

NOUVELLES ÉCONOMIQUES de l'EURASIE

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

Une publication du Service économique régional de Moscou
N°183 – 28 octobre 2025

Sommaire

Zoom : La Banque de Russie
abaisse son taux directeur de
17% à 16,5%..... 2

Russie 8

Activité 8

Kazakhstan..... 8

Budget..... 8

Ouzbékistan 8

Politique monétaire 8

Activité 8

Commerce extérieur..... 9

Réserves 9

Kirghizstan..... 9

Politique monétaire..... 9

Transferts de fonds des expatriés.... 9

Tadjikistan 10

Compte courant 10

Tableaux de synthèse 11

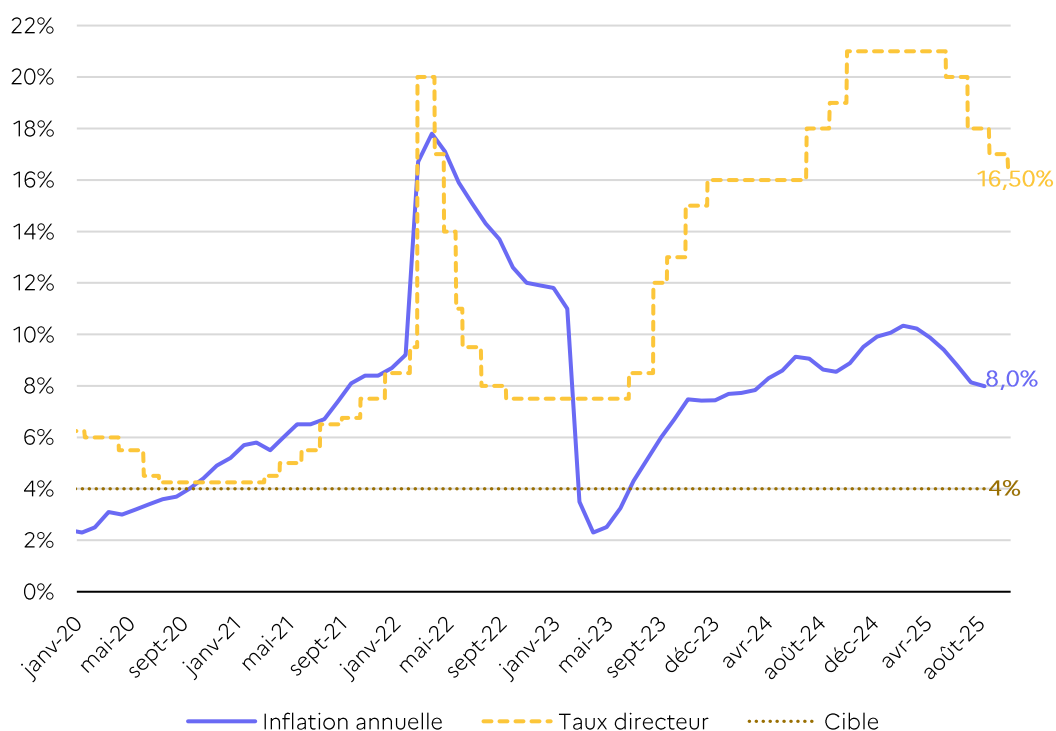
Graphiques 12

Zoom : La Banque de Russie abaisse son taux directeur de 17% à 16,5%

Conformément à la tendance amorcée depuis juin 2025, la Banque de Russie desserre légèrement sa politique monétaire, attentive certes au ralentissement de l'économie et son impact sur les milieux d'affaires, mais défendant la pertinence technique de cette décision au-delà du signal politique. En effet, la prégnance de facteurs inflationnistes, dont elle appréhende les « effets de second tour puissants » (antinomique au refroidissement de l'activité pour certains experts), justifie ce choix prudent. L'adoption d'un budget désinflationniste entre-temps ne semble pas avoir été suffisant pour descendre davantage les taux, bien que le régulateur considère cette réponse budgétaire comme la plus adéquate (par rapport à une stratégie de hausse du déficit et l'endettement public).

Le 24 octobre 2025, la Banque de Russie (BdR) a annoncé la baisse de son taux directeur de 50 points de base (p.d.b.), de 17% à 16,5%. Cette baisse s'inscrit dans une tendance engagée depuis juin 2025 et plaide en faveur d'un assouplissement des conditions monétaires, même léger. Considérant la relative « déception » de septembre, cette décision était globalement attendue des experts (17 experts sur 30 sondés par le média RBC anticipaient un maintien à 17%, contre 6 pour une baisse à 16,5-16%, et 6 pour 16%) et est considérée comme un compromis, bien que prudent. La gouverneure E. Nabiullina a confirmé l'examen de ces mêmes alternatives par le Conseil des gouverneurs en conférence de presse.

