

L'Observatoire

CENTRE D'ANALYSE
DE LA CCI FRANCE RUSSIE



CCI FRANCE RUSSIE

CHAMBRE DE COMMERCE
ET D'INDUSTRIE FRANCO-RUSSE



ANALYSE SEMESTRIELLE DE LA CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

1^{ER} JUILLET – 31 DÉCEMBRE 2018



L'OBSERVATOIRE

Créé en mars 2012 à l'initiative du Conseil économique de la CCI France-Russie, l'Observatoire a pour vocation de produire une expertise approfondie sur la Russie, ainsi que de promouvoir une meilleure connaissance des réalités françaises auprès des élites politiques et économiques russes. Il publie des notes thématiques et un rapport annuel sur la Russie. Il organise également des manifestations (colloques, séminaires, conférences de presse) à Paris, à Moscou et en régions. L'Observatoire s'est doté d'un conseil scientifique réunissant une quinzaine d'universitaires et experts de renom (Alain Blum, Pascal Boniface, Isabelle Facon, Pierre Kopp, Jean Radvanyi, Marie-Pierre Rey, Georges Sokoloff, Julien Vercueil, Evgueni Gavrilénkov, Natalia Lapina, Fiodor Loukianov, Sergueï Karaganov, Rouslan Poukhov, Konstantin Simonov, Tatiana Stanovaya) qui participent activement à ses travaux.

SOMMAIRE

| | |
|--|----|
| 1. Entre tensions internationales et politique de rigueur..... | 4 |
| 2. L'indolence des moteurs intérieurs de la croissance..... | 6 |
| 3. Finances publiques : l'équation budgétaire au défi de la règle..... | 8 |
| 4. Une politique monétaire autonome..... | 10 |

1. ENTRE TENSIONS INTERNATIONALES ET POLITIQUE DE RIGUEUR

Le durcissement de certaines sanctions occidentales, l'escalade de mesures de rétorsions commerciales entre les États-Unis et la Chine, l'absence de robustesse de la croissance européenne et, *in fine*, la baisse des prix des hydrocarbures¹ se sont conjugués pour détériorer l'environnement économique international de la Russie au cours du deuxième semestre de l'année 2018. Lors de la dernière mise à jour de ses perspectives pour l'économie mondiale, le FMI a réduit ses prévisions de croissance à 3,5 % pour 2019, contre 3,7 % en octobre dernier².

Les clients traditionnels de la Russie, en particulier l'Union Européenne, ont montré des signes de faiblesse. La Chine a poursuivi son ralentissement structurel, tandis que la Turquie, qui représente désormais 5 % des exportations russes, connaissait une crise de change accompagnée d'une chute de l'activité. Le « facteur Trump », dont les annonces et réactions ont la particularité de surprendre souvent les marchés, a ajouté à l'incertitude. Renforcé et symbolisé à la fois par les crises argentine et turque, le manque d'appétit des investisseurs internationaux pour les économies des marchés émergents s'est confirmé. Selon la Banque centrale de Russie (BCR), cela explique à la fois l'augmentation de la prime de risque de la Russie³ et, au moins partiellement, les sorties de capitaux survenues durant l'été 2018, qui ont conduit à l'affaiblissement du rouble en août et en septembre, décidant le comité de la BCR à suspendre ses achats de devises au titre de la règle budgétaire⁴.

Dans ce contexte, le découplage déjà relevé (*cf.* note de conjoncture 2, 2018) entre le taux de change du rouble en dollars et les prix du pétrole – découplage qui reste toutefois partiel –, s'est prolongé durant le deuxième semestre : alors que le prix du baril décrochait franchement, le rouble n'a pas subi de dépréciation importante. On peut voir dans cette résistance le reflet de l'importance du facteur géopolitique dans les perspectives attribuées à l'économie russe par les marchés financiers. Cependant, d'autres raisons qui tiennent davantage à l'activité de la BCR sur le marché des changes semblent devoir être également considérées. La Banque centrale affirme que sa défense *de facto* du rouble était motivée uniquement par des considérations de stabilité financière⁵. Il est toutefois permis de s'interroger sur cette motivation dans un contexte national où la politique de la BCR est critiquée pour son intransigeance.

