



NOUVELLES ÉCONOMIQUES de l'EURASIE

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

Une publication du Service économique régional de Moscou
N°189 – 23 décembre 2025

Sommaire

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

Russie 7

Compte courant..... 7

Kazakhstan..... 7

Activité 7

Ouzbékistan 7

Activité 7

Commerce extérieur 7

Biélorussie..... 7

Activité 7

Pouvoir d'achat..... 7

Compte courant..... 8

Dette externe..... 8

Kirghizstan..... 8

Endettement public 8

Arménie 8

Politique monétaire..... 8

Tadjikistan 9

Inflation..... 9

Programme FMI..... 9

Tableaux de synthèse 11

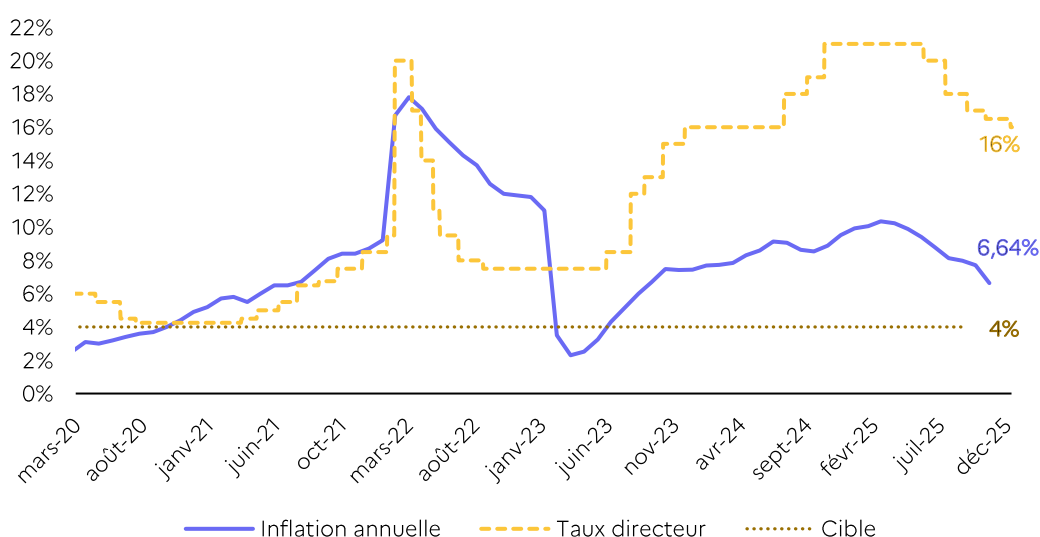
Graphiques..... 12

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

Dans le droit fil de l'assouplissement de sa politique monétaire, la Banque centrale a abaissé pour la cinquième fois successive son taux directeur, à 16%. Ce desserrement s'effectue toutefois avec plus de retenue que souhaité par les milieux d'affaires, dans la mesure où le régulateur continue d'identifier des risques inflationnistes importants malgré la bonne performance de novembre (6,64% en g.a.), conformément au relèvement du taux directeur moyen annuel (18,8-19,6% en 2025 dans les prévisions de juillet, contre 19,2% dans celles d'octobre). La dialectique entre les attentes inflationnistes et la décision de taux est particulièrement mobilisée en guise d'argumentaire, la Banque craignant un « désancrage » durable des premières, se répercutant sur la seconde. La prégnance d'un crédit entreprise encore dynamique vient également tempérer l'assouplissement du cadre monétaire, l'enjeu pour le régulateur étant de jauger la pérennité de la tendance désinflationniste actuellement observée.

Le 19 décembre 2025, la Banque de Russie (BdR) a rendu publique sa dernière décision de taux pour 2025, soit l'abaissement du taux directeur de 50 points de base (p.d.b.) de 16,5% à 16%. Cette baisse fait suite au desserrement graduel du cadre monétaire depuis juin 2025, mais continue d'être perçue comme peu significative eu égard au ralentissement économique général. La décision était ainsi attendue de la plupart des experts (divisés entre un maintien de taux à 16,5% ou un abaissement de 50 p.d.b.) bien que la désinflation plus nette de novembre ait poussé certains à anticiper une baisse à 15,5%. Ces trois options ont été confirmées par E. Nabiullina en conférence de presse comme les alternatives à l'étude par le Conseil des gouverneurs.

