



NOUVELLES ÉCONOMIQUES de l'EURASIE

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

Une publication du Service économique régional de Moscou
N°197 – 30 mars 2026

Sommaire

Zoom : La Banque de Russie
abaisse son taux directeur de
15,5% à 15% 2

Russie 8

Compte courant..... 8

Rapport annuel de la Banque de
Russie 8

Ouzbékistan10

Politique monétaire10

Biélorussie 10

Pouvoir d'achat 10

Arménie11

Activité.....11

Commerce extérieur11

Tadjikistan11

Inflation.....11

Tableaux de synthèse 12

Graphiques 13

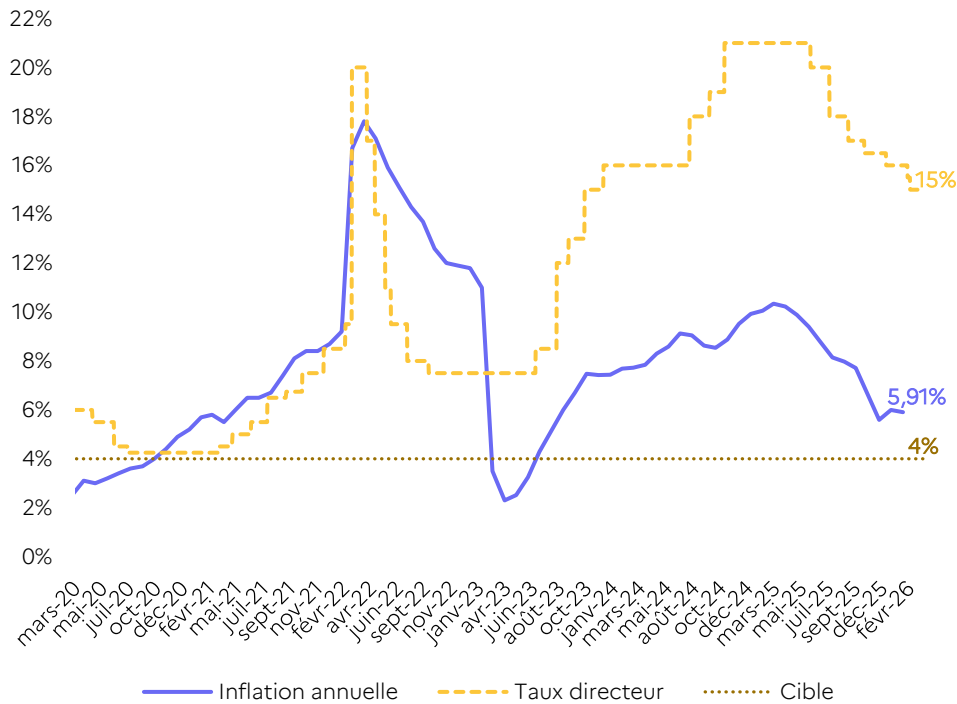
Zoom : La Banque de Russie abaisse son taux directeur de 15,5% à 15%

La Banque de Russie a abaissé pour la 7^e fois consécutive son taux directeur, descendu à 15%, en cohérence avec un signal globalement adouci depuis l'automne 2025 et le ralentissement concomitant de l'activité. Les milieux d'affaires, principaux avocats d'une baisse prononcée des taux (13% souhaités en fin d'année pour la banque PSB, sinon 7% dans un scénario optimiste) attendaient *a minima* une telle décision. Le fait de conserver l'échelle de 50 p.d.b. (comme pour les trois décisions précédentes) démontre toutefois que le cadre monétaire demeure restrictif, posture assumée par la BdR, étant donné que les risques inflationnistes prévalent sur leur pendant désinflationniste – et ce en dépit d'une inflation annuelle qui continue de décroître (+5,91% en g.a. en février). Si l'arbitrage entre maîtrise de l'inflation et « relance » de la croissance est de plus en plus manifeste, la Banque s'en tient à la première, notamment du fait de la contribution encore approximative des réformes fiscales au renchérissement des prix et d'attentes inflationnistes encore élevées. La cible (4%) et l'objectif de désinflation de la BdR en ressortent inchangés. La crise au Moyen-Orient est évoquée comme facteur de déstabilisation, mais volontiers éclipsé par l'influence des paramètres budgétaires, dont la refonte fait l'objet d'actives discussions.

Le 20 mars 2026, la Banque de Russie (BdR) a décidé d'abaisser de 50 points de base (p.d.b.) son taux directeur, de 15,5 à 15%, soit la 7^e baisse consécutive depuis juin 2025. Le régulateur continue d'avancer prudemment dans le relâchement des conditions de crédit qui demeurent restrictives, mais qui font aussi écho à une situation du secteur privé russe complexe (pour rappel, -2,1% de croissance en janvier 2026 en g.a.). La décision était attendue de par la plupart des experts¹ (26 sur 30), le reste ayant anticipé une baisse plus généreuse de 100 p.d.b. à 14,5% grâce au ralentissement de l'inflation annuelle en février 2026 (5,91%). La gouverneure E. Nabiullina a confirmé ces deux options, la première ayant emporté un large consensus, bien qu'une pause ait aussi été considérée.

¹ Du consensus d'experts mobilisé par le média RBC, composés de banquiers et analystes financiers.