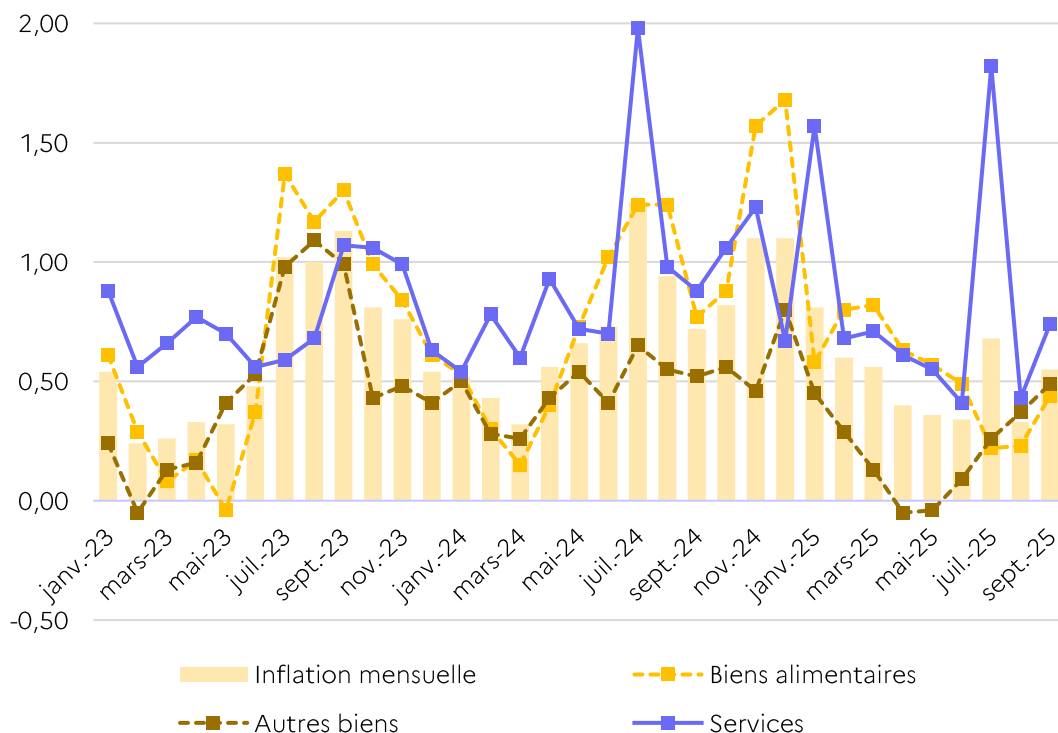
Figure 1. Inflation et politique monétaire



Source : Banque de Russie, Rosstat

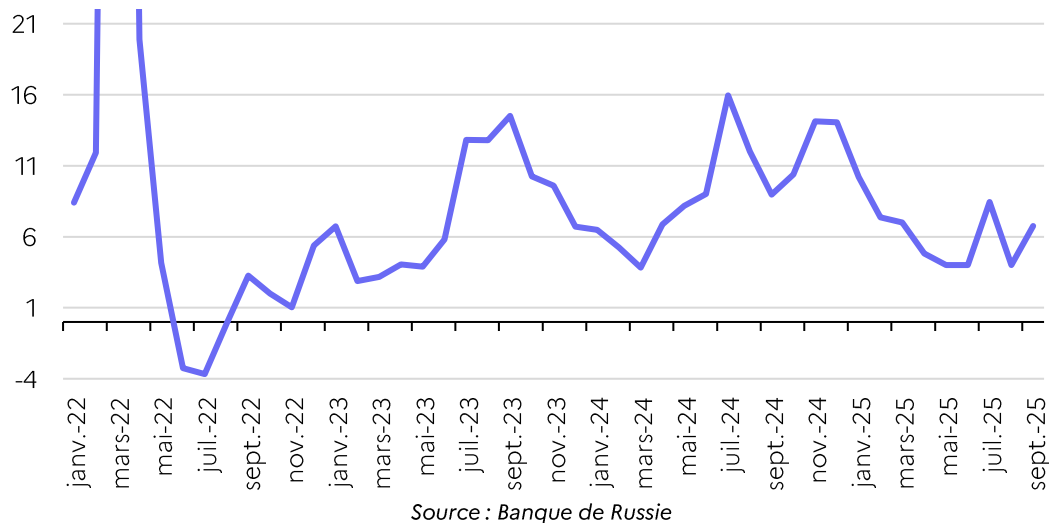
La désinflation observée depuis mars 2025 continue de structurer la prise de décision du régulateur. Ceci étant, si le ralentissement de la hausse des prix a été plus visible à l'été, la BdR insiste sur son caractère saisonnier exceptionnel et rappelle la reprise inflationniste de septembre-octobre. L'inflation en mesure annualisée et ajustée des variations saisonnières s'est ainsi élevée à 6,4% au T3 2025, après 4,4% au T2 2025. L'inflation sous-jacente demeure à 4,3%, après 4,4% au précédent trimestre (mais dans l'intervalle de 4-6% prévu par la Banque). Ce constat découle, selon la BdR, d'anticipations d'inflation des agents économiques encore élevées et « désancrées », ainsi que des « effets de second tour » de certains facteurs, comme la hausse des prix de produits témoins (carburant, légumes) et le relèvement des tarifs sur les services communaux de juillet.

