant de la Russie est ressorti en excédent à 24,3 Md USD sur les cinq premiers mois de l'année, en baisse de 34,7% par rapport à la même période de 2024.

L'affaiblissement de la balance commerciale explique l'essentiel de cette variation. Cette dernière a dégagé un excédent en recul de 19% à 48 Md USD, affecté par la diminution des exportations en valeur (-5,7%, à 163 Md USD) alors que les importations ont légèrement augmenté (+1,3% à 115 Md USD).

Les autres postes de la balance courante ont connu des évolutions moins significatives, avec un creusement du déficit des services (hausse du déficit de 26,4% à 15,8 Md USD) et une baisse du déficit des revenus (-18,1% à 7,7 Md USD).

Kazakhstan

Politique monétaire

Le 11 juillet 2025, la Banque nationale du Kazakhstan (BNK) a décidé de maintenir son taux directeur à 16,5%. L'inflation annuelle reste élevée à 11,8% en juin, et les anticipations d'inflation à 12 mois volatiles (12,6% en juin et 14,1% en mai).

La pression inflationniste externe a légèrement baissé en raison du ralentissement de l'inflation en Russie. Selon la BNK, le secteur externe reste exposé à une volatilité forte sur les marchés financiers et des matières premières, dans un contexte de tensions commerciales et géopolitiques, notamment au Moyen-Orient. Dans ces conditions, les prix du pétrole évoluent près

des niveaux prévus dans le scénario optimiste.

Toujours selon la NBK, **l'effet désinflationniste du taux directeur se renforcera grâce à différentes mesures prudentielles visant à refroidir la distribution de crédit,** notamment le relèvement du niveau minimal des réserves obligatoires et des restrictions sur les prêts à la consommation; et à la stérilisation des interventions sur le marché des changes.

Par ailleurs, **la lutte contre l'inflation devrait être facilitée dans l'immédiat par le report récemment annoncé de la hausse des tarifs réglementés.** Elle devrait aussi être moins importante qu'annoncé initialement (+20% pour l'électricité et le chauffage, contre +35% initialement, et +30% pour la fourniture d'eau et de gaz, contre +50% initialement)

Enfin, la Banque nationale souligne l'effet bénéfique sur l'inflation attendu d'une coordination renforcée avec le gouvernement, notamment à travers la consolidation de la politique budgétaire.

Compte courant

Au 1^{er} trimestre 2025, le compte courant s'est établi en excédent à 501,7 M USD, soit 0,8% du PIB en proportion sur l'année, contre un déficit de 46,1 M USD sur la même période en 2024.

Cette amélioration tient principalement à la **hausse de l'excédent des biens et services de 8,6% en g.a. à 6 244,8 M USD,** en raison d'une augmentation des exportations (de 3,4%) plus rapide que celle des importations (1,1%). La baisse du déficit des revenus primaires, de 3,1% à 5 412 M USD, a également contribué à la formation de cet excédent courant.

Réserves

Au 1^{er} juillet 2025, les réserves de change de la Banque nationale du Kazakhstan s'élevaient à 52 Md USD, soit une hausse de 30,3% en g.a., couvrant 8,4 mois d'importations. Les avoirs du Fonds souverains représentaient quant à eux 60,3 Md USD, en baisse de 1,9%.

Dette externe

La dette extérieure du Kazakhstan a augmenté de 4% en g.a. pour s'établir à 170,5 Md USD au 1^{er} avril 2025, soit 59,7% du PIB.

Activité

L'indice PMI manufacturier a baissé à 49,7 points en juin 2025, contre 51,3 en mai. Il s'agit du premier passage de cet indicateur sous le seuil de croissance (50) en 16 mois.

L'indice PMI des services a augmenté à 55,1 points, contre 54,3 points en mai, soit le maximum depuis mars 2019. L'indice composite s'est établi à 52,5 points en juin, contre 53 points en mai.