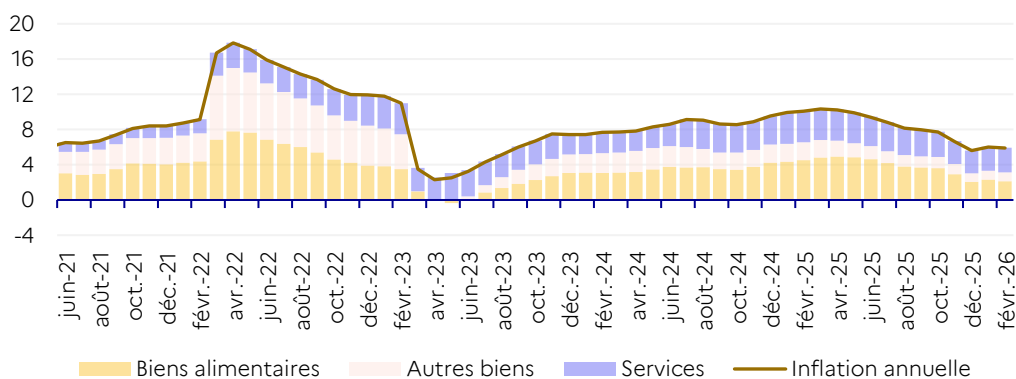
Figure 1. Inflation et politique monétaire



Source : Banque de Russie, Rosstat.

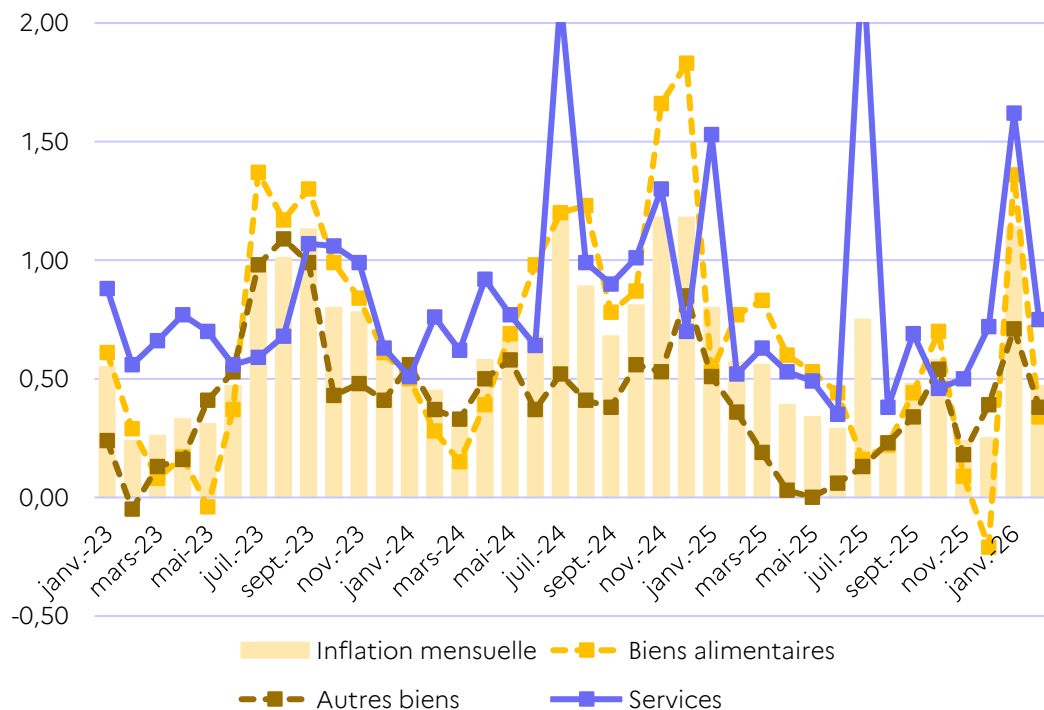
Bien qu'il faille attendre les résultats consolidés postérieurs au 1^{er} trimestre, le pic inflationniste de janvier attendu du fait des réformes fiscales semble être passé. L'inflation en mesure annualisée et ajustée des variations saisonnières atteint ainsi 10,2% en moyenne sur janvier-février, contre 4,4% au 4^e trimestre 2025. L'inflation sous-jacente annualisée et ajustée des variations saisonnières sur cette période est grimpée à 7%, contre 5% au 4^e trimestre. Ces deux indices signalent la contribution à l'inflation du relèvement de TVA et de la taxe de recyclage. En revanche, pour le seul mois de février, l'inflation mensuelle annualisée affiche 5,8% en mesure corrigée des variations saisonnières, contre 14,6% en janvier – ce qui confirmerait la relative normalisation de l'augmentation des prix du début d'année.

Figure 2. Evolution de l'inflation annuelle (%) et de ses principales contributions (p.p.)