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



Source : Banque de Russie

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



Source : Banque de Russie

L'inflation annuelle au 20 octobre s'établit à 8,2%, et elle est désormais attendue à 6,5-7% en fin d'année 2025 (contre 6-7% précédemment), ouvrant la voie à un retour à la cible plus lâche en 2026 (4-5%). La prévision moyenne du taux directeur sur 2025 suggère plutôt un maintien à 16,5% qu'un autre abaissement avant la fin de l'année ; en parallèle, la prévision d'activité a été dégradée en miroir des pronostics du ministère du Développement économique et de la plupart des IFI (0,5-1% en 2025, contre 1-2% en juillet), la croissance ayant ralenti au T3 2025. La production comme la consommation auraient certes augmenté à en juger par l'indicateur du climat des affaires de

la BdR (+0,5 p.p., +0,8 p.p.), mais bien moins fortement que les attentes de prix (+2,1 points par rapport à septembre). La situation est de surcroît très différente selon les secteurs, les filières métallurgie et houillère en difficulté au même titre que les exportateurs, d'autant plus compte tenu de la conjoncture pétrolière mondiale. Bien que le prix moyen du pétrole russe en 2025 ait été revu à la hausse (58 USD le baril, contre 55 USD en juillet), il reste un facteur d'inflation via le canal du change et un manque à gagner pour les revenus d'exportation totaux.

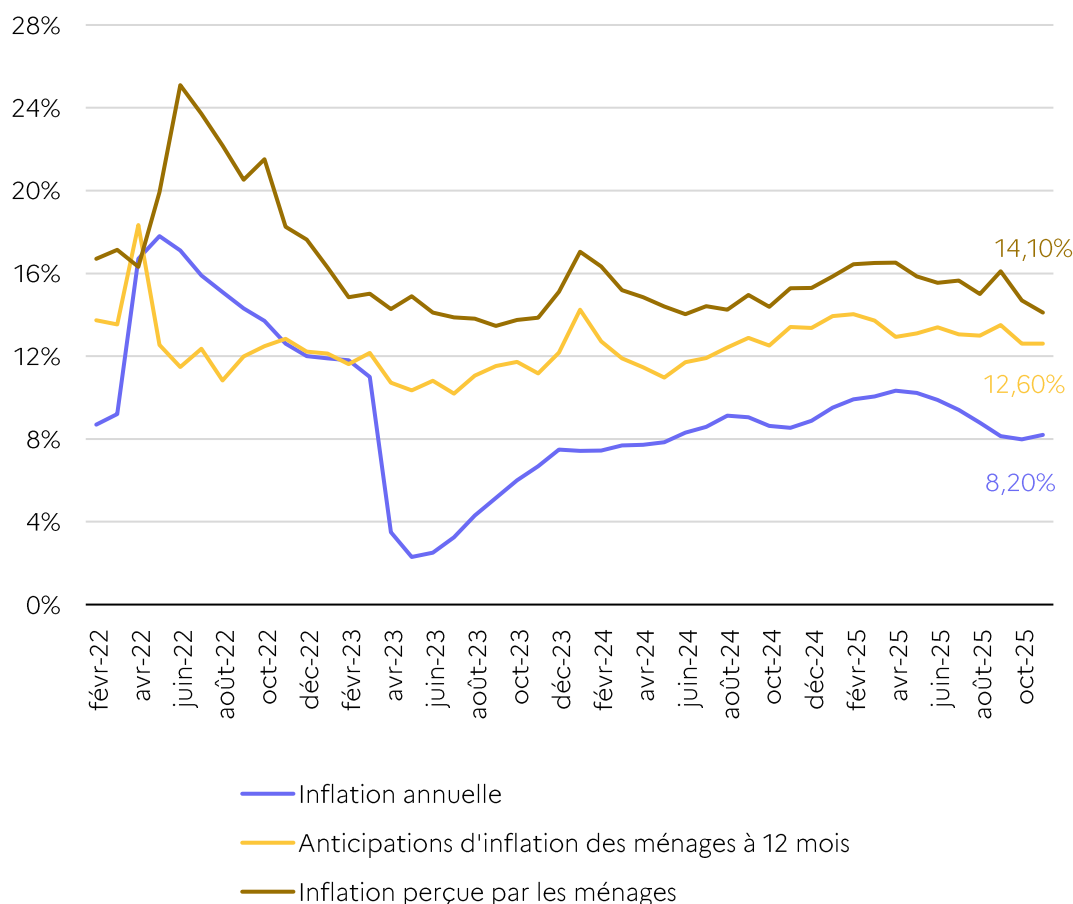
Figure 4. Prévisions macro-économiques actualisées de la Banque de Russie

