

NOUVELLES ÉCONOMIQUES de l'EURASIE

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

Une publication du Service économique régional de Moscou
N°174 – 30 juillet 2025

Sommaire

Zoom : La Banque de Russie abaisse son taux directeur de 20% à 18%.....	2
Russie	6
Production industrielle.....	6
Ouzbékistan	6
Activité	6
Pouvoir d'achat	7

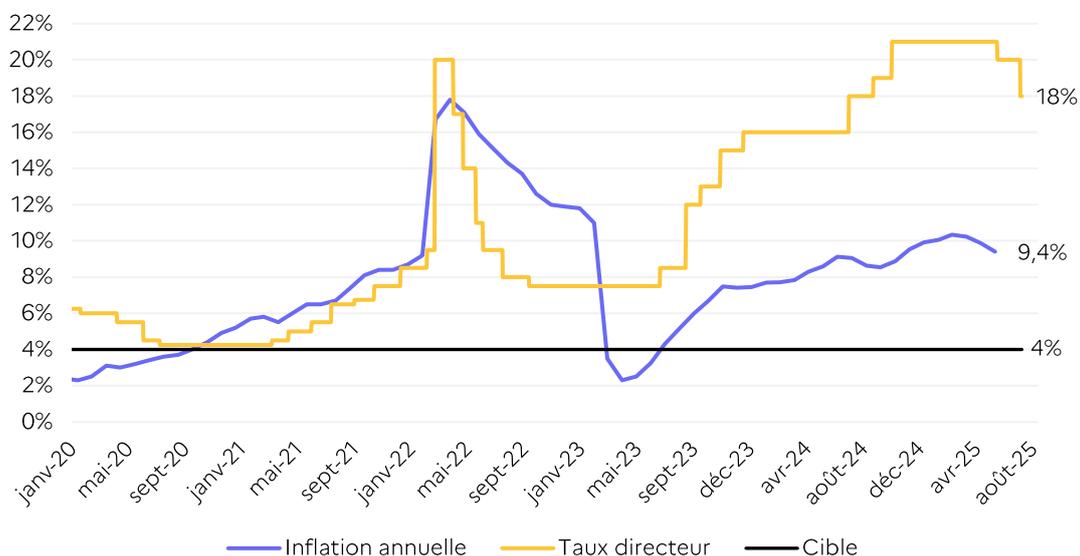
Arménie	7
Activité.....	7
Commerce extérieur.....	7
Kirghizstan.....	7
Politique monétaire.....	7
Tableaux de synthèse	9
Graphiques.....	10

Zoom : La Banque de Russie abaisse son taux directeur de 20% à 18%

La Banque de Russie a accéléré la détente de sa politique monétaire, avec une nouvelle baisse de taux de 200 points de base, de 20% à 18%. Cette décision constitue une réponse à la décélération de l'inflation des derniers mois, qui s'est produite plus rapidement qu'anticipé grâce à l'appréciation puis la stabilisation du rouble. Si la banque centrale affiche un plus grand optimisme, que traduit l'amélioration de ses prévisions macroéconomiques, et estime que la Russie est désormais sur la bonne voie pour revenir à la cible (4%) d'ici à 2026, elle demeure préoccupée par l'absence d'ajustement des anticipations d'inflation, qui sont obstinément élevées depuis 2022. L'évolution future de la politique monétaire est plus largement conditionnée à l'annonce prochaine des paramètres du budget en 2026, qui devra concilier maintien de l'effort de défense et mesures d'économie dans un contexte de durcissement des contraintes financières.

Le 25 juillet 2025, la Banque de Russie (BdR) a annoncé la baisse de son taux directeur de 200 points de base, de 20% à 18%. Elle fait suite à une première diminution du taux directeur le 6 juin dernier de 100 points (de 21% à 20%) et confirme l'assouplissement de la politique monétaire intervenu après une longue période restrictive. Cette décision avait été bien anticipée par la majorité des experts (21 sur 30 sondés par le quotidien RBC), tandis que d'autres prévoient une baisse plus conséquente de 300 pnb, option qui n'a finalement pas été envisagée par la Banque de Russie.