1. Après avoir atteint leur plus haut début octobre, ils ont dévissé, perdant 40 % en trois mois.

2. WEO update, January 2019, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/01/11/weo-update-january-2019>.

3. La prime d'intérêt (*spread*) russe s'est accrue de nouveau à partir du mois de mars, tout en augmentant moins vite que pour l'ensemble des marchés émergents (Central Bank of Russia, *Monetary Policy Report*, September 2018. p. 6).

4. Central Bank of Russia, *Monetary Policy Report*, September 2018.

5. Central Bank of Russia, *Monetary Policy Report*, December 2018.



Dans le même temps, les exportations de capitaux ont ralenti⁶. L'absence de mouvement d'ampleur des entreprises exportatrices et du secteur financier, qui sont habituellement les grands responsables des sorties de capitaux et qui ont modéré leurs achats de dollars, a sans doute reflété leurs anticipations sur la bonne tenue du rouble. Toutefois, celui-ci a tout de même fini par céder du terrain, ce qui a exercé une pression à la hausse des prix dans les secteurs fortement pénétrés par les importations. Au cours du premier semestre 2019, compte tenu de l'enracinement des tensions qui parcourent l'arène mondiale, l'environnement international a peu de chances de stimuler l'économie russe.

6. *Op.cit.*



2. L'INDOLENCE DES MOTEURS INTÉRIEURS DE LA CROISSANCE

Le redressement de la demande intérieure s'est poursuivi au deuxième semestre 2018 – dans le prolongement des améliorations observées au semestre précédent – sans s'accélérer. L'investissement productif a repris dans l'industrie manufacturière, principalement dans les produits chimiques et l'automobile. Les exportations agricoles (vers le Proche et le Moyen-Orient) ont bondi, ainsi que les exportations chimiques (en particulier les engrais).

Du côté du secteur pétro-gazier, les grands travaux continuent (notamment le gazoduc *Force de Sibérie*, pour lequel 2019 doit être la dernière année avant la mise en service), mais la troisième station de liquéfaction de gaz pour le gisement Yamal arrive en fin de construction et on reste dans l'incertitude sur le sort de *Nord Stream 2*, dont les préparatifs n'ont pas été interrompus. Les revenus en roubles des entreprises du secteur pétro-gazier se sont envolés (+140 % au premier semestre, dont +50 % pour Rosneft et +30 % pour Lukoil)⁷, améliorant leur situation financière, ce qui était particulièrement bienvenu pour les groupes endettés. Cette performance conjoncturelle est directement liée à l'association de la hausse des prix du pétrole et de l'absence d'appréciation du rouble. Elle permet au secteur de reconstituer des capacités d'investissement.

Après quatre ans de baisse du revenu disponible brut réel des ménages, celui-ci a repris sa croissance au premier semestre 2018. Durant la deuxième partie de l'année, la hausse s'est tassée mais ne s'est pas interrompue. Si le redressement des revenus se confirmait à l'avenir, cela constituerait la meilleure nouvelle économique depuis 2014 en Russie. Jusqu'à présent, la majeure partie de cette hausse est provenue du secteur public, où les salaires continueront d'augmenter du fait du décret présidentiel de mai 2018. Hormis les salaires, les autres sources de revenus (revenus de transferts nets des contributions et impôts et revenus hors salaires) ne participent pas à la croissance. La situation sociale reste difficile, avec un salaire moyen du secteur officiel équivalant à 530 euros mensuels et une population active dont 25 % dépendent exclusivement du travail non déclaré (estimations Rosstat). Compte tenu de la modestie des revenus, les biens alimentaires représentent 27 % du panier de consommation. Malgré la hausse récente des revenus, le solde d'opinion des ménages sur l'opportunité de réaliser des achats importants reste nettement négatif, sans changement majeur depuis décembre 2014⁸.