		2025		2026	
		Juillet	Octobre	Juillet	Octobre
Inflation	%, fin de période, g.a.	6-7%	6,5-7%	4%	4-5%
Taux directeur annuel moyen	%	18,8-19,6%	19,2%	12-13%	13-15%
PIB	%, g.a.	1-2%	0,5-1%	0,5-1,5%	0,5-1,5%
Solde courant	Md USD	33	38	28	27

Source : Banque de Russie

Alors qu'E. Nabiullina qualifie le signal du Conseil des gouverneurs de « neutre », la décision du régulateur s'approche d'un gage surtout symbolique. Une série d'arguments techniques est toutefois mobilisée : les risques inflationnistes prévalent encore, poussés par des anticipations d'inflation des ménages fixes (12,6% en septembre et octobre). Les « effets de second tour » (cf. supra) ont été mentionnés à plusieurs reprises, et si la situation sur le marché du travail tend à se relâcher, elle ne participerait pas encore d'un véritable refroidissement économique, encore inachevé selon le régulateur. Enfin, au lendemain de l'adoption de nouvelles sanctions européennes et américaines ciblant les majors pétrolières russes – évoquées plusieurs fois durant la conférence de presse, les risques extérieurs persistent.

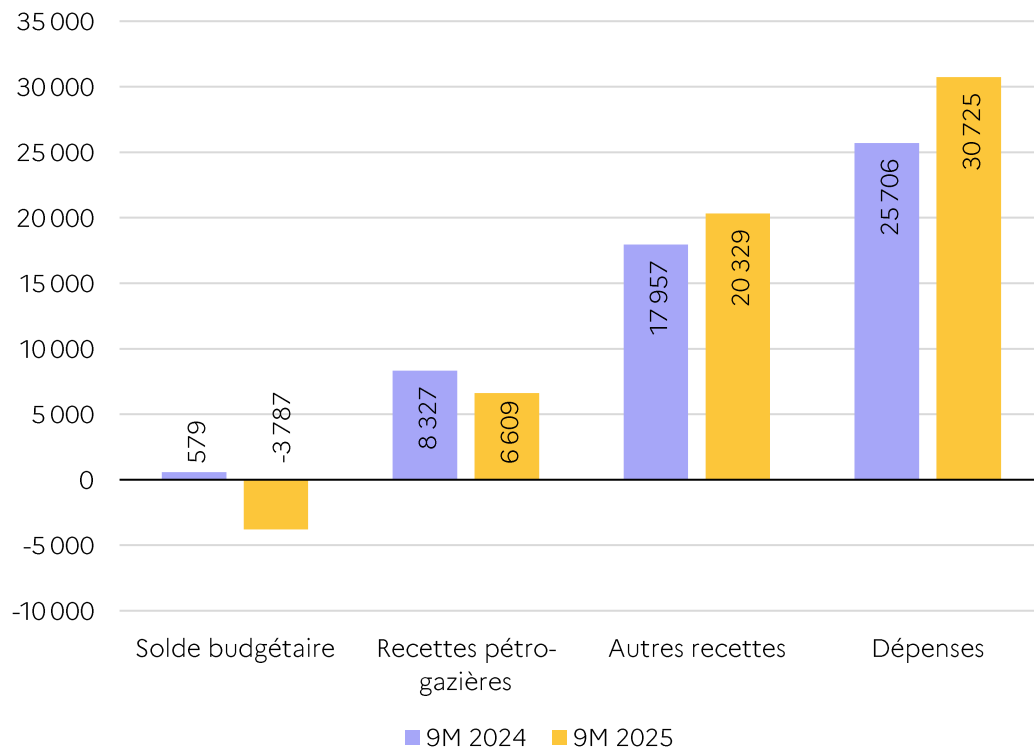
Figure 5. Perception de l'évolution des prix par les ménages



Source : Banque de Russie, inFOM

La politique budgétaire, définie dans le triennal déposé fin septembre à la Douma, semble satisfaire le régulateur en ce qu'elle porte un effet désinflationniste. L'augmentation de la TVA et de la taxe de recyclage ne suscitent pas d'attention particulière (soi-disant du fait de l'expérience de 2019, où la TVA avait été également relevée de 2 p.p., comme proposé à compter de l'année prochaine), la première devant contribuer à hauteur de 0,8% à l'inflation en début d'année 2026, mais de manière isolée. Eu égard aux conditions extérieures susmentionnées, la BdR salue la décision du gouvernement d'abaisser le prix-pivot du baril de pétrole russe qui structure la règle budgétaire, et par là de préserver les actifs du Fonds de bien-être national (FBEN). L'option fiscale retenue est de plus préférable pour le régulateur qu'un creusement additionnel du déficit public et/ou de l'endettement.