Figure 1. Inflation et politique monétaire



La désinflation observée depuis quelques mois a constitué le principal argument en faveur de la baisse des taux. Ce phénomène s'est produit plus rapidement qu'attendu par la BdR, avec une inflation annuelle atteignant 9,4% fin juin (contre 10,1% dans les prévisions d'avril) et 4,8% en moyenne au T2 en mesure annualisée et ajustée des variations saisonnières (contre 7% dans les prévisions d'avril). D'autres facteurs ont pesé sur cette décision, notamment une dispersion plus faible de l'inflation selon les catégories de biens et services et les régions, signalant une transmission du change au prix ne se limitant plus aux seuls biens durables; une baisse de l'écart de production; et une augmentation modérée du crédit, avec un ralentissement dans le segment des prêts à la consommation.

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

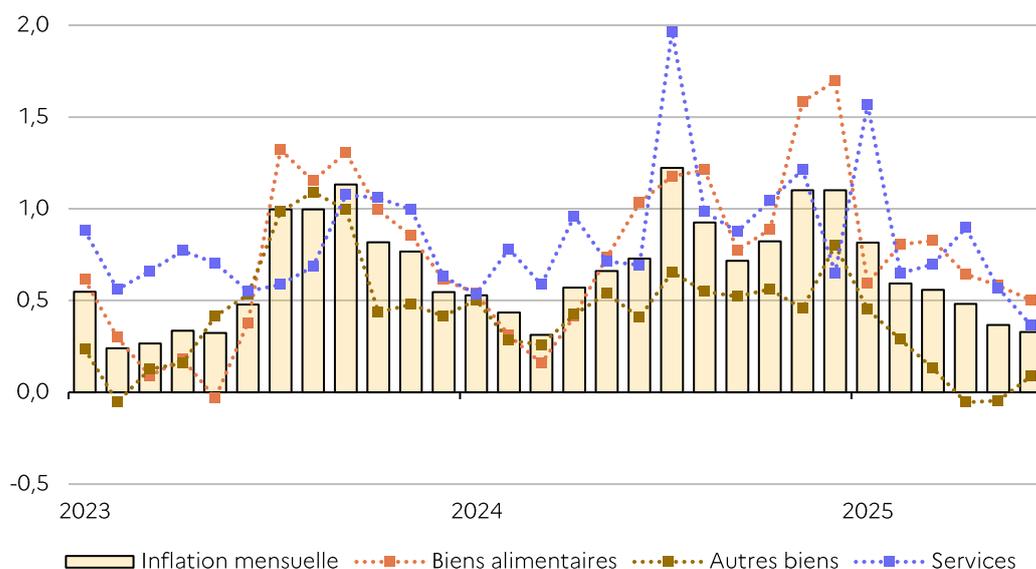
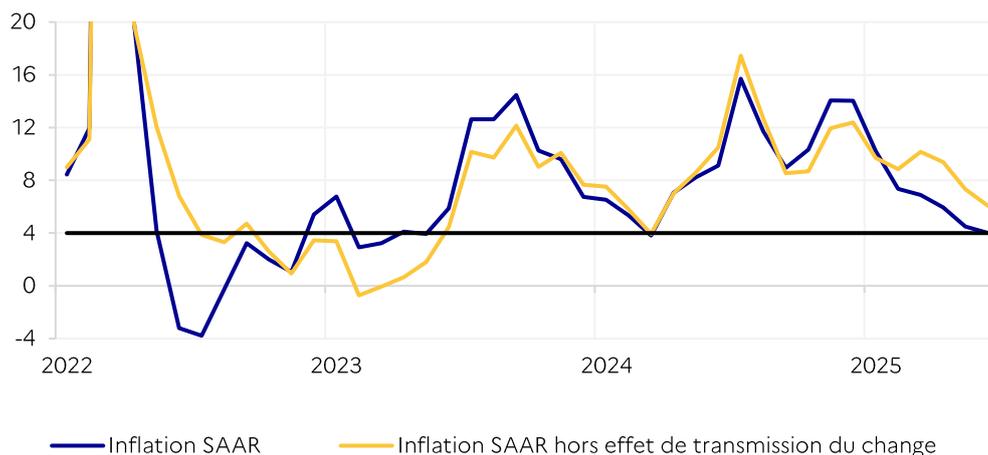