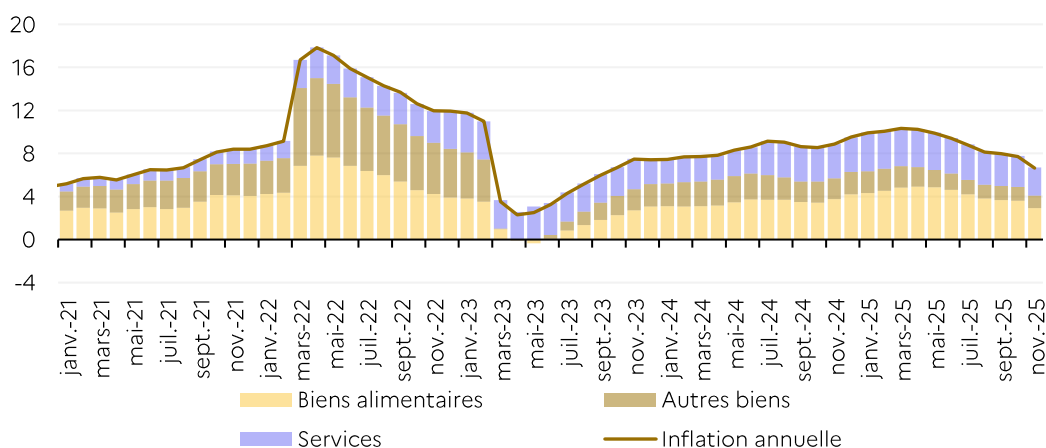
Figure 1. Inflation et politique monétaire



Source : Banque de Russie, Rosstat.

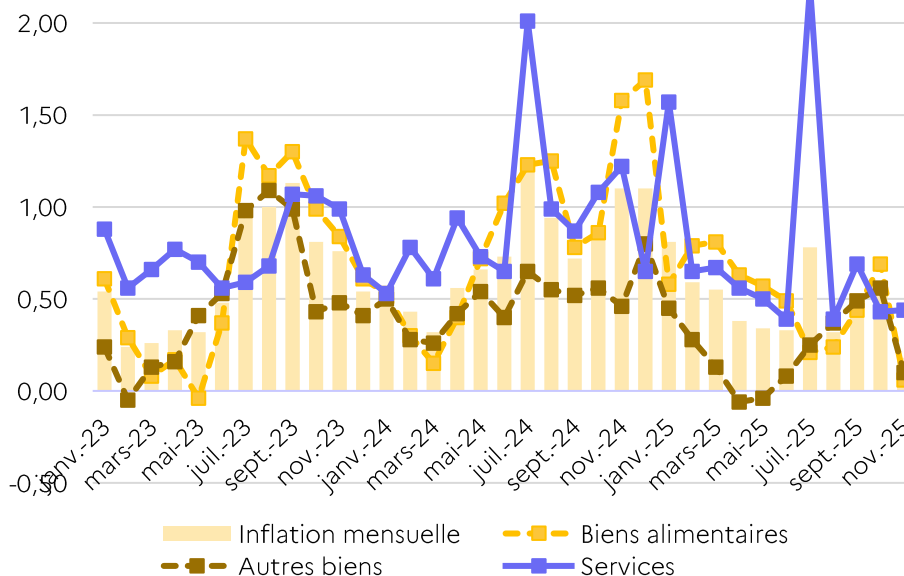
Fidèle à son mandat, la BdR fait prévaloir l'objectif de désinflation dans ses décisions de taux : contrairement aux choix passés, la poussée inflationniste de l'automne est atténuée par les chiffres de novembre, à 6,64% annuels en g.a. L'inflation en mesure annualisée et ajustée des variations saisonnières a ainsi ralenti à 4,6% en moyenne sur le cumul octobre-novembre, contre 6,6% au 3^e trimestre. L'inflation sous-jacente demeure toutefois obstinément à 4,3% en moyenne en octobre-novembre (contre 4,1% au T3), motivant de fait la prudence du régulateur. Ce dernier attribue ladite trajectoire d'inflation à la stabilisation du prix de biens volatils – fruits et légumes, carburant. Tout l'enjeu de la présente décision de taux est de savoir si cette désinflation est véritablement pérenne, plusieurs risques inflationnistes demeurant.