Figure 6. Exécution du budget fédéral en janvier-septembre 2025, Md RUB



Source : Ministère des Finances

Eu égard aux risques évoqués, la Banque de Russie semble plutôt adopter une mesure symbolique, poussant certains acteurs à questionner l'effet de levier attendu sur l'économie. Un faisceau d'indicateurs, au premier chef le maintien d'attentes inflationnistes désancrées, motive cette décision – subordonnée à l'objectif de retour à la cible (4%) en 2026-2027. Les sanctions occidentales et leurs effets ont été abordés de façon plus insistante, en particulier vu le marché pétrolier actuel qualifié par le régulateur « d'excédentaire », sans pour autant que la BdR ne reconnaisse que celles-ci ont un impact tangible sur sa politique monétaire, ni qu'elles affecteront dans la durée l'économie russe qui « s'adaptera comme par le passé ». Enfin, malgré la reconnaissance manifeste d'un ralentissement de l'activité, la gouverneure E. Nabiullina a continué de mobiliser les facteurs à « effets de second tour » et a également fait appel à un imaginaire commun de crise hyperinflationniste russe des années 1990, afin d'appuyer la décision de taux.

Russie

Activité

La production industrielle a augmenté de 0,3% en g.a. pour le mois de septembre 2025.

Sur le 3^e trimestre, elle a progressé de 0,5% en g.a., tandis qu'en janvier-septembre 2025, elle affichait une hausse de 0,7% en g.a., témoignant d'un ralentissement plus marqué de l'activité en fin d'année 2025.

Kazakhstan

Budget

Le budget de l'Etat a affiché un déficit de 2000 Md KZT (3,8 Md USD) en janvier-septembre 2025, contre un déficit de 2 058 Md KZT (4,5 Md USD) sur la même période en 2024. Ce montant représente 1,7% du PIB prévisionnel 2025 en proportion sur l'année.

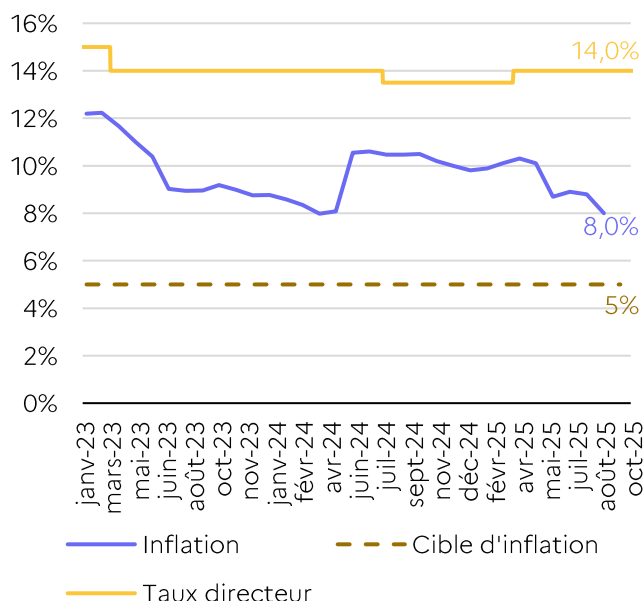
Ouzbékistan

Politique monétaire

Le 24 octobre 2025, la Banque centrale a décidé de maintenir son taux directeur à 14%. Cette décision a été prise dans un contexte de ralentissement de l'inflation annuelle (8% en septembre, contre 8,8% en août). Les anticipations d'inflation ont également baissé en septembre, mais restent au-dessus du niveau d'inflation observé (10,3% pour la médiane en septembre). Les risques inflationnistes proviennent au premier chef de l'inflation observée sur les services (toujours en hausse et supérieure à l'inflation moyenne) en raison de la libéralisation des prix des tarifs énergétiques. En outre, la hausse de revenus réels de la population et le

dynamisme du crédit soutiennent le pouvoir d'achat, et donc la consommation interne.

Figure 7. Politique monétaire et inflation en Ouzbékistan



Source : Banque centrale d'Ouzbékistan, Comité de statistiques d'Ouzbékistan

La prévision d'inflation pour fin 2025 a été abaissée de 8,7% à 8%. Quant aux prévisions de croissance, celles-ci s'élèvent actuellement à 7-7,5% (contre 6% précédemment).