Figure 3. Inflation annualisée et ajustée des variations saisonnières (SAAR), %



Cette tendance favorable a conduit à un ajustement à la baisse des prévisions d'inflation et de taux directeur pour 2025. L'inflation annuelle est maintenant attendue entre 6 et 7% en fin d'année 2025 (contre 7 à 8% précédemment), tandis que la prévision moyenne du taux directeur sur l'année permet d'envisager un taux à 14-15% en fin d'année, et exclut désormais tout relèvement d'ici là. De façon plus surprenante, la Banque de Russie a laissé inchangée sa prévision d'activité (+1-2% en 2025) malgré un résultat en deçà des attentes au T1 (+1,4%, contre une prévision de +2%)

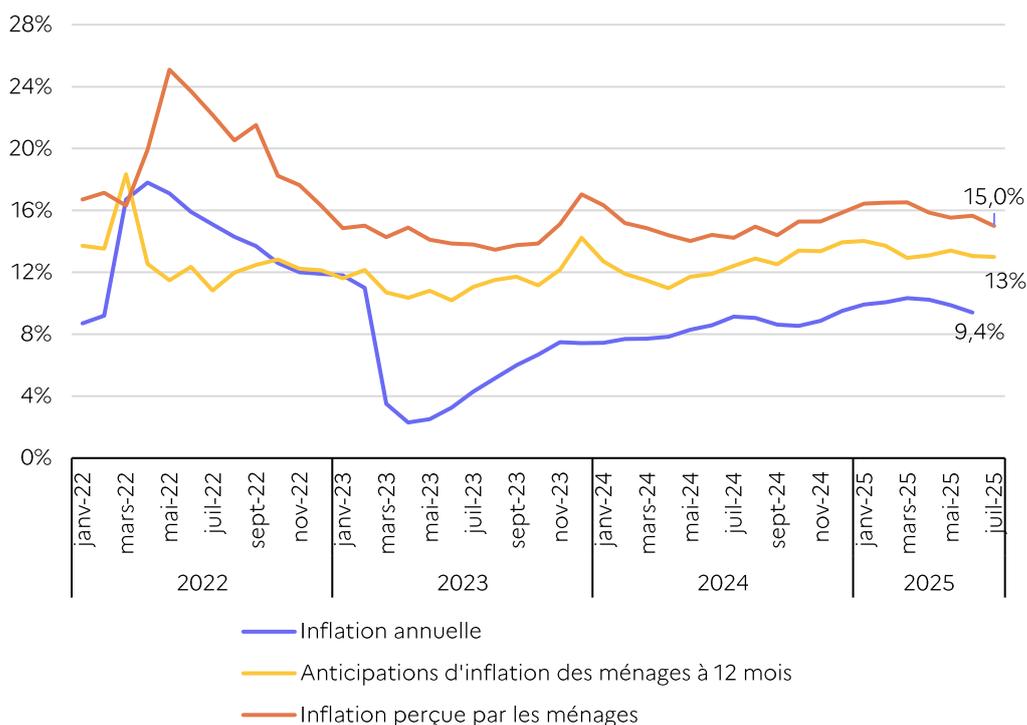
et un net ralentissement de la croissance fin juin. La BdR s'attend à ce que l'activité soit soutenue par la reprise de la production pétrolière consécutive au relèvement des quotas par l'OPEP+. Le prix moyen du pétrole russe a toutefois été revu à la baisse à 55 USD en 2025 et 2026 (contre 60 USD précédemment) et devrait se répercuter négativement sur le niveau des exportations et de l'excédent courant.