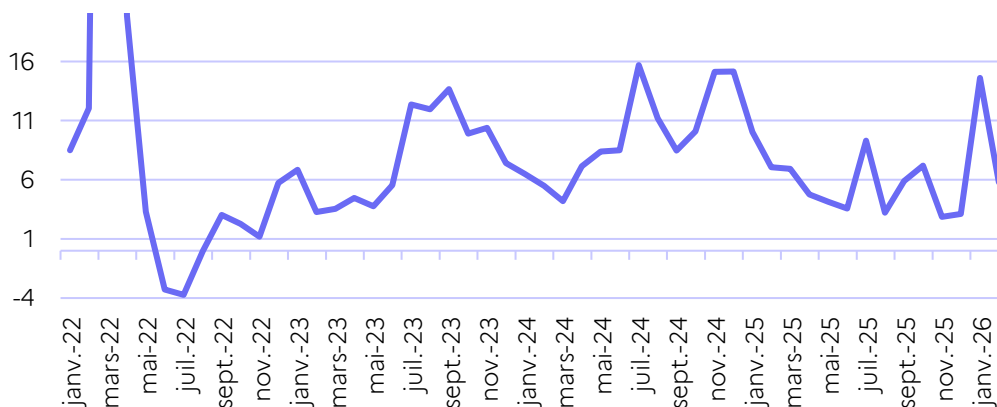
Source : Banque de Russie, Rosstat.

Figure 3. Evolution mensuelle des prix corrigée des variations saisonnières, %



Source : Banque de Russie.

Figure 4. Inflation mensuelle en mesure annualisée et ajustée des variations saisonnières, %



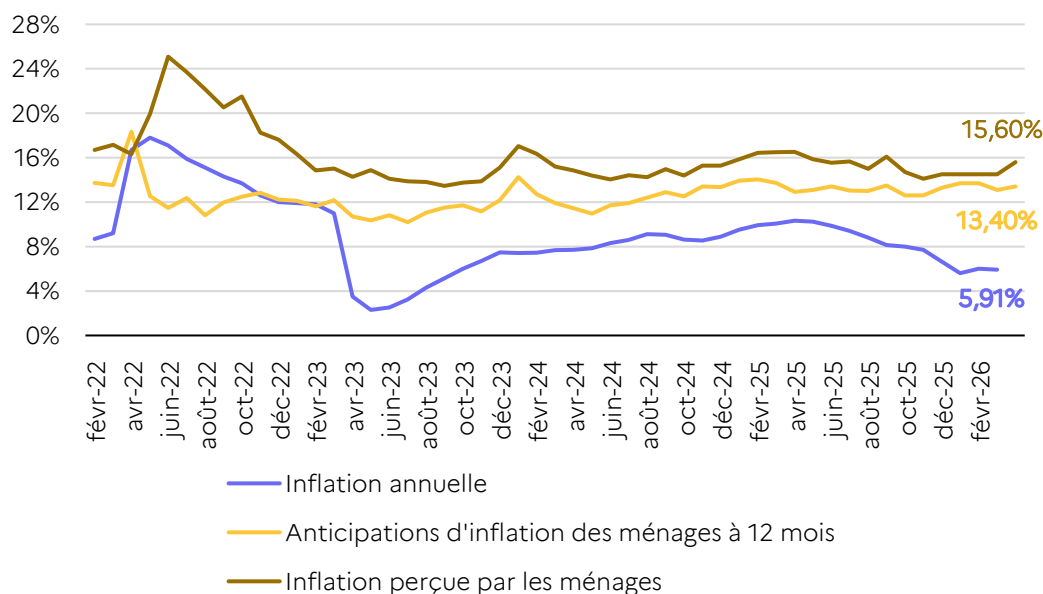
Source : Banque de Russie.

L'inflation annuelle au 16 mars affiche 5,9% en g.a., soit une valeur stable par rapport au chiffre consolidé pour février 2026, lui-même en baisse par rapport à janvier (6%). La BdR continue de faire prévaloir les risques inflationnistes sur leur pendant désinflationniste, en cela que, malgré une baisse « objective » des prix (telle que relevée par la BdR et Rosstat), les anticipations d'inflation des ménages à 12 mois restent élevées, à 13,4%. Cette légère hausse (+0,3 p.p.) pourrait dénoter un désancrage de l'indicateur, qui reste l'un des principaux obstacles à un abaissement drastique des taux pour la Banque, « inquiète² » de ce phénomène. Les

² Terme employé par E. Nabiullina au cours de la conférence de presse connexe à la décision de taux.

ménages affichent encore une propension à épargner, bien que celle-ci soit en léger déclin du fait de taux en baisse. Ceci étant, le résultat du sondage peut être influencé par la période de réalisation de l'enquête (3 au 12 mars, soit la période d'affaiblissement temporaire du rouble, voir ci-dessous) tout comme – mais à la marge – la refonte des paramètres budgétaires en cours de discussion.

Figure 5. Perception de l'évolution des prix par les ménages



Source : Banque de Russie, inFOM.