Activité

Le PIB a augmenté de 7,6% en janvier-septembre 2025 en g.a., contre 6,6% sur la même période en 2023. Cette croissance est tirée par les services, qui ont contribué à hauteur de 4 points de pourcentage (p.p.) à cette évolution et ont enregistré une hausse de 8,7%, dont 10,6% pour le commerce, l'hôtellerie et la restauration (et 11% pour les ventes de détails) et 14,6% pour le transport, le stockage et les TIC. Avec une hausse de 6,8%, la production industrielle est le deuxième contributeur à hauteur de 1,7 p.p. La construction a quant à elle enregistré une progression de 14,2%, soit une contribution

de 1 p.p. Enfin, la croissance de l'agriculture s'est élevée à 3,6% (contribution de 0,6 p.p.)

Commerce extérieur

Le déficit commercial s'est établi à 6 427,4 M USD en janvier-septembre 2025, contre un déficit de 8 626,2 M USD sur la même période de l'année 2024. Les exportations ont augmenté de 33,3% à 26 683,6 M USD, tandis que les importations ont augmenté de 15,6% à 33 111 M USD.

Réserves

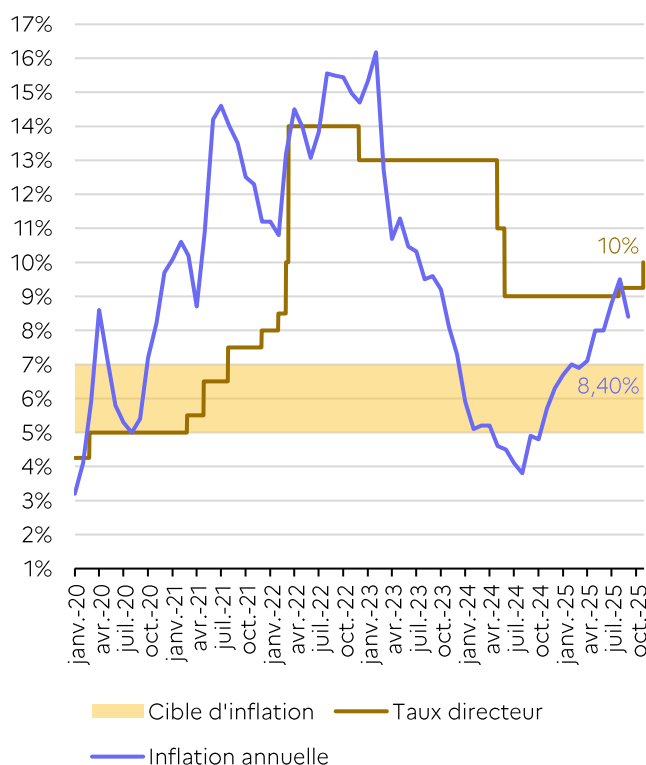
Les réserves de change de l'Ouzbékistan ont atteint 55 Md USD au 1^{er} octobre 2025, en hausse de 33,7% en g.a., soit environ 14,4 mois d'importations. Cette hausse est tirée par l'augmentation de réserves en or de 38,9% à 44,2 Md USD, vraisemblablement en raison de la hausse des cours mondiaux de l'or.

Kirghizstan

Politique monétaire

La Banque nationale du Kirghizstan a décidé de relever son taux directeur de 75 p.d.b., à 10%. Cette décision s'inscrit dans une tendance de relèvement du taux en juillet 2025, mais l'ampleur de la décision actuelle démontre une forte activité, notamment par le canal de l'inflation.

Figure 8. Politique monétaire et inflation au Kirghizstan



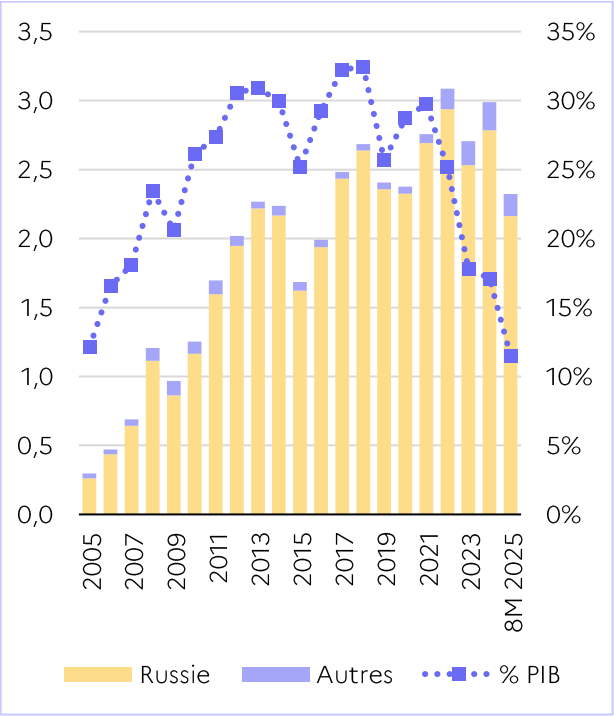
Source : Banque nationale du Kirghizstan

En outre, la Banque rappelle qu'au 1^{er} octobre, la masse monétaire en circulation dans l'économie atteint 290,2 Md KGS (3,3 Md USD), dont 90% hors système bancaire. Cela constitue une hausse de 24,5% en g.a., et motive sans doute également la décision de la Banque centrale.