C'est en partie pour cette raison que le redressement de la consommation des ménages et celui de l'investissement productif en 2018 sont restés en deçà des prévisions. La croissance de la consommation au troisième trimestre est largement due à une désépargne et à une hausse de l'endettement. Pour l'ensemble de l'année, la

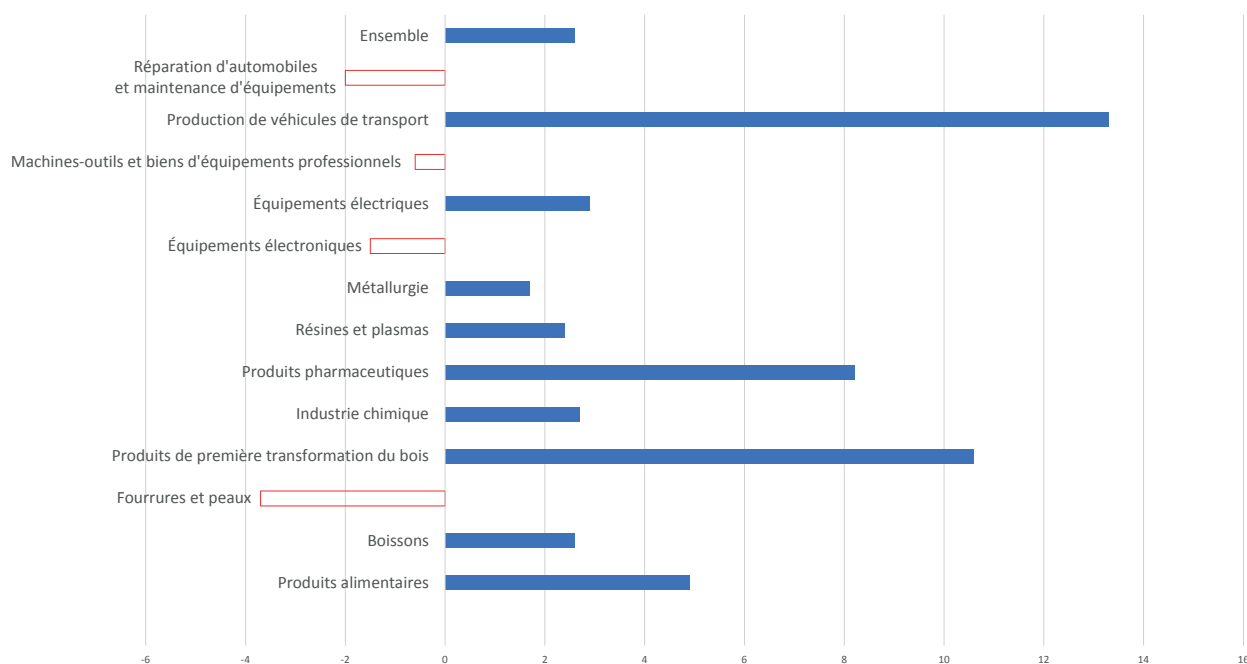
7. BOFIT Weekly Review, n°37, 13 Septembre 2018.

8. Central Bank of Russia, *Monetary Policy Report*, September 2018.

BCR ne s'attend pas à une hausse de plus de 2,5 % de la consommation finale des ménages⁹.

Du côté de l'offre, la production industrielle s'est accrue de 2,9 % sur les trois premiers trimestres. Elle a été soutenue par l'extraction de matières premières (dont le pétrole), qui s'est accrue de 3,9 %. La production manufacturière, portée par l'agroalimentaire et l'automobile, a progressé de 2,6 %¹⁰ (*Graphique*). En revanche, la performance de l'agriculture, qui avait été élevée en 2017, ne s'est pas maintenue en 2018, malgré l'augmentation des surfaces cultivées. La production agricole a chuté de 0,8 % de janvier à novembre. Dernier secteur important de l'économie à se redresser, la construction s'est stabilisée (+0,5 % durant les onze premiers mois de l'année)¹¹.

**Graphique. Variation des indices de production
d'une sélection de branches manufacturières (2018, %)**



Source : Rosstat, 2018, élaboration de l'auteur.

9. Central Bank of Russia, *Monetary Policy Report*, December 2018.

10. Rosstat, «*Informatsia o sotsialno-ekonomitcheskom položenii Rossii – 2018*» [Situation socioéconomique de la Russie – 2017], n°12, janvier 2019.

11. Rosstat, «*Sotsialno-ekonomitcheskoïe položenie v g. Moskve v ianvarie-noïabrie 2018 goda*» [Situation socio-économique dans la ville de Moscou entre janvier et novembre 2018].