Le contexte de la présente décision de taux est celui d'une normalisation de l'activité. La BdR prend acte du recul de janvier 26 et du refroidissement de la demande, issu de l'effet de base de 2025 lui-même symptomatique d'un « atterrissage » de l'économie. Le marché de l'emploi poursuit sa détente avec un nombre d'entreprises en déficit de cadre à son plus bas depuis la mi-2023, et une indexation des salaires réduite pour 2026, conformément à la tendance inflationniste baissière observée. Le chômage reste toutefois fixé à un minimum historique (2,2%) et, pour l'heure, la hausse des salaires (+4,4% en g.a. en réel en 2025) continue de dépasser celle de la productivité du travail (chiffre indisponible pour 2025, +3,4% en g.a. en 2024³). Ce ralentissement général se reflète enfin dans les taux d'intérêt qui ont décliné sur la majorité des marchés financiers, bien que les autres conditions de prêt demeurent strictes (solvabilité de l'emprunteur, apport, garant), tendance accompagnée par une activité de crédit amoindrie, notamment côté entreprise. La BdR dresse enfin un rapide bilan du stock d'investissements en capital fixe, chiffré à 42 600 Md RUB (513 Md USD, mais à prix courants) en 2025, avec de fortes disparités par secteurs : l'industrie manufacturière et les services captent ainsi plus de fonds grâce « à un soutien public et une politique de substitution aux importations », traduction d'un investissement public massif tourné vers l'effort de guerre. Le régulateur reconnaît cependant des plans d'investissement plus ténus en 2026 (déjà démontré par l'Institut

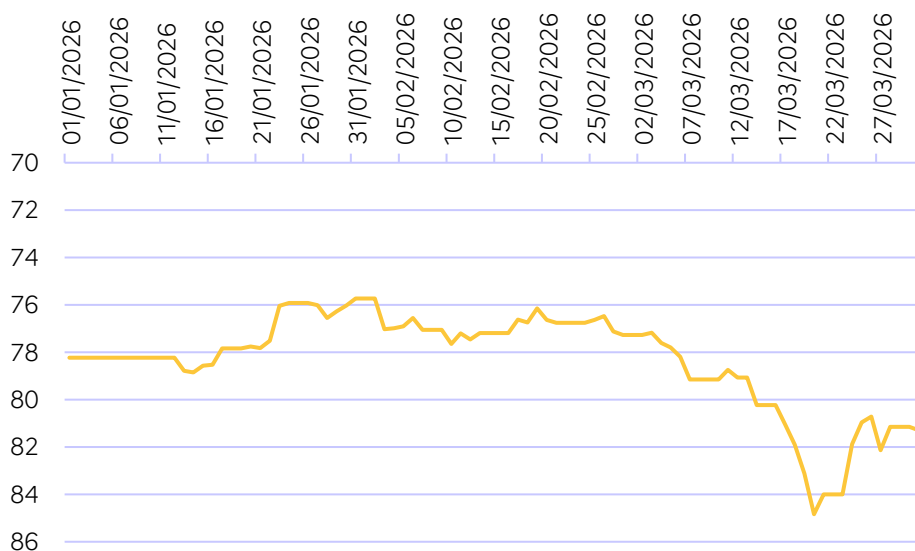
³ Pendant la phase de surchauffe, soit un épiphénomène ; les données pour 2025 ne sont pas publiées.

Stolypine), un témoin de la contraction du résultat financier du secteur privé en 2025.

Sur fond de la crise au Moyen-Orient, la gouverneure E. Nabiullina a également abordé les conséquences de celle-ci sur l'économie russe, qu'elle estime pour l'heure limitées en dehors d'une exacerbation des pressions inflationnistes (perturbations des chaînes logistiques). Les effets dépendront néanmoins « de la durée et de l'ampleur » de la crise. A court terme, les cours élevés du pétrole et d'autres produits d'exportation russes (essentiellement hydrocarbures) soutiendraient les revenus d'exportation et le cours du rouble via la conversion de devises, mais à plus long terme, la crise pourrait avoir un effet négatif sur la croissance et l'investissement au niveau mondial, créer de l'inflation importée chez les acheteurs de biens énergétiques, qui elle-même se transmettrait à l'économie russe. Il est cependant trop tôt pour circonscrire l'impact réel de la situation sur la Russie, y compris sur ses finances (voir le n°196). Quant à l'affaiblissement du rouble en mars (-4% en moyenne entre le 1^{er} et le 26 mars en g.m.) celui-ci serait épisodique, reflétant la situation des cours pétroliers de janvier-février ainsi que la non-conduction d'intervention de change en mars, et également situé dans un intervalle prévu par la Banque centrale. De ce fait, les variations du taux de change n'ont pas joué de rôle dans la présente décision de politique monétaire.

Figure 6. Evolution du taux de change USD/RUB depuis 2022 (1) et entre le 1^{er} et le 26 mars (2) (échelle inversée)





Enfin, le régulateur a digressé sur la politique budgétaire comme facteur d'augmentation ou de réduction de la marge d'abaissement des taux, ce qui inclut notamment le prix-pivot faisant l'objet de discussions au sein de l'exécutif. La posture de la BdR est d'approuver sa révision à la baisse si celle-ci s'accompagne d'une limitation des dépenses budgétaires, auquel cas l'effet cumulé serait désinflationniste. En revanche, si la baisse du prix-pivot mène à un assèchement des recettes budgétaires sur fond de dépenses soutenues, et donc contraignant à recourir à de l'emprunt supplémentaire, les effets inflationnistes produits impliqueraient le retour à une politique monétaire plus restrictive.