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



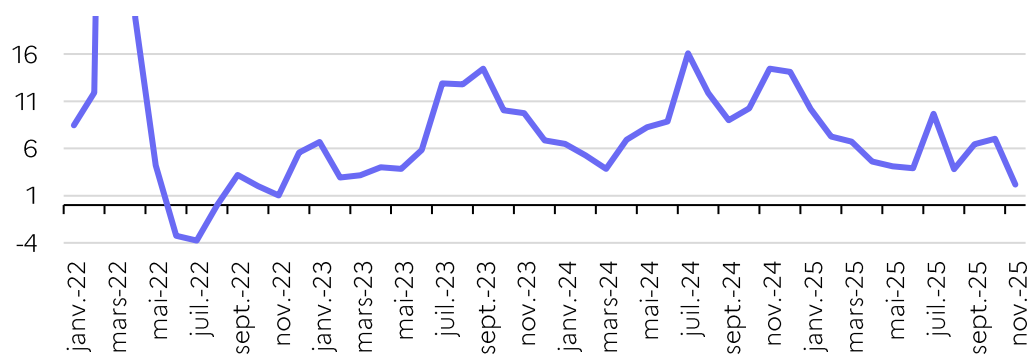
Source : Banque de Russie, Rosstat.

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



Source : Banque de Russie.

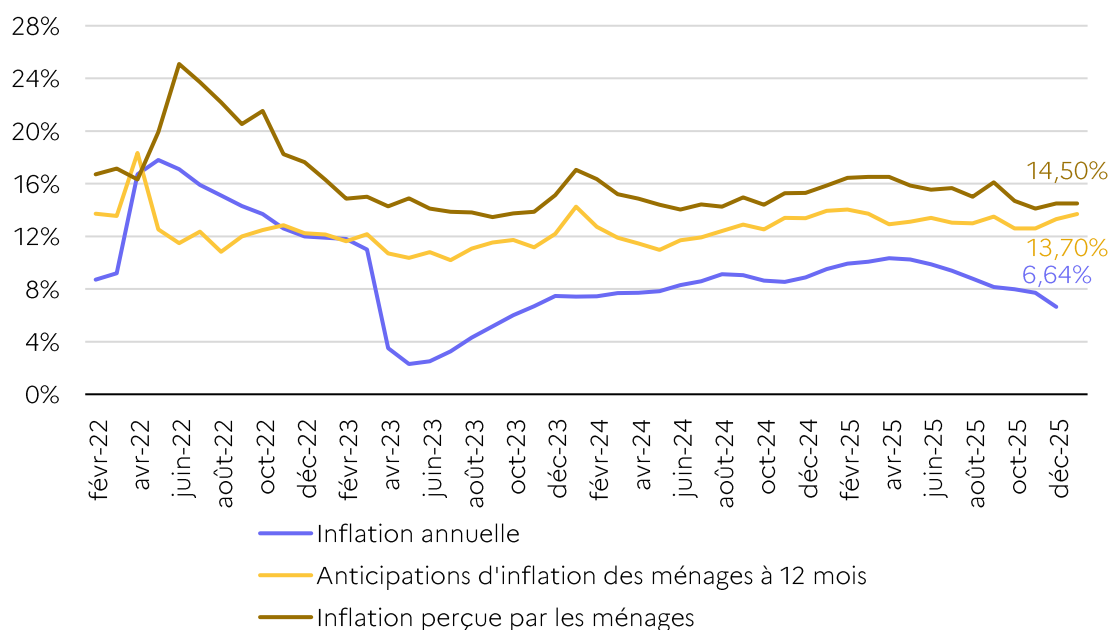
Figure 4. Inflation en mesure annualisée et ajustée des variations saisonnières, %



Source : Banque de Russie.

En effet, l'inflation annuelle au 15 décembre s'établit à 5,8%, poursuivant sa trajectoire baissière depuis avril 2025. Pour autant, la BdR se départ de tout abaissement trop rapide qui serait un « double coup » pour l'économie russe ; si les milieux d'affaires déplorent une décrue de l'activité, la Banque qualifie plutôt cette dernière de « retour à une trajectoire de croissance équilibrée » et envisage une sortie de la surchauffe des deux années passées au 1^{er} semestre 2026. Les prévisions de moyen terme restent donc valables avec 6,5-7% attendus en fin d'année 2025, bien que la cible d'inflation reste atteignable en 2027 pour le régulateur. E. Nabiullina affirme en outre que seule la désinflation de novembre a motivé l'abaissement de 50 p.d.b., d'autres conditions mélioratives n'étant pas réunies. Comme à l'accoutumée, les pressions inflationnistes excèdent les autres, tenant principalement en (i) des anticipations d'inflation élevées, à 13,7% en décembre (contre 13,3% en novembre, certes avec un effet saisonnier en fin d'année) et (ii) un crédit entreprise encore vivace. La Banque est particulièrement attentive aux anticipations d'inflation, qu'elle juge quasiment performatives, liées à la dégradation de la conjoncture extérieure, et pesant sur les décisions d'achat comme sur l'attractivité du taux directeur. Nonobstant ces risques, le régulateur considère que la désinflation devrait se poursuivre, même après le relèvement de la TVA en 2026, grâce à une politique monétaire rigoureuse – ne laissant présager une baisse substantielle du taux directeur pas avant le 2^e semestre 2026.