Prévisions macroéconomiques actualisées 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

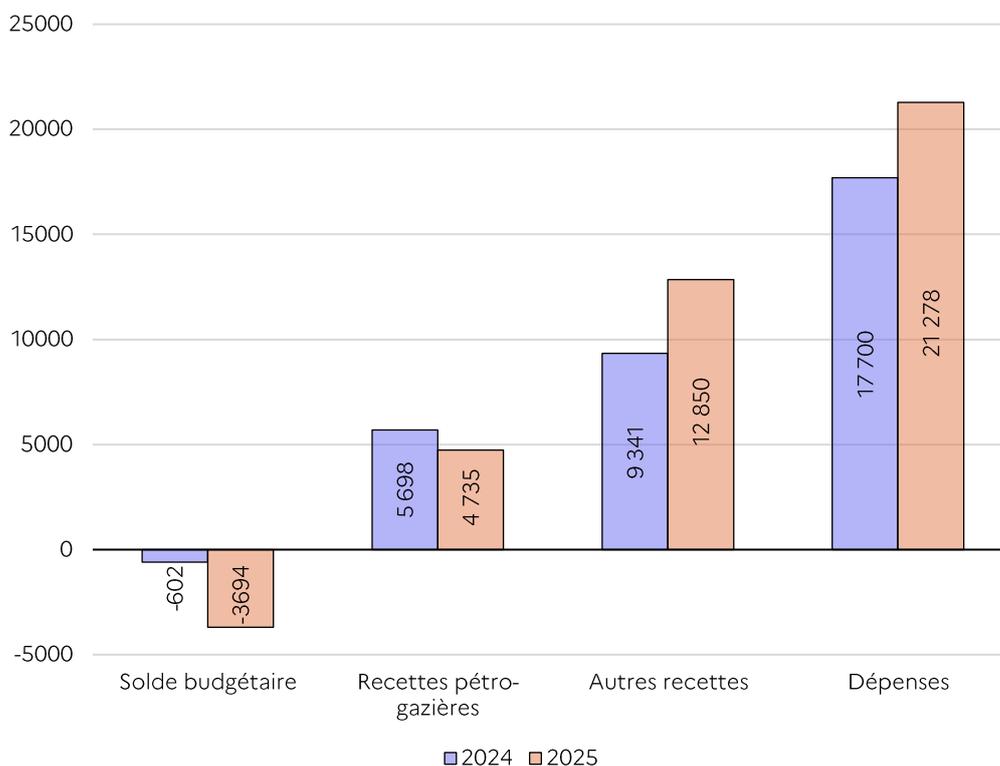
Malgré le plus grand optimisme affiché par la banque centrale, cette dernière met en garde sur la prévalence des risques inflationnistes. Ceux-ci découlent toujours, au premier chef, du niveau élevé des anticipations d'inflation des ménages (13% sur un an en juillet), qui n'ont pas connu de baisse notable depuis la réunion précédente, et pourraient être affectées par des effets de second tour causés par le relèvement significatif des tarifs réglementés (énergie, eau, chauffage, etc..) début juillet. En dépit d'une légère amélioration, la situation sur le marché du travail continue également de tirer les prix à la hausse, avec une augmentation des salaires réels toujours supérieure à celle de la productivité. Enfin, les risques extérieurs persistent en lien avec les pressions à la baisse sur les prix pétroliers et un potentiel renforcement des sanctions.

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



La politique budgétaire constitue un facteur d'incertitude supplémentaire pour l'évolution des taux. Alors que la première mouture du projet de budget pour 2026 devrait être présentée prochainement, le risque d'un écart par rapport aux prévisions initiales apparaît désormais plus prononcé. En effet, le déficit du budget fédéral a atteint 1,7% du PIB sur la première moitié de l'année, soit le montant prévu pour l'ensemble de l'année, sur fond de contraction marquée des recettes pétro-gazières (-17%) et d'accélération des dépenses (+21%). Le contexte de baisse des prix pétroliers, qui s'accompagne également d'une baisse des réserves liquides du Fonds souverain et d'une augmentation du service de la dette, devrait contraindre la Russie à des mesures d'économie : le président du comité budgétaire du Conseil de la Fédération Anatoliy Artamonov a ainsi appelé à réaliser 2 Md RUB d'économies (soit l'équivalent de 5% des dépenses prévues en 2025) en s'attaquant aux multiples subventions accordées à l'économie, qui pèsent pour près « d'un tiers du budget » et en augmentant les sources de revenus non fiscaux (relèvement des amendes, taxes sur le recyclage, accises sur le tabac et l'alcool, etc.). Ces économies permettraient de sanctuariser le niveau de dépenses consacrées à la défense et la sécurité intérieure.