Le signal du Conseil des gouverneurs concernant cette décision de taux est donc « modérément doux », en miroir de la baisse des taux observée sur le marché. Pour autant, le régulateur se réserve le droit d'ajuster sa politique monétaire compte tenu de nombreuses variables, à savoir des anticipations d'inflation des ménages encore élevées, des paramètres budgétaires en pleine reconfiguration, ainsi que, à la marge, des pressions inflationnistes générées par la crise au Moyen-Orient, dont les retombées pour l'économie russe ne sont pas encore claires.

Russie

Compte courant

Selon une estimation préliminaire de la Banque de Russie, l'excédent du compte courant s'est établi à 0,4 Md USD en janvier 2026 (0,2% du PIB en proportion sur l'année), contre un excédent de 2,8 Md USD en janvier 2025. La contraction de l'excédent courant en g.m. résulte de facteurs saisonniers d'une part, et d'un excédent commercial moindre (baisse des exportations supérieure à celle des importations) combiné à un creusement du déficit de revenus primaires et secondaires (d'après la Banque centrale, dû à une hausse du volume de dividendes détenus par les non-résidents) en g.a.

Rapport annuel de la Banque de Russie

La Banque de Russie a publié son rapport annuel pour 2025. Elle y détaille son résultat financier décomposé en 942,2 Md RUB de revenus et 1 127 Md RUB de dépenses, en raison d'une baisse du volume de refinancement des banques commerciales (elle-même due à la baisse de la distribution de crédit). Elle rappelle également les grands jalons de sa politique monétaire et macroprudentielle, et dresse un bilan de l'économie russe.

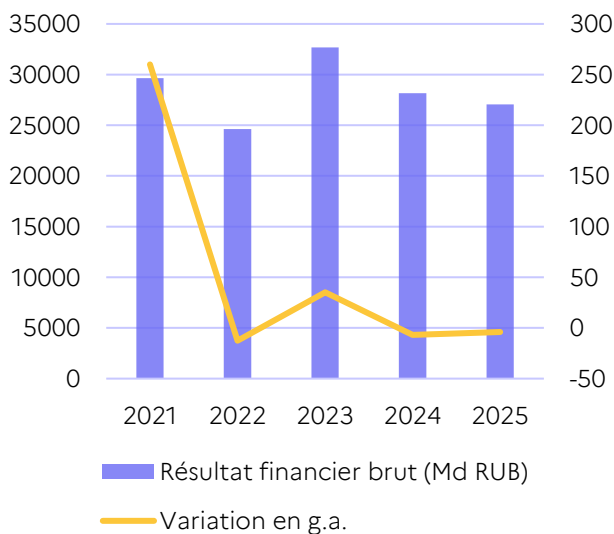
A noter dans ce rapport la progression des **prêts fléchés vers des projets de souveraineté technologique** (1 300 Md RUB d'encours, x2,2 en g.a.), taxonomie définie par la banque d'investissement VEB.RF, et qui comprend des secteurs comme la construction navale (tankers), l'industrie électronique, pharmaceutique, le ferroviaire, le transport, les processus d'automatisation.

Point régulièrement soulevé par la gouverneure E. Nabiullina, le marché de capitaux affiche encore une **prédominance du financement obligataire** (+15,2% en g.a. soit +4 600 Md RUB) par rapport aux introductions en bourse encore marginales (+22,6% pour un montant de 125,2 Md RUB) et inférieures au niveau de 2023 (128,5 Md RUB). L'émission d'actifs financiers numérique progresse quant à elle rapidement (x2,8 en g.a., 1 700 Md RUB).

Au niveau de l'activité, la Banque rappelle le refroidissement économique de 2025 et les moteurs de la croissance, qui sont l'industrie manufacturière (dont le complexe militaro-industriel, 0,5 p.p. de contribution) et les affaires publiques (dont la sécurité militaire, 0,3 p.p.). Le tropisme militaire de la hausse du volume de production manufacturière transparaît avec l'apport des moyens de transports, ouvrages métalliques finis et équipement d'électronique et optique dans la production manufacturière totale (+10,4% de contribution en 2025).

Le résultat financier du secteur privé hors PME, banques et administrations se chiffre à 27 100 Md RUB en 2025, soit une baisse de 3,9% en g.a. Ce déclin résulte notamment du ralentissement susmentionné et de l'inertie du coût du crédit.

Figure 7. Résultat financier brut du secteur privé



Source : Rosstat, Banque de Russie.

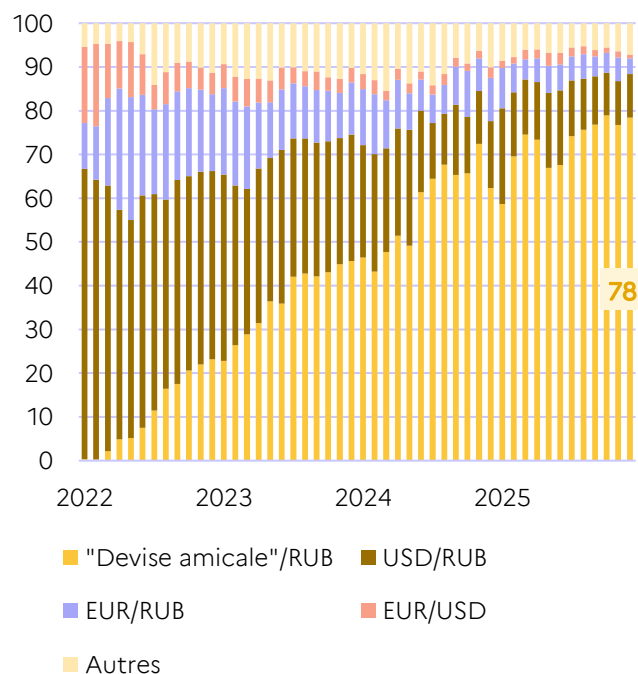
Dans un encart sur la politique budgétaire, la BdR réitère que l'Etat a fourni une impulsion budgétaire plus importante en 2025 que prévu dans la loi de finances, alimentant ainsi le déficit structurel primaire en parallèle d'une utilisation des avoirs du fonds souverain. Les revenus du budget fédéral ont représenté 17,5% du PIB (contre 18,7% du PIB en 2021 par exemple), déclinant du fait du plus faible niveau de recettes liées aux hydrocarbures depuis 10 ans. Le déficit budgétaire accusé en 2025 est en outre le plus important depuis 10 ans hors années 2015 et 2020, à l'instar des dépenses.