L'indicateur avancé d'activité économique de la Banque nationale du Kazakhstan s'est élevé à 50,6 points en juin 2025, contre 51,4 points en mai. Les indicateurs dans la production, les services et le commerce sont restés en territoire positif, s'établissant respectivement à 51,7, 51,2 et 51,4 (contre 53,5, 51,1 et 52,4 en mai). En revanche, l'activité a continué de se contracter dans la construction et l'industrie extractive, s'élevant respectivement à 44,7 (après 49,6 en mai) et à 48,1 (après 48,9).

Ouzbékistan

Compte courant

Selon une première estimation de la Banque centrale, le déficit du compte courant s'est élevé à 161 M USD au 1^{er} trimestre 2025, soit 0,5% du PIB, contre un déficit de 2 052 M USD sur la même période en 2024.

La réduction du déficit courant s'est appuyée sur une diminution du déficit des biens et services de 34% en g.a. à 2 556,7 M USD, elle-même portée par l'augmentation des exportations (de 22%), largement supérieure à celle des importations (0,9%).

Réserves

Les réserves de change de l'Ouzbékistan ont atteint 48,5 Md USD au 1^{er} juillet 2025, en hausse de 33,6% en g.a., soit environ 13,3 mois d'importations.

Dette externe

La dette externe totale de l'Ouzbékistan s'est établie à 68,4 Md USD au 1^{er} avril 2025, en hausse de 27,9% en g.a., soit 51,6% du PIB.

Notations

Le 26 juin 2025, l'agence de notation Fitch a rehaussé la note souveraine de l'Ouzbékistan en devises de BB- à BB, avec perspective stable. Cette notation refléterait un faible niveau d'endettement public, des réserves extérieures et budgétaires substantielles et une croissance potentielle élevée. Ces atouts sont contrebalancés par un PIB par habitant relativement faible, une forte dépendance aux matières premières, une inflation toujours élevée et un niveau élevé de dollarisation du secteur financier.

Au plan conjoncturel, Fitch relève le maintien d'une croissance élevée au 1^{er} trimestre 2025 (+6,8%), soutenue par la forte expansion du secteur des services, et qui devrait s'établir à 6,3% en 2025 et 2026. L'inflation devrait ralentir à 7% en 2026 (contre 9% en 2024). Le déficit budgétaire se serait avéré inférieur aux attentes en 2024 (3%, contre 4% attendu) grâce à une réduction des subventions énergétiques. Le déficit est attendu à 3% en moyenne en 2025 et 2026.

L'Ouzbékistan afficherait une performance supérieure à la moyenne des pays du groupe « BB » en matière de finances publiques. Avec une dette publique attendue à 32% du PIB en 2025 et 2026, il se situe en-dessous de la moyenne du groupe (54%). Les réserves de change (49,7 Md USD début juin 2025), qui couvriraient environ dix mois d'importations, sont également plus de deux fois supérieures au niveau médian de ce groupe. Leur augmentation a notamment été portée par la hausse du cours de l'or.

Biélorussie

Inflation

L'inflation annuelle a atteint **7,3% en juin 2025**, contre 7,1% en mai. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 10,5% pour les produits alimentaires, de 3,2% pour les produits non-alimentaires et de 7,1% pour les services.

Arménie

Compte courant

Selon la Banque centrale d'Arménie, au 1^{er} trimestre 2025, le déficit du compte courant a atteint **639 M USD** (9,7% du PIB en proportion sur l'année), contre un déficit de 325 M USD sur la même période de 2024.

Réserves

Au 1^{er} juillet 2025, les réserves de change s'élevaient à **4 Md USD** – en hausse de 20,5% en g.a. – couvrant 2,8 mois d'importations.