3. FINANCES PUBLIQUES : L'ÉQUATION BUDGÉTAIRE AU DÉFI DE LA RÈGLE

Les bonnes recettes budgétaires de 2018, qui ont augmenté de 20 % au total (dont 50 % pour les seules recettes issues du secteur pétro-gazier) ont transformé le déficit de l'année précédente en un excédent, et les finances publiques affichent un état global satisfaisant. On retrouve cette dynamique à l'échelle régionale : les comptes des régions s'améliorent tendanciellement et les régions réduisent leur endettement¹². Le projet de budget 2019, approuvé à l'automne 2018, ne prévoit pas d'impulsion. Il repose sur l'hypothèse d'un prix du baril de pétrole à 70 de dollars, et prévoit de dégager un excédent de 1,8 % du PIB, qui sera ponctionné au titre de la règle fiscale : en raison du niveau du prix du pétrole qui sert de référence pour le déclenchement des versements règlementaires au Fonds national de bien-être (FNBE) (40 dollars), cette ponction représentera 2,5 % du PIB, obligeant le gouvernement à emprunter pour la financer.

Annoncée le jour de l'inauguration de la Coupe du monde de football, l'augmentation de l'âge de départ à la retraite a causé une émotion croissante qui a conduit Vladimir Poutine à demander des aménagements pour certaines catégories de travailleurs. Mais cette mesure est bien en vigueur en 2019. Ses effets sur l'économie sont considérés comme positifs par la BCR (+0,1 % du PIB en 2019 et +0,2 à +0,3 % en 2020 et 2021), du fait de l'augmentation de la croissance potentielle qu'elle induit en contrecarrant la baisse de la population active et en limitant la pression inflationniste¹³. Deuxième mesure fiscale à entrer en vigueur en 2019, la hausse de deux points de la TVA en janvier ne devrait pas exercer d'effet négatif sur la croissance, car elle devrait être compensée par l'accroissement des dépenses publiques permis par la hausse des recettes ainsi récoltées, si l'on en croit l'analyse de la Banque centrale de Russie¹⁴.

À supposer qu'elle soit effective, on peut toutefois se demander si cette compensation fiscale pourra effacer totalement les effets par nature négatifs de la hausse de la TVA sur la demande finale. Pour qu'il en soit ainsi, il faudrait en effet que toutes les dépenses publiques supplémentaires induites par les nouvelles recettes soient affectées à des mesures ciblées sur le pouvoir d'achat des ménages les plus modestes, c'est-à-dire ceux dont la consommation sera la plus touchée par la hausse du taux, qui sont aussi ceux dont la propension à consommer est la plus élevée. Cela peut rendre sceptique face à l'affirmation de l'innocuité d'une telle mesure. Le fait, déjà évoqué, que l'industrie automobile ait dû faire face à un surcroît de demande en 2018 pourrait refléter des achats anticipés dans le courant du deuxième semestre.

12. Deryugin A., 2018 : «*Region's budget, Q3 2018: positive dynamics*», Monitoring of Russia's Economic Outlook: Trends and Challenges of Socio-economic Development, N°20 (81) November 2018 ; Zubarevich N., 2018 : «*Development of Russian Regions: Autumn Trends in 2018*», Monitoring of Russia's Economic Outlook: Trends and Challenges of Socio-economic Development, N°21 (82) December 2018.

13. Central Bank of Russia, *Monetary Policy Report*, September 2018.

14. Central Bank of Russia, *Monetary Policy Report*, December 2018.



Ce point n'est pourtant pas retenu par l'analyse de la BCR, qui insiste au contraire sur le caractère adaptatif des anticipations des ménages. Si ce phénomène d'achats anticipés a effectivement été à l'œuvre en 2018, on devrait observer dans le courant de l'année 2019 un tassement, voire une contraction de la consommation finale de biens d'équipements par les ménages, entretenus par la rigueur de la politique monétaire (voir section suivante).

La politique salariale de l'État joue un rôle important dans l'évolution des revenus des ménages russes. La modération de 2019, qui devrait suivre en toute logique les largesses de début 2018, période d'élections présidentielles, devrait contribuer au ralentissement de la croissance des revenus, à l'exception de ceux des retraités, dont les pensions ont été augmentées de 7 % (trois points de plus que l'inflation) au premier janvier. L'impact de cette augmentation sur les dépenses publiques sera limité par une croissance des effectifs plus lente que prévu, du fait de l'augmentation de l'âge de départ à la retraite.