Transferts de fonds des expatriés

Les transferts de fonds aux particuliers en provenance de l'étranger ont atteint 2 322,4 Md USD en janvier-août 2025, en hausse de 18% en g.a. et issus à plus de 90% de Russie. Il s'agit, d'après le Comité des statistiques, de l'un des principaux moteurs de la croissance, par le biais de la consommation intérieure (voir NEE n°182).

Figure 9. Transferts de fonds des expatriés, (dont en provenance de Russie), en janvier-août 2025 (% du total et % du PIB)



Source : Banque nationale du Kirghizstan

Tadjikistan

Compte courant

Le compte courant s'est révélé excédentaire à hauteur de 1 232,3 M USD au 1^{er} semestre 2025 (contre un excédent de 268 M USD au 1^{er} semestre 2024), soit 14,4% du PIB prévisionnel 2025 en proportion sur l'année.

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	9M 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%		6,3%	6,3%	5%	4,3%	285	14 149	20,3
Ouzbékistan	6,3%	6,5%	6,8%		7,2%	7,6%	5,9%	5,8%	115	3 113	37,5
Biélorussie	4,1%	4%	3,1%		2,1%	1,6%	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%	10%	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	S1 25	9M 25	2024	S1 25	9M 25	2024	T1 25	T2 25
Russie	4,6%	1,4%	0,3%	7,2%	2,1%		2,5%	2,3%	2,2%
Kazakhstan	2,8%	6,5%	7,4%	9,8%	6,6%	7,1%	4,7%	4,6%	4,6%
Ouzbékistan	6,8%	6,6%	6,8%	9,9%	9,7%	11%	5,5%		5,1%
Biélorussie	5,4%	0,3%	-0,8%	11,8%	9,7%	8,2%	3%	2,8%	2,6%
Arménie	4,7%	-12,1%		7,9%	4,6%				
Kirghizstan	5,5%	10,2%	10,2%	14,4%	19,9%	17,8%			
Tadjikistan	20%						1,9%		

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle						Cible d'inflation	Taux directeur	
	Avr-25	Mai-25	Juin-25	Juil-25	Août-25	Sept-25		Actuel	Depuis
Russie	10,2%	9,9%	9,4%	8,8%	8,14%	7,98%	4%	16,5%	Oct-25
Kazakhstan	10,7%	11,3%	11,8%	11,8%	12,2%	12,9%	5%	18%	Oct-25
Ouzbékistan	10,1%	8,7%	8,7%	8,9%	8,8%	8%	5%	14%	Mars-25
Biélorussie	6,5%	7,1%	7,3%	7,4%	7,2%	7,1%	6%	9,75%	Juin-25
Arménie	3,2%	4,3%	3,9%	3,4%	3,6%	3,7%	3%	6,75%	Févr-25
Kirghizstan	7,1%	8%	8%	8,8%	9,5%	8,4%	5-7%	9,25%	Juil -25
Tadjikistan	3,6%	3,8%	3,6%	3,5%	3,1%	2,8%	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	01/01/25	30/09/25	01/07/25	01/01/25
	14,9%	23,1%	34,2%	40%	49,6%	45,1%	25,2%
Dette externe (% PIB)	01/07/25	01/07/25	01/07/25	01/07/25	01/07/25	30/06/25	01/07/2023
	15,6%	56,8%	54,5%	52,7%	68,1%	63,2%	52,2%
Réserves de change	01/09/25	01/10/25	01/10/25	01/07/25	30/09/25	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