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



Source : Banque de Russie, Rosstat.

Inévitablement, la hausse de la TVA de 20 à 22% à compter du 1^{er} janvier 2026 occupe tous les esprits et les futures décisions de taux. S'il est indéniable qu'elle engendrera (voire influe déjà les attentes de prix fin 2025) une poussée inflationniste au 1^{er} trimestre 2026 (chiffrée à +0,8% par la Banque), le régulateur projette son assimilation rapide et maîtrisable par la politique monétaire restrictive, à la différence d'un expansionnisme budgétaire. Elle serait de surcroît, à en croire la présidence russe, temporaire (voir le « Bilan de l'année » de V. Poutine). Le triennal 2026-2028 promulgué fin novembre, promettant un respect de la règle budgétaire et un solde structurel primaire à l'équilibre, signale un réalignement du dosage macroéconomique bienvenu pour la BdR, car à effet désinflationniste. L'indexation des tarifs réglementés et la revalorisation des salaires, plus modérée, seraient également absorbées début 2026 sans faire obstacle à la désinflation, moyennant le maintien d'une politique monétaire restrictive.

Le signal du Conseil des gouverneurs de cette dernière décision de l'année reste « neutre », l'ampleur de l'assouplissement des conditions monétaires dépendant de la durabilité du phénomène désinflationniste et de la dynamique des anticipations d'inflation. Même en cas de « pause » du taux directeur en 2026 pouvant susciter une autre déception, la BdR assure qu'une telle décision ne résultera pas d'une dépendance de sentier mais bien du suivi continu de l'état de l'économie russe, qui malgré sa reconfiguration à venir (recul de l'impulsion budgétaire, ralentissement de la croissance, hausse de la fiscalité) n'appelle pas d'emblée un relâchement de la politique monétaire. Pour l'heure, E. Nabiullina en revendique la dureté à dessein, filant sa métaphore du « marathon » de longue haleine vers une désinflation pérenne. La posture du régulateur reste, sans surprise, inchangée : la transformation

structurelle de l'économie russe requiert un arbitrage faisant primer la stabilité des prix, ce qui ne contredit pas pour autant les objectifs de croissance.

Tableau 1. Dernières prévisions macro-économiques 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.

Russie

Compte courant

Selon une estimation préliminaire de la Banque de Russie, l'excédent du compte courant s'est établi à **37,1 Md USD en janvier-octobre 2025** (1,8% du PIB en proportion sur l'année), contre 52,7 Md USD sur la même période en 2024 (2,9% du PIB en proportion sur l'année). En octobre, le compte courant s'est établi en excédent de 4,3 Md USD, contre 3,6 Md USD en octobre 2024.

Kazakhstan

Activité

Selon une estimation préalable du ministère de l'Économie, le PIB du Kazakhstan a crû de **6,4% en g.a. en janvier-novembre 2025**.

Sur cette période, la **production industrielle, en principal contributeur à la croissance, a augmenté de 7,4% en g.a.** (8,2% en g.a. pour le seul mois de novembre), particulièrement dans les secteurs extractifs qui connaissent une croissance de 9,7% sur la période, et dans l'industrie manufacturière qui progresse de 5,9%. Hors production industrielle, **l'agriculture affiche une progression de 6,1% et se place en autre contributeur clé de la croissance.** Les autres secteurs comme le transport (+20,3%), la construction (+14,7%) et le commerce (+8,8%) démontrent quant à eux une croissance stable.

Ouzbékistan

Activité

La production industrielle a augmenté de **6,8% en g.a. en janvier-novembre 2025**, tirée par la hausse de 7,2% de l'industrie manufacturière. En parallèle, sur cette même période, **les ventes de détail ont progressé de 11% en g.a.**, reflétant une consommation intérieure particulièrement dynamique.

Commerce extérieur

Le déficit commercial s'est établi à **10 990,6 M USD en janvier-novembre 2025**, contre un déficit de 10 784,4 M USD sur la même période de l'année 2024. Les exportations ont augmenté de 26,2% à 30 894,8 M USD, tandis que les importations ont augmenté de 18,7% à 41 885,4 M USD.