Kirghizstan

Notes souveraines

L'agence de notation Moody's a maintenu la note souveraine de long terme du Kirghizstan à **B3**, et amélioré la perspective de « stable » à « positive ». Cette révision traduirait l'amélioration des indicateurs macroéconomiques et financiers du pays, plus particulièrement la diminution du stock de dette publique, de 64% du PIB en 2020 à 37% en 2024. Selon l'agence, la note du pays pourrait être rehaussée en cas de poursuite des réformes structurelles, notamment en matière de gouvernance et de réduction de la vulnérabilité extérieure du Kirghizstan.

Activité

Selon une estimation préliminaire, le PIB du Kirghizstan a progressé de **11,7% au 1^{er} semestre 2025** (+13,4% hors mine de Kumtor). Au cours de cette période, la production industrielle a augmenté de 10,2% (+19,8% hors Kumtor), et les ventes de détail de 19,9%. L'investissement en capital fixe a augmenté de 42,9%

Inflation

L'inflation annuelle s'est établie à **8% en juin 2025**, soit au même niveau que le mois précédent.

Commerce extérieur

Le déficit commercial a atteint **4101 M USD en janvier-mai 2025** (contre 4191 M USD au cours de la même période de l'année passée). Les exportations ont reculé de 27,2% à 835 M USD, tandis que les importations ont diminué de 11,7% à 4936 M USD.

Réserves

Au 1^{er} juillet 2025, les réserves de change du Kirghizstan se sont élevées à **6 508 M USD**, en hausse de 72% en g.a. Elles représentaient 5,3 mois d'importations.

Sources des graphiques: Rosstat, S&P Global, calculs du SER

Tableaux de synthèse

CROISSANCE ET PRÉVISIONS	Variation du PIB, g.a.						Prévisions FMI, g.a.		PIB nominal		Population, M hab.
	2022	2023	2024	T1 2025	S1 2025	2025	2025	2026	Md USD	Par hab., USD	2025
									2024		
Russie	-1,4%	4,1%	4,3%	1,4%			1,5%	0,9%	2161	14 795	146,1*
Kazakhstan	3,2%	5,1%	4,8%	5,6%			4,9%	4,3%	285	14 149	20,3
Ouzbékistan	5,7%	6,3%	6,5%	6,8%			5,9%	5,8%	115	3 113	37,5
Biélorussie	-4,7%	4,1%	4%	3,1%			2,8%	2%	71	7 794	9,1
Arménie	12,6%	8,3%	5,9%	5,2%			4,5%	4,5%	26	8 613	3
Kirghizstan	9%	9%	9%	13,1%			6,8%	5,3%	17	2 471	7,3
Tadjikistan	8,0%	8,3%	8,4%				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		
	2023	2024	T1 2025	2023	2024	T1 2025	T4 24	2024	T1 25
Russie	4,1%	4,6%	1,1%	6,4%	7,2%	3,2%	2,3%	2,5%	2,3%
Kazakhstan	4,3%	2,8%	6,7%	7,7%	9,8%	4,8%	4,6%		
Ouzbékistan	6%	6,8%	6,5%	9,1%	9,9%	9,5%			
Biélorussie	7,7%	5,4%	2,1%	8,5%	11,8%	10,8%	3,1%	3%	2,8%
Arménie	4,1%	4,7%	-12,4%	11,1%	7,9%	5,2%			
Kirghizstan	2,7%	5,5%	16,3%	10,9%	14,4%	19,9%			
Tadjikistan	12%	20%							

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle						Cible d'inflation	Taux directeur	
	Janv-25	Fév-25	Mars-25	Avr-25	Mai-25	Juin-25		Actuel	Depuis
Russie	9,9%	10,1%	10,3%	10,2%	9,9%	9,4%	4%	20%	Juin-24
Kazakhstan	8,9%	9,4%	10%	10,7%	11,3%	11,8%	5%	16,5%	Mars-25
Ouzbékistan	9,9%	10,1%	10,3%	10,1%	8,7%	8,7%	5%	14%	Mars-25
Biélorussie	5,2%	5,6%	5,9%	6,5%	7,1%	7,3%	6%	9,5%	Juin-23
Arménie	1,7%	2,5%	3,3%	3,2%	4,3%	3,9%	4%	6,75%	Févr-25
Kirghizstan	6,7%	7%	6,9%	7,1%	8%	8%	5-7%	9%	Mai -24
Tadjikistan	3,6%	3,7%	3,4%	3,6%	3,8%		5% (±2)	8,25%	Mai-25