Figure 5. Exécution du budget fédéral au 1^{er} semestre, Md RUB



Compte tenu de ces risques, la Banque de Russie maintient sa prudence habituelle. Le signal adossé à la décision est resté neutre (« les décisions futures seront adoptées selon le caractère durable de la baisse de l'inflation et des anticipations d'inflation »), alors que la gouverneure E. Nabioullina a souligné que la Russie n'était « qu'au début du chemin » assurant le retour à la cible. Celui-ci s'apparenterait à une « guérison » plutôt qu'à un simple « traitement des symptômes », et exigerait non seulement une inscription dans la durée de la baisse de l'inflation, mais aussi et surtout de la perception de cette dernière par les ménages et les entreprises.

Russie

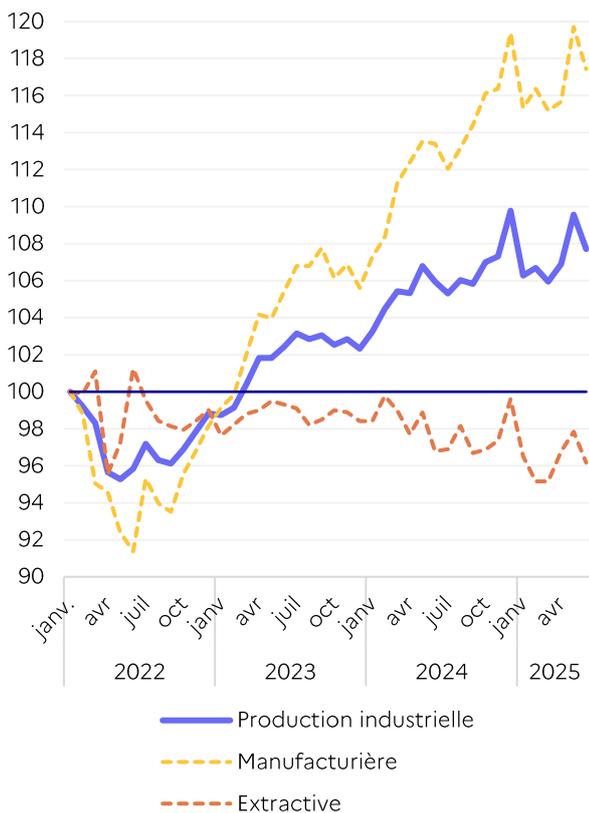
Production industrielle

La production industrielle a progressé de **1,4% en g.a. au 1^{er} semestre 2025**, contre une hausse de 4,8% au 1^{er} semestre 2024. L'industrie extractive a enregistré un recul de 2,4% (-0,5% au S1 2024), tandis que l'industrie manufacturière a vu sa production augmenter de 4,2% (+8,6% au S1 2024).

En juin, la production industrielle a augmenté de **2% en g.a.** (après 1,8% en mai), dont une hausse de 4,1% dans l'industrie manufacturière (4% en mai) et une baisse de 0,9% dans l'industrie extractive (-1,1% en mai).

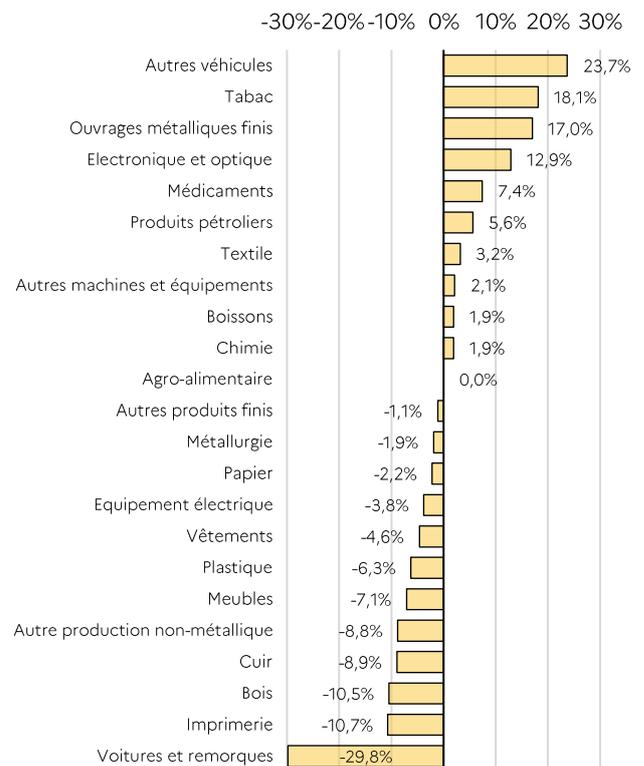
En glissement mensuel ajusté des variations saisonnières, l'activité industrielle s'est contractée de **1,7% en juin**. Après la forte progression constatée en mai (+3,5%), l'activité manufacturière s'est rééquilibrée (-1,9%), alors que la production extractive a enregistré une baisse plus prononcée (-1,7% après +1,1% en mai).