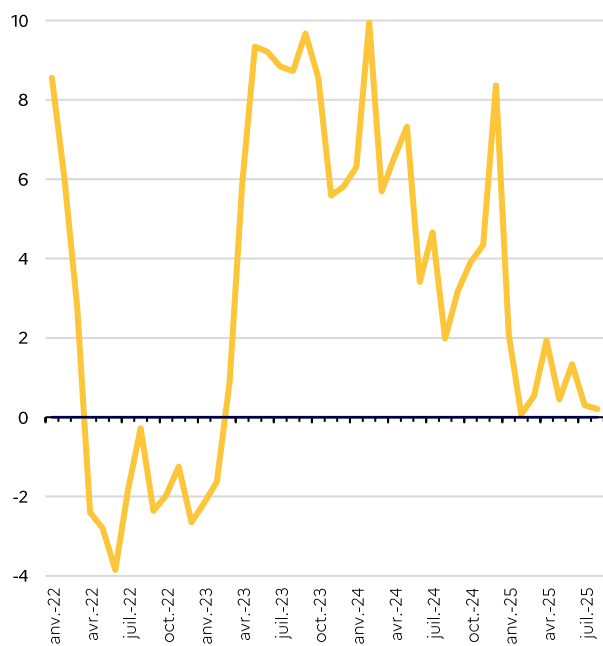
*Dont avoirs en devises gelés depuis février 2022 dans le cadre des mesures restrictives adoptées contre la Russie

FINANCES	Solde courant, % PIB*					Solde budgétaire, % PIB*			
	2023	2024	T1 2025	S1 2025	Md USD**	2023	2024	S1 2025	9M 2025
Russie	2,7%	2,5%	3,5%	2,4%	18,1	-1,9%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
Kazakhstan	-3,3%	-1,3%	0,8%	-2,3%	-3,5	-2,4%	-2,7%	-1,3%	-1,7%
Ouzbékistan	-8,6%	-5,1%	-0,5%	-0,2%	-0,2	-5,5%	-3,3%		
Biélorussie	-1,4%	-2,6%	-11,3%	5,3%	0,01		0,3%		
Arménie	-2,1%	-3,9%	-9,7%	-9,1%	-1,2	-2%	-3,7%	-0,7%	
Kirghizstan	-55%	-22%	-23,2%	-21,8%	-3	1%	2,4%	6,8%	
Tadjikistan	4,8%	6,2%	11,7%	14,4%	0,4		0,3%		

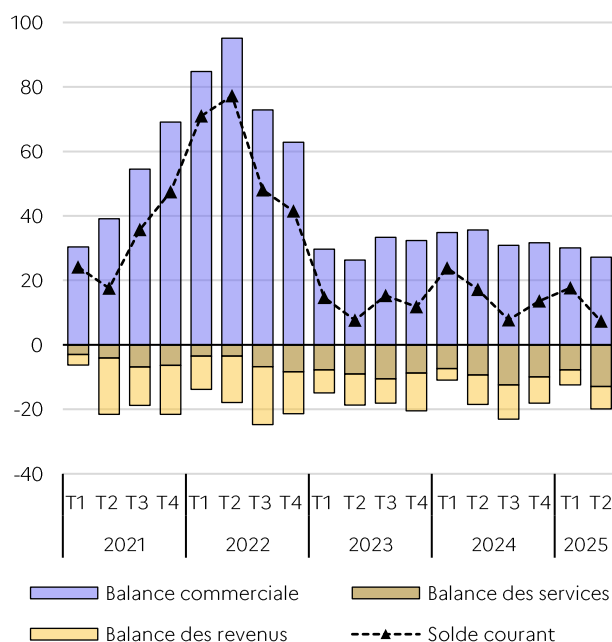
*En proportion sur l'année **dernière période disponible

Graphiques

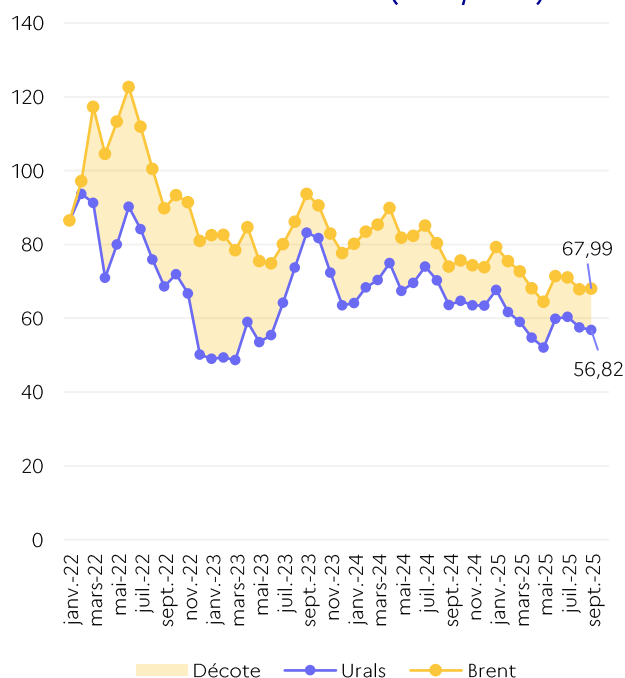
INDICE DE PRODUCTION DES SECTEURS
DE BASE EN RUSSIE (% , g.a.)



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