D'après le régulateur, le volume d'actifs du FBEN a crû de 12,9% en 2025, notamment grâce à la comptabilisation des revenus pétrogaziers supplémentaires accumulés en 2024, mais aussi des cours de l'or particulièrement élevés. La part liquide de ces avoirs n'a crû quant à elle que de 7,2% du fait des interventions de change menées par la Banque (1 100 Md RUB) et de l'appréciation du rouble face au yuan.

Par ailleurs, la part des devises dites « amicales » (pour l'essentiel yuan chinois) dans la structure du marché des changes

(transactions boursières et non-boursières spot) est passée de 62 à 78% du total en 2025.

Figure 8. Structure des transactions sur le marché des changes par paires de devises (%)



Pour les chiffres du commerce extérieur (devises de règlement des échanges internationaux), la catégorie « devise amicale » se comprend en tant qu'« autres devises ».

Figure 9. Décomposition des devises de paiement des importations russes

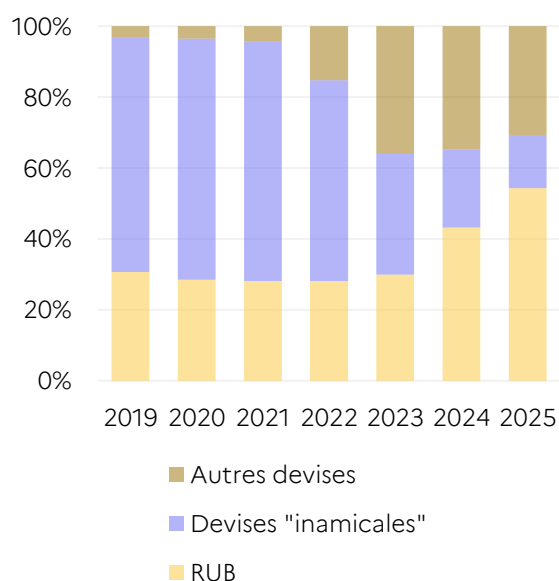
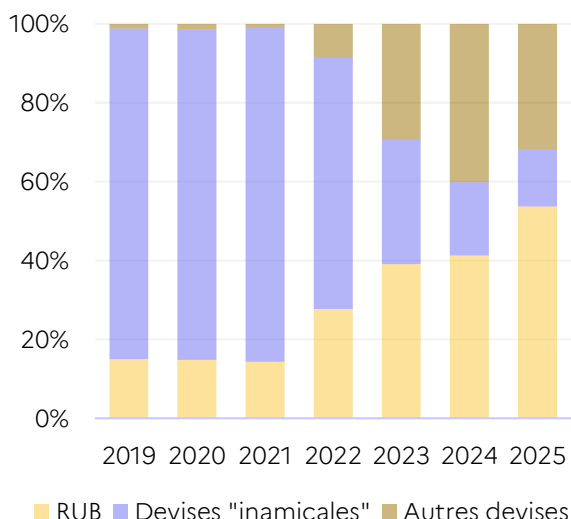


Figure 10. Décomposition des devises de paiement des exportations russes



Source : Banque de Russie.

Ainsi, en 2025, la Banque de Russie se targue de presque **85% de règlements internationaux faits en roubles et en devises « amicales »**.