Figure 1. Production industrielle en niveau, janv. 22= 100



L'industrie manufacturière reste caractérisée par une tendance générale au ralentissement de la croissance. Si le nombre de branches manufacturières en baisse d'activité a diminué en juin (12 sur 23, contre 14 sur 23 en janvier-mai 2025), une majorité de branches (14 sur 23) ont vu leurs taux de croissance ralentir. Ce ralentissement a été particulièrement marqué dans l'industrie automobile (-29,8%, après -13,7% en janvier-mai), le bois (-10,5% après -1,9%) et les « autres véhicules », qui comprennent une forte composante militaire (+23,7% après +37,6%). La tendance s'est néanmoins améliorée pour des industries telles que celles du tabac (+18,1% après +2,8%), des produits pétroliers (+5,6% après +0,8%) et du cuir (-8,9% après -16,9%).

Figure 2. Variation de la production manufacturière en juin 2025, g.a., %



Ouzbékistan

Activité

Selon une première estimation, le PIB a augmenté de **7,2% au 1^{er} semestre 2025**. Au cours de cette période, la production

industrielle a progressé de 6,6% (contre 7,8% au S1 2024), les ventes de détail de 9,7% (contre 8,4% au S1 2024) et la construction de 10,7% (contre 10,1% au S1 2024).

Pouvoir d'achat

Les revenus réels des ménages ont progressé de 9,5% au 1^{er} semestre 2025 soit un peu moins que l'année passée (11,9%).

Arménie

Activité

L'indice d'activité économique a progressé de 6,3% au 1^{er} semestre 2025. En juin 2025, l'indicateur a progressé de 8,6%, en léger ralentissement par rapport au mois précédent (10,4%).

Au cours de cette période, la croissance est restée vive dans la construction (+18,5%), les services (+9,8%) et l'agriculture (+7,3%). L'industrie a cependant enregistré un recul considérable (-12,1%), notamment lié au recul des activités de dégrossissage de l'or.

Commerce extérieur

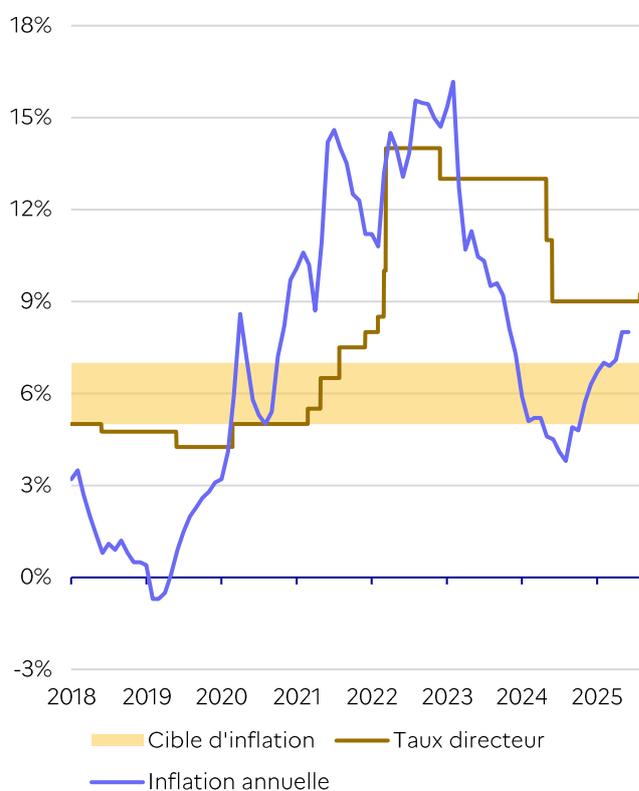
La balance commerciale est ressortie en déficit à 2158 M USD au 1^{er} semestre 2025, contre un déficit de 1673 M USD au 1^{er} semestre 2024. Les exportations ont diminué de 52,8% à 3756 M USD, et les importations de 38,6% à 5913 M USD. La contraction du commerce extérieur arménien s'explique en particulier par la chute de la réexportation de métaux et pierres précieuses et semi-précieux (or, diamant).