Biélorussie

Activité

D'après le Comité national de statistique, le PIB de la Biélorussie a progressé de **1,3% en g.a. en janvier-novembre 2025**. Sur cette période, **les ventes de détail ont progressé de 7,1% en g.a.**, alors que la production industrielle a baissé de 1,7% en g.a., imputable surtout au déclin de 2,3% dans l'industrie manufacturière.

Pouvoir d'achat

Les revenus réels disponibles des ménages ont progressé de **10% en g.a. en janvier-octobre 2025**.

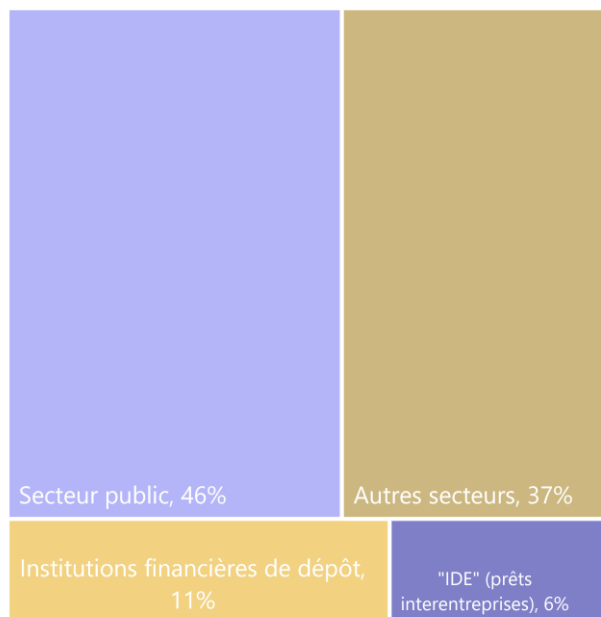
Compte courant

Au 3^e trimestre 2025, l'excédent courant s'est élevé à **346,3 M USD** contre un déficit de 102,3 M USD sur la même période en 2024. En janvier-septembre 2025, le déficit courant s'est établi à **1 688,2 M USD**, soit 2,6% du PIB, contre un déficit de 1 549,4 M USD sur la même période en 2024. La hausse du déficit est liée à la progression du déficit de la balance des biens et services à 859,7 M USD de 310,1 M USD, suite à l'augmentation des importations (+2,1%) plus rapide que celles des exportations (+0,7%). Le déficit des revenus primaires et secondaires a quant à lui diminué de 1 239,4 M USD à 828,5 M USD, en permettant une résorption du déficit courant.

Dettes externes

Au 1^{er} octobre 2025, la dette externe totale de la Biélorussie s'est élevée à **37,2 Md USD**, soit 42,9% du PIB prévisionnel et une hausse de 2,5% en g.a. Elle est constituée quasiment pour moitié de **créances du secteur public** (46% du total). Le régulateur fait également état de 1,3 Md USD d'arriérés de paiement sur cette dette extérieure, détenus à 96% par les « autres secteurs » (organisations non-financières, ménages).

Figure 6. Structure de la dette extérieure de la République de Biélorussie (par débiteurs)



Source : Banque nationale de la République de Biélorussie.

Kirghizstan

Endettement public

La dette publique totale a augmenté de **31,3% en g.a.** à **8,7 Md USD** fin septembre 2025, soit **42,7% du PIB prévisionnel** (contre 44,3% fin septembre 2024).