4. UNE POLITIQUE MONÉTAIRE AUTONOME

Poussée par la chute du taux de change¹⁵ et des facteurs propres à la situation de l'agriculture (en particulier une épizootie dans la production de porc et de bœuf dans plusieurs régions de Russie), l'inflation a commencé à accélérer au milieu de l'été 2018. Pour éviter qu'elle ne dépasse 4 % en fin d'année, la BCR a procédé à deux hausses du taux directeur, en septembre et décembre, qui sont les premières depuis décembre 2014. Depuis le 17 décembre, le taux directeur s'établit à 7,75 %.

LE SECTEUR FINANCIER EST-IL À RISQUE EN RUSSIE ?

Les marchés financiers ont été secoués par plusieurs à-coups en provenance des sanctions américaines, notamment celles d'avril 2018 qui ont porté sur Rusal et d'autres propriétés de l'oligarque Oleg Deripaska (voir note de conjoncture 1 2018). Au total, l'indice RTS a glissé de 8 % en 2018, sans donner de signe nouveau de vulnérabilité. Quant au secteur bancaire, certaines de ses particularités doivent être rappelées. Parmi 499 banques enregistrées fin 2018 en Russie, les quatre premières, toutes publiques, concentrent 56 % des actifs et 65 % des dépôts. La première banque privée, Alfa Bank, n'en représente que 4 %. Le volume de prêts non performants, qui grève les comptes de certaines banques publiques, est important. C'est le cas pour Rosselkhozbank, établissement spécialisé dans les prêts à l'agriculture, qui compte sur un plan de soutien de 40 milliards de roubles en 2019 pour faire face à la dégradation de son bilan. La VEB (Vnechnekonombank), grande banque publique de développement voulue par Vladimir Poutine en 2006 aux côtés d'autres *holdings* d'État et placée hors de la supervision de la Banque centrale, souffre d'un montant considérable de prêts non performants, dont beaucoup furent octroyés sous pression politique. Sur 3 400 milliers de milliards de roubles d'actifs, ses engagements en devises et les prêts non performants accordés en Ukraine ou lors de la préparation des Jeux olympiques de Sotchi nécessitent aujourd'hui des provisions publiques estimées à 900 milliards de roubles (11,9 milliards d'euros durant la période 2019-2024) pour faire face aux difficultés.

Malgré ces « trous noirs » qui grèvent le système bancaire, la situation globale du système financier n'est pas déstabilisée. Les réserves de la Banque centrale de Russie et le niveau des engagements extérieurs nets des agents résidents (dettes moins avoirs) sont rassurants. Si le FNBE a perdu 11 % de ses avoirs en 2018 en raison du déficit budgétaire (il continue tout de même de peser 5,7 % du PIB), la Banque centrale de Russie a accumulé 8 % de réserves supplémentaires, lesquelles atteignent désormais 480 milliards de dollars.

15. Au total, le rouble a perdu environ 10 % de sa valeur face au dollar entre janvier et décembre. L'essentiel de cette dépréciation a été subi suite aux deux annonces de sanctions américaines, en avril puis en septembre 2018.

La composition de ces réserves a changé, la BCR ayant décidé de se défaire d'une partie de ses actifs en dollars. En conséquence, la devise la plus représentée dans ses réserves est désormais l'euro (32%), suivie du dollar (22 %) et du yuan (15 %) qui est récemment monté en puissance suite aux accords de swap entre les Banques centrales russe et chinoise. Outre les autres devises (dont le franc suisse, le yen et la livre sterling), la BCR complète ses réserves totales par de l'or, qui représente désormais 20 % du total.

Le soin que prend la gouverneure Elvira Nabioullina à justifier sa politique monétaire est à la mesure des critiques qu'elle subit en contribuant au maintien de taux réels élevés¹⁶ : le taux nominal moyen des prêts aux entreprises étant estimé à 9 % avant les deux hausses de la BCR¹⁷, le taux d'intérêt réel pour les crédits à l'économie se situe aux alentours de 6 %. Accusée d'entretenir la stagnation économique¹⁸ à un moment où des pays à revenus intermédiaires du voisinage connaissent un regain de croissance (Ukraine et Kazakhstan en particulier), la BCR répond en évoquant des facteurs internes, des questions internationales et les problèmes liés à la situation géopolitique de la Russie pour expliquer sa politique.