Ouzbékistan

Politique monétaire

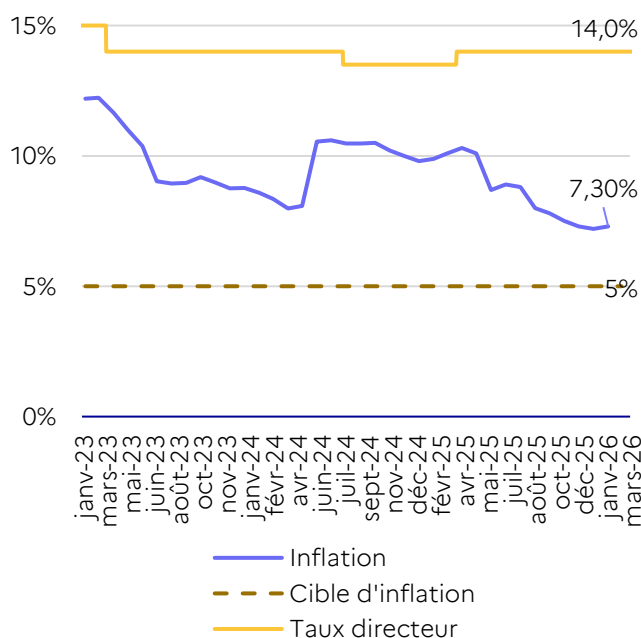
Le 18 mars 2026, la Banque centrale d'Ouzbékistan (BCO) a décidé de maintenir son **taux directeur à 14%**. L'inflation reste stable à 7,3% en février 2026, mais sa composante sous-jacente a augmenté à 6,3%, contre 5,7% en décembre. Les anticipations d'inflation restent également élevées (estimation médiane de 9,9% en février, contre 9,5% en janvier). Selon la BCO, l'activité économique reste dynamique grâce à la demande et la consommation. En outre, une hausse significative des prix des fabricants est actuellement observée, ce qui accroît le risque de transmission des coûts de production aux prix finaux. Les tensions géopolitiques actuelles créent également des pressions inflationnistes par les perturbations

générées sur les chaînes d'approvisionnement.

Néanmoins, les conditions monétaires ainsi que les mesures macroprudentielles appliquées dans le domaine du crédit à la consommation contribuent à équilibrer la demande globale et à réduire les pressions excessives sur les prix.

En définitive, la BCO relaie un signal modérément dur quant à la possibilité de restreindre à nouveau les conditions monétaires.

Figure 11. Politique monétaire et inflation en Ouzbékistan



Source : Banque centrale et Comité des statistiques de la République de l'Ouzbékistan

Biélorussie

Pouvoir d'achat

Les **revenus réels disponibles des ménages ont progressé de 7,5% en g.a. en janvier 2026**.

Arménie

Activité

D'après le Comité statistique, l'indicateur avancé d'activité a progressé de 7,2% en février 2026 en g.a. et de 7,4% en janvier-février 2026 en g.a. La seule production industrielle a progressé de 23,8% en g.a. en février 2026, et de 17,2% en janvier-février 2026 en g.a.

Commerce extérieur

Le solde commercial de l'Arménie est ressorti en déficit à 726,5 M USD en janvier-février 2026, contre 728,3 M USD sur la même période en 2025. Les exportations ont ainsi atteint 1 168,8 M USD, en hausse de 12,6% en g.a., tandis que les importations se sont établies à 1 895,3 M USD, en hausse de 7,3% en g.a.

Tadjikistan

Inflation

L'inflation annuelle s'est établie à 3,6% en février 2026, sans changement par rapport au mois précédent.

Tableaux de synthèse

CROISSANCE ET PRÉVISIONS	Variation du PIB, g.a.						Prévisions FMI, g.a.		PIB nominal		Population, M hab.
	2023	2024	S1 25	T3 25	9M 25	2025	2026	2027	Md USD	Par hab., USD	2025
	2024										
Russie	4,1%	4,9%	1,2%	0,6%	1,0%	1,0%	0,8%	1,0%	2 161	14 795	146,1*
Kazakhstan	5,1%	5%	6,3%		6,3%	6,5%	4,4%	4,2%	285	14 149	20,3
Ouzbékistan	6,3%	6,7%	7,2%		7,6%	7,7%	6,0%	5,7%	115	3 113	37,5
Biélorussie	4,1%	4%	2,1%		1,6%	1,3%	1,4%	1,6%	71	7 794	9,1
Arménie	8,3%	5,9%		6,2%	7,6%	9,1%	4,9%	5,5%	26	8 613	3
Kirghizstan	9%	11,5%	11,7%		10%	11,1%	5,3%	5,8%	17	2 471	7,3
Tadjikistan	8,3%	8,4%	8,1%		8,2%		5,5%	4,8%	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	9M 25	2025	2024	9M 25	2025	T3 25	T4 25	2025
Russie	4,6%	0,7%	1,3%	7,2%	2,1%	2,6%	2,1%	2,2%	2,2%
Kazakhstan	2,8%	7,4%	7,5%	9,8%	7,1%	7,5%	4,6%	4,6%	
Ouzbékistan	6,8%	6,8%	6,8%	9,9%	11%	11,2%			
Biélorussie	5,4%	-0,8%	1,8%	11,8%	8,2%	6,6%		2,5%	
Arménie	4,7%	-5,7%	4,7%	7,9%	4,4%	4%			
Kirghizstan	5,5%	10,2%	10,6%	14,4%	17,8%	20,3%			
Tadjikistan	20%								2,0%

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle						Cible d'inflation	Taux directeur	
	Sept-25	Oct-25	Nov-25	Déc-25	Janv-26	Févr-26		Actuel	Depuis
Russie	8%	7,7%	6,6%	5,6%	6%	5,9%	4%	15%	Mars-26
Kazakhstan	12,9%	12,6%	12,4%	12,3%	12,2%	11,7%	5%	18%	Oct-25
Ouzbékistan	8%	7,8%	7,5%	7,3%	7,2%	7,3%	5%	14%	Mars-25
Biélorussie	7,1%	6,9%	7,0%	6,8%	6,4%	5,6%	6%	9,75%	Juin-25
Arménie	3,7%	3,7%	3,1%	3,3%	3,8%	4,3%	3%	6,5%	Déc-25
Kirghizstan	8,4%	9,3%	9,2%	9,4%	9,5%	9,7%	5-7%	12%	Fév-26
Tadjikistan	2,8%	3,1%	3,2%	3,5%	3,6%	3,6%	5% (±2)	7%	Fév-26