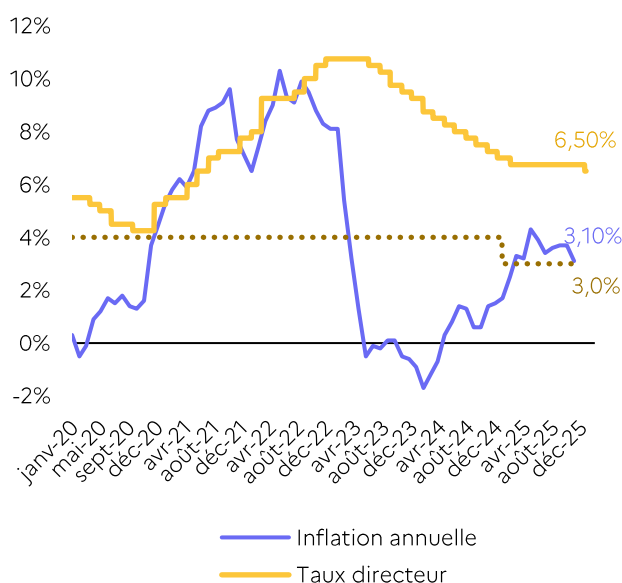
Arménie

Politique monétaire

Le 16 décembre 2025, la Banque centrale d'Arménie a décidé de baisser son taux directeur de **25 p.d.b. à 6,5%**. Il s'agit du premier abaissement depuis février 2025 (le taux avait été abaissé de 7% à 6,75%). Cette décision a été prise dans un contexte de ralentissement de l'inflation à 3,1% en novembre, contre 3,7% en septembre et en octobre. Selon la Banque centrale, des

risques de ralentissement de la demande mondiale et chez les principaux partenaires commerciaux subsistent, alors que la pression inflationniste aux Etats-Unis s'est intensifiée. L'Arménie a certes affiché une activité économique élevée au 4^e trimestre 2025, mais les perspectives en termes de demande intérieure demeurent très incertaines. Cette dernière a pour l'heure un impact limité sur l'inflation.

Figure 7. Inflation et politique monétaire en Arménie



Source : Banque centrale de la République d'Arménie.

Tadjikistan

Inflation

L'inflation annuelle s'est établie à 3,2% en novembre 2025 (contre 3,1% en octobre 2025).

Programme FMI

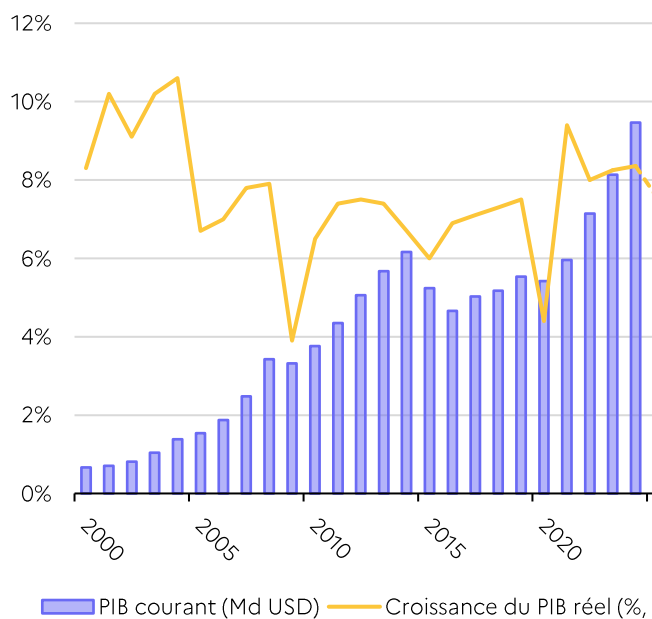
Le Conseil d'administration du Fonds monétaire international (FMI) a achevé, le 18 décembre 2025, la troisième revue au titre de

l'Instrument de coordination des politiques (ICP) pour le Tadjikistan.

Ce programme, approuvé en février 2024 et d'une durée de 22 mois, vise à affermir les politiques macroéconomiques nationales et à soutenir la mise en œuvre de réformes structurelles afin de préserver la stabilité macrofinancière du pays et promouvoir une croissance plus durable et inclusive.