Kirghizstan

Politique monétaire

Le 28 juillet 2025, la Banque nationale du Kirghizstan (BNK) a décidé de relever son taux directeur de 25 points de base à 9,25%. Cette décision intervient alors que l'inflation annuelle est repartie à la hausse depuis l'été 2024, et dépasse le couloir ciblé par la Banque nationale (5-7%) depuis avril dernier.

Figure 3. Politique monétaire et inflation



La BNK attribue la hausse de l'inflation à des facteurs de nature temporaire. Ces derniers comprennent un effet de base faible, la hausse saisonnière des prix alimentaires et la correction à la hausse du prix des services après l'augmentation des tarifs de l'électricité.

L'inflation est également alimentée par le dynamisme marqué de l'activité économique. Le PIB du Kirghizstan a progressé de 11,7% sur la première moitié de l'année, favorisant une croissance de la demande intérieure dans un contexte de hausse des revenus des ménages.

Enfin, l'environnement extérieur accroît les risques inflationnistes. L'inflation reste élevée chez les principaux partenaires économiques régionaux du Kirghizstan (Russie, Kazakhstan), et l'instabilité commerciale mondiale est à l'origine d'une volatilité accrue du prix des matières premières énergétiques et alimentaires.

Source des graphiques : Rosstat, 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						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%	7,2%		5,9%	5,8%	115	3 113	37,5
Biélorussie	-4,7%	4,1%	4%	3,1%	2,1%		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%	18%	Juill-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%	9,75%	Juin-25
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%	9,25%	Juil -25
Tadjikistan	3,6%	3,7%	3,4%	3,6%	3,8%	3,6%	5% (±2)	8,25%	Mai-25

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

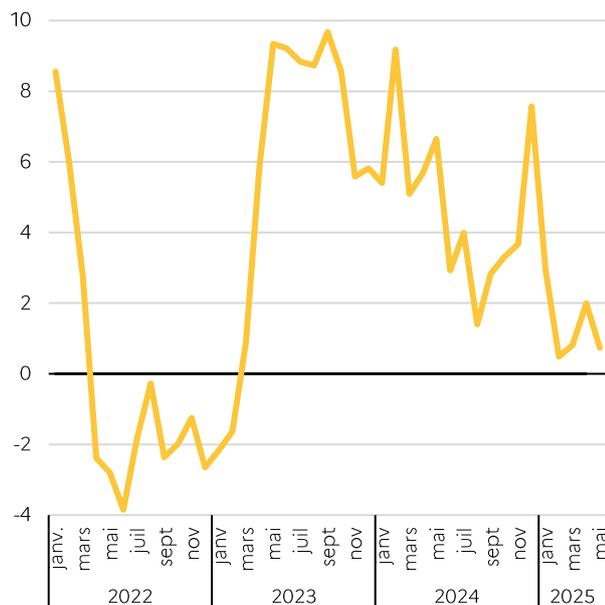
*Dont avoirs en devises gelés depuis février 2022 dans le cadre des mesures restrictives adoptées contre la Russie