ENDETTEMENT ET RÉSERVES	Russie	Kazakhstan	Ouzbékistan	Biélorussie	Arménie	Kirghizstan	Tadjikistan
Dettes publiques (% PIB)	01/01/26	01/01/26	01/10/25	01/01/25	01/01/26	01/10/25	01/01/25
	16,1%	24,4%	32,3%	40%	50,6%	42,7%	25,2%
Dettes externes (% PIB)	01/10/25	01/01/26	01/07/25	01/01/26	01/07/25	01/10/25	01/07/23
	12%	61,2%	54,5%	44,7%	68,1%	63,6%	52,2%
Réserves de change	01/01/26	01/01/26	01/01/26	01/01/26	01/10/25	01/01/26	01/06/23
Md USD	754,9*	65,4	66,3	14,4	4,3	8,6	3,2
Mois d'importations		9,9	16,4	3,3	3,1	7,2	6,5

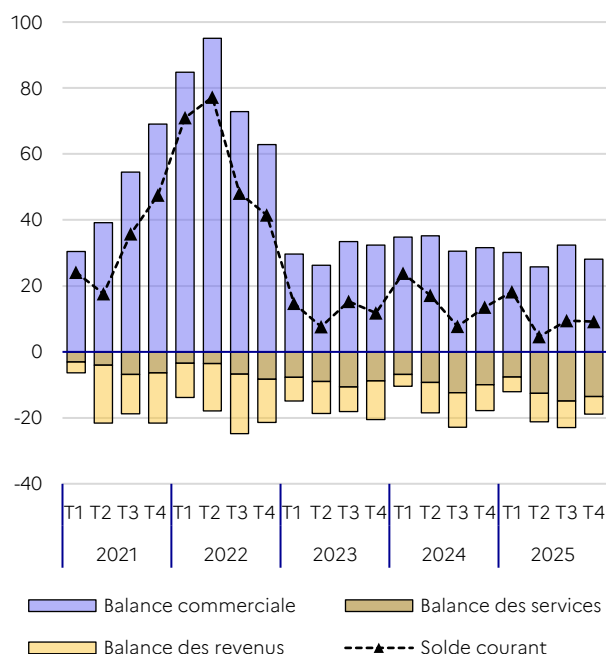
*Dont avoirs en devises gelés depuis février 2022 dans le cadre des mesures restrictives adoptées contre la Russie

FINANCES	Solde courant, % PIB*					Solde budgétaire, % PIB*			
	2023	2024	9M 25	2025	Md USD**	2023	2024	9M 2025	2025
Russie	2,7%	2,5%	1,6%	2%	41,1	-1,9%	-1,7%	-1,7%	2,6%
Kazakhstan	-3,3%	-1,3%	-3,1%	-3,9%	-11,8	-2,4%	-2,7%	-1,7%	2,8%
Ouzbékistan	-8,6%	-5,1%	-0,2%		-0,2	-5,5%	-3,3%		
Biélorussie	-1,4%	-2,6%	-2,6%		-1,7		0,3%		
Arménie	-2,1%	-3,9%			-1,2	-2%	-3,7%	-1%	-3,8%
Kirghizstan	-55%	-22%	27,9%		-4,2	1%	2,4%	7,5%	2,5%
Tadjikistan	4,8%	6,2%	15,7%		0,2		0,3%		

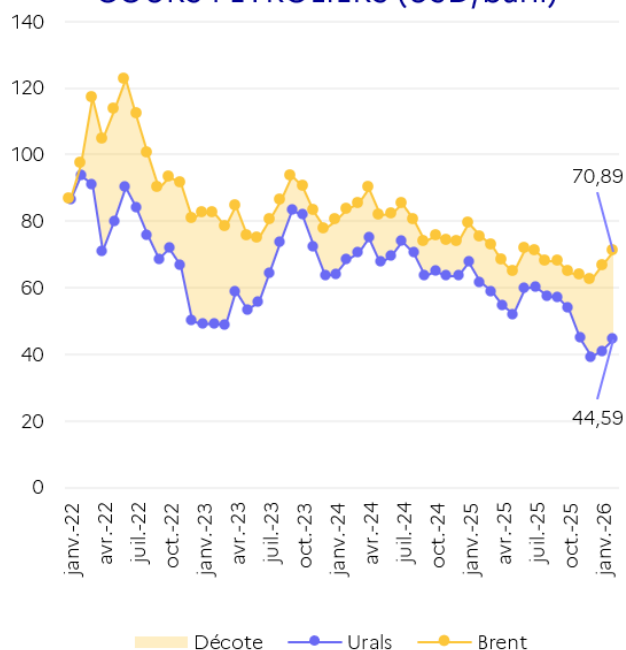
*En proportion sur l'année **dernière période disponible

Graphiques

COMPTE COURANT DE LA RUSSIE (Md USD)



COURS PETROLIERS (USD/baril)



Sources : Banque de Russie, EIA

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