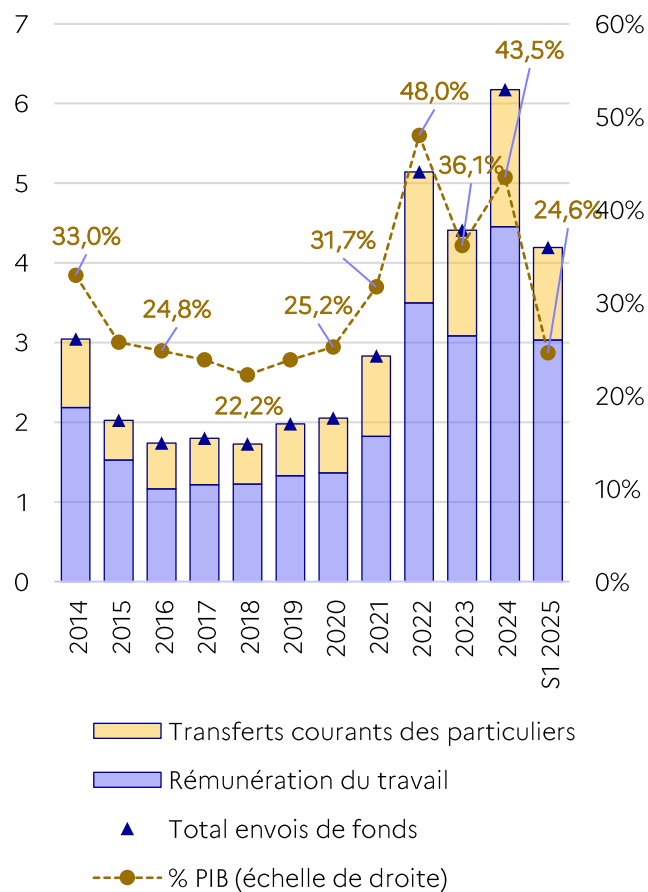
Sur fond d'une bonne performance économique en 2025 (8,2% en janvier-septembre), le FMI encourage les autorités tadjikes à poursuivre leur soutien à la création d'emploi local dans le but de réduire les vulnérabilités de la croissance (dépendant encore largement des transferts de fonds des travailleurs migrants). Malgré la maîtrise notable de l'inflation, l'institution met également l'accent sur les flux de devises et l'activité de crédit dynamique, qui ne sont pas sans effet sur la stabilité financière du pays. Par ailleurs, 3 banques tadjikes ont été ciblées par des sanctions européennes, poussant le Fonds à insister sur les contrôles de conformité au Tadjikistan. De manière plus générale, le FMI appelle enfin à une dépense publique et une collecte des revenus fiscaux plus efficaces, afin de libérer les fonds nécessaires à des projets prioritaires, en particulier dans les infrastructures et l'énergie (barrage de Rogun).

Figure 8. Variation du PIB de la République du Tadjikistan, %, g.a.



Source : FMI.

Figure 9. Envoi de fonds nets depuis l'étranger, Md USD, % du PIB



Source : Banque nationale de la République du Tadjikistan, FMI.

Tableaux de synthèse

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

POLITIQUE MONÉTAIRE	Inflation annuelle						Cible d'inflation	Taux directeur	
	Juin-25	Juil-25	Août-25	Sept-25	Oct-25	Nov-25		Actuel	Depuis
Russie	9,4%	8,8%	8,14%	7,98%	7,7%	6,64%	4%	16%	Déc-25
Kazakhstan	11,8%	11,8%	12,2%	12,9%	12,6%	12,4%	5%	18%	Oct-25
Ouzbékistan	8,7%	8,9%	8,8%	8%	7,8%	7,5%	5%	14%	Mars-25
Biélorussie	7,3%	7,4%	7,2%	7,1%	6,9%	7,0%	6%	9,75%	Juin-25
Arménie	3,9%	3,4%	3,6%	3,7%	3,7%	3,1%	3%	6,5%	Déc-25
Kirghizstan	8%	8,8%	9,5%	8,4%	9,3%	9,2%	5-7%	11%	Nov -25
Tadjikistan	3,6%	3,5%	3,1%	2,8%	3,1%	3,2%	5% (±2)	7,50%	Oct-25

ENDETTEMENT ET RÉSERVES	Russie	Kazakhstan	Ouzbékistan	Biélorussie	Arménie	Kirghizstan	Tadjikistan
Dettes publiques (% PIB)	01/10/25	01/10/25	01/10/25	01/01/25	01/10/25	01/10/25	01/01/25
	15,1%	21,6%	32,3%	40%	49,6%	42,7%	25,2%
Dettes externes (% PIB)	01/10/25	01/10/25	01/07/25	01/10/25	01/07/25	01/07/25	01/07/2023
	12%	57,5%	54,5%	42,9%	68,1%	63,2%	52,2%
Réserves de change	01/09/25	01/10/25	01/10/25	01/07/25	01/10/25	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

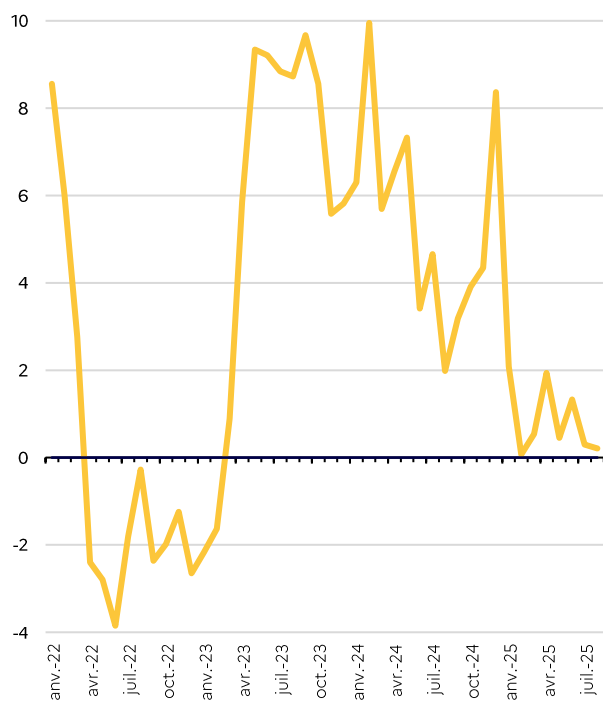
*Dont avoirs en devises gelés depuis février 2022 dans le cadre des mesures restrictives adoptées contre la Russie