ENDETTEMENT ET RÉSERVES	Russie	Kazakhstan	Ouzbékistan	Biélorussie	Arménie	Kirghizstan	Tadjikistan
Dettes publiques (% PIB)	01/01/24	01/04/25	01/10/24	01/06/22	01/07/24	01/01/25	01/01/25
	15,8%	21,9%	35%	33%	45%	37,6%	25,2%
Dettes externes (% PIB)	01/07/24	01/01/25	01/04/22	01/10/24	01/04/24	01/01/25	01/07/2023
	14,9%	57,8%	59,3%	49,8%	62,7%	66,8%	52,2%
Réserves de change	01/03/25	01/04/25	01/01/25	01/07/25	01/07/25	01/07/25	01/06/23
Md USD	632,4*	50,3	41,2	11,5	4	6,5	3,2
Mois d'importations		8,1	11,2	2,7	2,8	5,3	6,5

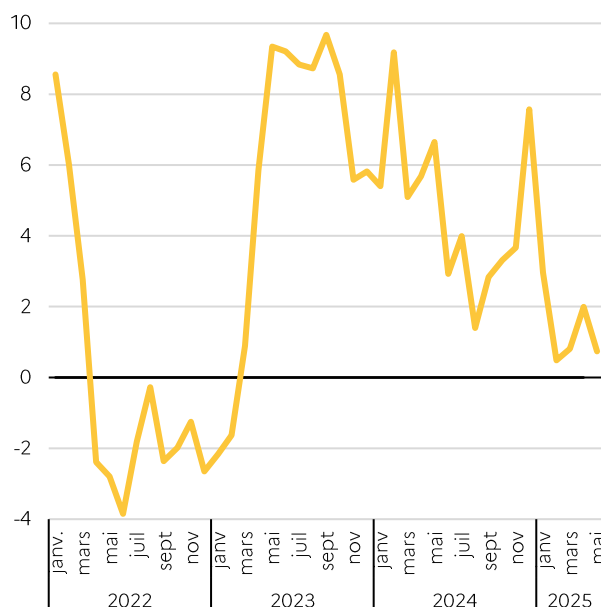
*Dont avoirs en devises gelés depuis février 2022 dans le cadre des mesures restrictives adoptées contre la Russie

FINANCES	Solde courant, % PIB*					Solde budgétaire, % PIB*		
	2022	2023	2024	T1 2025	Md USD**	2023	2024	T1 2025
Russie	10,6%	2,7%	2,5%	3,5%	18,1	-1,9%	-1,7%	-1%
Kazakhstan	3,1%	-3,3%	-1,3%	0,8%	0,5	-2,4%	-2,7%	0,2%
Ouzbékistan	-0,8%	-8,6%	-5,1%	-0,5%	-0,2	-5,5%	-3,3%	
Biélorussie	3,5%	-1,4%	-2,6%	-11,3%	-2			
Arménie	0,8%	-2,1%	-3,9%	-9,7%	-0,6	-2%	-3,7%	
Kirghizstan	-44%	-55%	-22%		-4,4	1%	2,4%	
Tadjikistan	15,6%	4,8%	6,2%		0,9		0,3%	