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%	

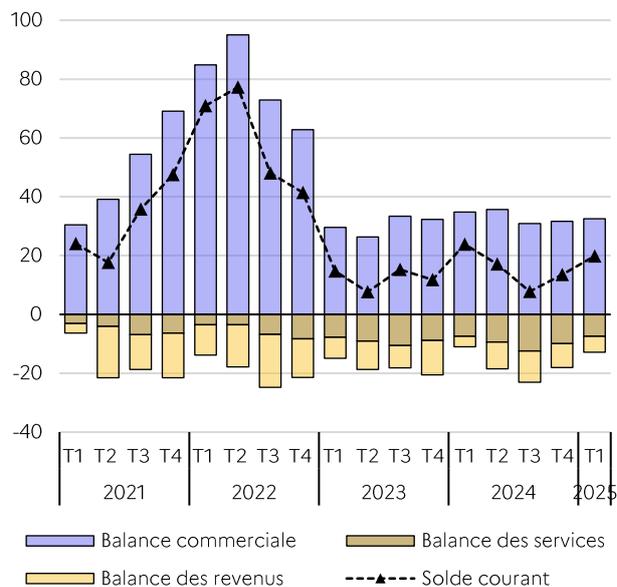
*En proportion sur l'année **dernière période disponible

Graphiques

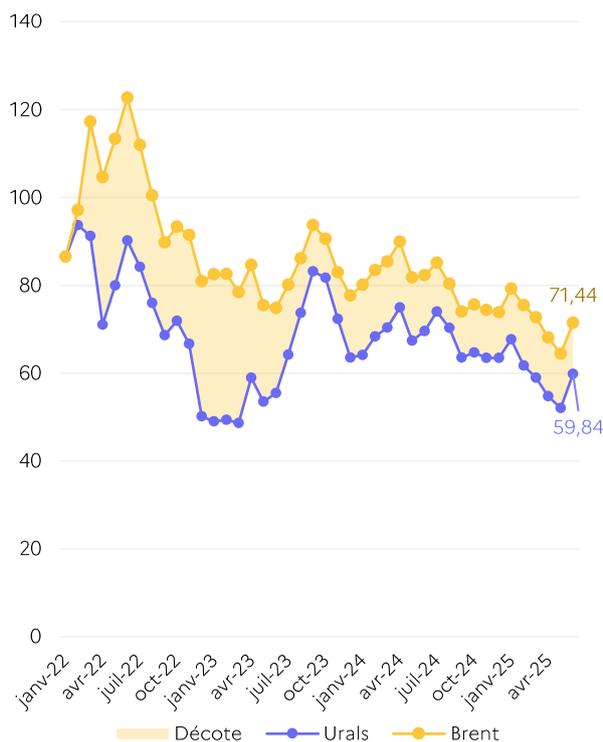
INDICE DE PRODUCTION DES SECTEURS DE BASE EN RUSSIE (% , g.a.)



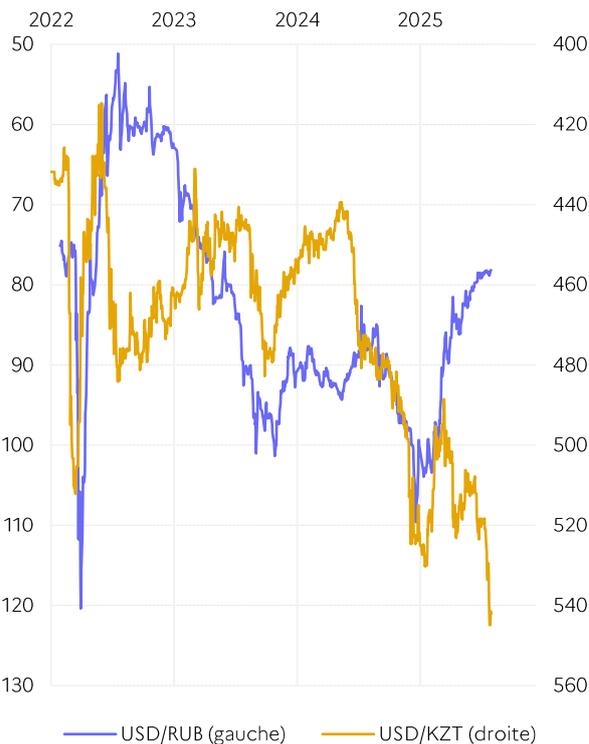
COMPTE COURANT DE LA RUSSIE (MD USD)



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