FINANCES	Solde courant, % PIB*					Solde budgétaire, % PIB*			
	2023	2024	S1 25	9M 25	Md USD**	2023	2024	S1 2025	9M 2025
Russie	2,7%	2,5%	2,4%	1,6%	30,1	-1,9%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
Kazakhstan	-3,3%	-1,3%	-2,3%	-3,1%	-7	-2,4%	-2,7%	-1,3%	-1,7%
Ouzbékistan	-8,6%	-5,1%	-0,2%		-0,2	-5,5%	-3,3%		
Biélorussie	-1,4%	-2,6%	5,3%	-2,6%	-1,7		0,3%		
Arménie	-2,1%	-3,9%	-9,1%		-1,2	-2%	-3,7%	-0,7%	-1%
Kirghizstan	-55%	-22%	-21,8%		-3	1%	2,4%	6,8%	7,5%
Tadjikistan	4,8%	6,2%	14,4%		0,4		0,3%		

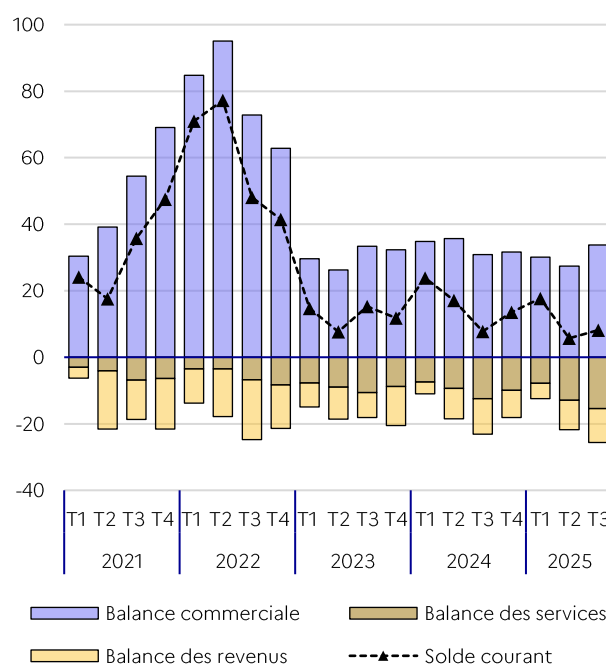
*En proportion sur l'année **dernière période disponible

Graphiques

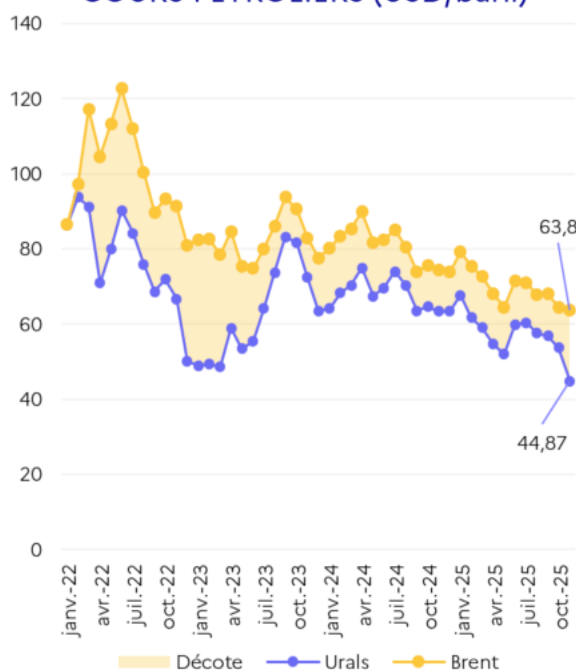
INDICE DE PRODUCTION DES SECTEURS
DE BASE EN RUSSIE (% , g.a.)



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