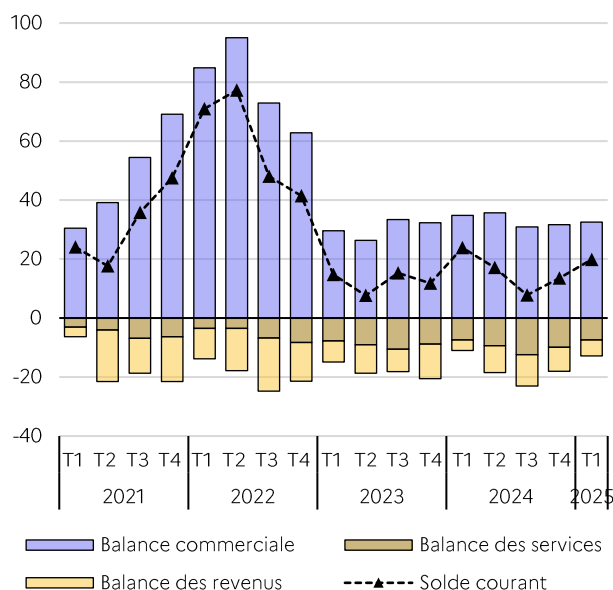
*En proportion sur l'année **dernière période disponible

Graphiques

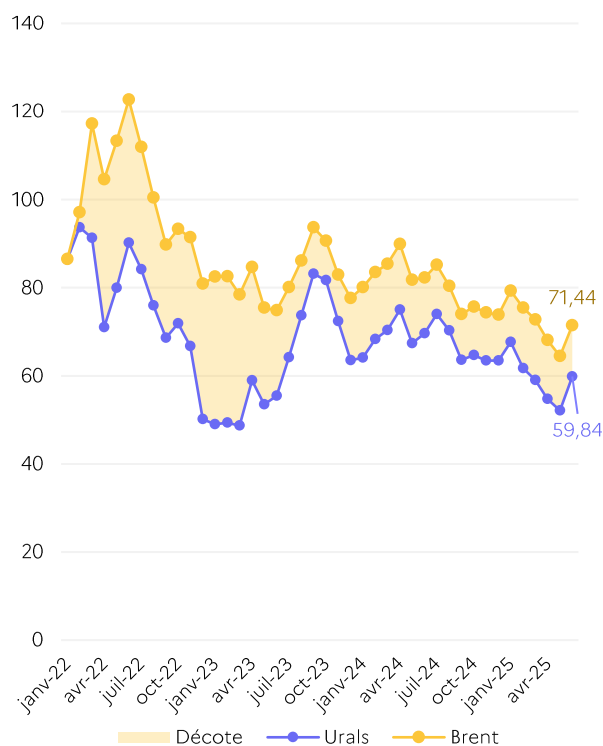
INDICE DE PRODUCTION DES SECTEURS
DE BASE EN RUSSIE (% , g.a.)



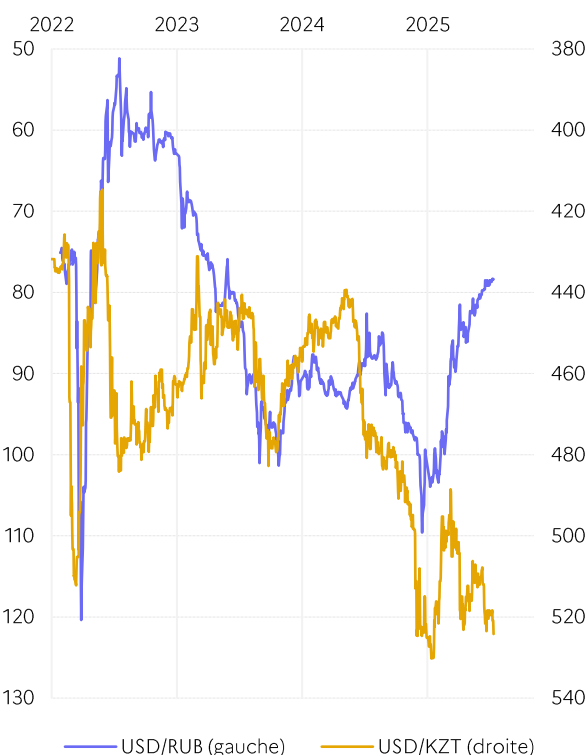
COMPTE COURANT DE LA RUSSIE
(MD USD)



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