À l'horizon du premier semestre 2019, le niveau d'incertitude géopolitique, la dynamique du commerce international, l'évolution des flux de capitaux internationaux et le niveau des prix des matières premières dessinent un environnement extérieur neutre ou légèrement négatif pour la Russie. L'hypothèse naturellement retenue par la totalité des observateurs est celle d'une poursuite des sanctions, qui privent les entreprises et banques russes d'un accès complet au marché des capitaux internationaux. Dans ce contexte, les prévisions dépendent largement du niveau projeté du prix du pétrole durant l'année (*Tableau*).

16. Pour une note complète sur ces débats, voir Trounine P. V., Bojetchkova A. B., Goriounov E. L., Kiioutsevskiaïa A. M., Sinelnikova-Mouryleva E. V.: «*Vygody i izderjki inflatsionnogo targuetirovania v Rossii*» [Avantages et inconvénients du ciblage de l'inflation en Russie]. Moscou : Izdatelski dom «Delo», RANKhiGuS, 2019.

17. BOFIT, *Weekly Review*, n°44, 2 November 2018.

18. Glaziev S., «Potential opportunities for the growth of the Russian economy and the monetary policy of the Bank of Russia», *Economic and social changes: Facts, trends, forecast*, vol. 11 (5), 2018, pp. 30-48.

Tableau. Prévisions des principaux instituts de conjoncture, fin 2018

| Organisme - date de la prévision | 2019 | | 2020 | |
|--|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| | Prix du baril de pétrole (\$) | Taux de croissance du PIB (%) | Prix du baril de pétrole (\$) | Taux de croissance du PIB (%) |
| BCR – 12/2018 | 55 | 1,5 | 55 | 2,1 |
| | 75 | 1,8 | 75 | 2,1 |
| Ministère de l'économie – 11/2018 | 63,5 | 1,3 | 60 | 2,0 |
| Banque mondiale – 11/2018 | 71 | 1,5 | 71 | 1,8 |
| OCDE – 11/2018 | 80 | 1,5 | 80 | 1,8 |
| Commission européenne – 11/2018 | 80,5 | 1,6 | 76,5 | 1,8 |
| FMI – 01/2019 | 60 | 1,6 | 58,8 | 1,7 |
| Consensus Forecast – 12/2018 | 69 | 1,5 | n.d. | n.d. |

Source : FMI et BOFIT, janvier 2019.

Les prévisions les plus récentes (émanant du Fonds monétaire international) ont été ajustées à la baisse (-0,2 point en 2019, -0,1 point en 2020) et tablent sur un prix du pétrole moins élevé qu'auparavant. Les analyses des différents laboratoires d'analyse conjoncturelle semblent converger vers le scénario d'une croissance molle (+1,5 %), prolongeant en 2019 et 2020 celle de 2018. Il faut observer que ce rythme est largement insuffisant pour remplir les objectifs définis par Vladimir Poutine lors de son investiture, en mai 2018. Il reste aussi plus de deux fois inférieur à celui de la croissance mondiale, ce qui implique non seulement l'absence de rattrapage des pays avancés, mais aussi et surtout la poursuite du déclin de l'économie russe relativement au reste du monde, déclin entamé en 2014 et qui ne s'est pas interrompu depuis. Enfin, il pose la question, explicitée par la Banque centrale de Russie, du niveau de la croissance potentielle (c'est-à-dire le rythme de croissance soutenable à moyen et long termes) de l'économie russe¹⁹. En l'absence de réforme institutionnelle de grande ampleur et contrairement aux estimations de certains analystes qui professent un enthousiasme de principe quant au potentiel de leur économie²⁰, on peut penser qu'il n'est pas significativement supérieur au rythme observé actuellement.

**Par Julien Vercueil,
Professeur des Universités
à l'Institut national des langues et civilisations orientales (INALCO),
membre du Conseil scientifique de l'Observatoire franco-russe.
Manuscrit clos le 29 janvier 2019.**

19. Central Bank of Russia, *Monetary Policy Report*, September 2018.

20. Glaziev S., *art. cit.*