

Economie russe :
vers la glaciation ?

+

Les ménages
consomment...
pour combien
de temps ?

2

+

L'investissement,
faiblesse majeure
de l'économie russe

3

+

A court terme,
des fragilités financières,
dans un contexte de
dangereuse escalade
des sanctions

4

A moyen-terme, le risque
majeur de la stagnation

7

PANORAMA RUSSIE

SEPTEMBRE 2014

LES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES DE COFACE

Par Yves Zlotowski,
économiste en chef de Coface



La crise ukrainienne est survenue dans un contexte de fort affaiblissement de l'économie russe. En 2013, la croissance russe est tombée à 1,3%, après une moyenne de progression du PIB de 4,8% entre 2000 et 2011. Le ralentissement que connaît ce pays n'est pas excessivement différent de celui observé dans les autres BRICS. Les grands pays émergents ont été récemment caractérisés, pour nombre d'entre eux, par une décélération marquée de l'investissement et dans une moindre mesure de la consommation.

Les politiques monétaire et budgétaire peuvent difficilement jouer un rôle contra-cyclique. Tout d'abord parce que la politique de taux d'intérêt est contrainte depuis les annonces de changements de politique économique de la Fed qui déstabilise les grandes devises émergentes. Mais surtout parce que la nature du ralentissement relève de carences structurelles : infrastructures problématiques et surtout climat des affaires difficile dans le cas russe. Sur le papier, au plan financier, la Russie est dans une situation confortable qui pourrait lui permettre de limiter l'impact négatif du choc

externe que constitue la crise géopolitique, et ce au moins pour une certaine période. Les réserves de change sont toujours très importantes. L'excédent courant est maintenu et pourrait même augmenter en 2014. La dette publique est modeste. Bref, face à cette double crise, structurelle et géopolitique, comment l'économie russe peut-elle réagir à court et moyen terme ? Et quels sont les risques économiques et financiers majeurs ? Quel scénario de réforme et de développement attendre ?

RETROUVEZ TOUS LES AUTRES PANORAMAS DU GROUPE
<http://www.coface.fr/Actualites-Publications/Publications>

coface
FOR SAFER TRADE

DOSSIER

ECONOMIE RUSSE : VERS LA GLACIATION ?



PAROLES D'ÉCONOMISTES

Yves ZLOTOWSKI

Économiste en chef
de Coface

yves.zlotowski@coface.com

Rédaction achevée
le 12 septembre 2014

« L'économie russe risque
de voir s'installer durablement
une dangereuse stagnation »

1 LES MÉNAGES CONSOMMENT... POUR COMBIEN DE TEMPS ?

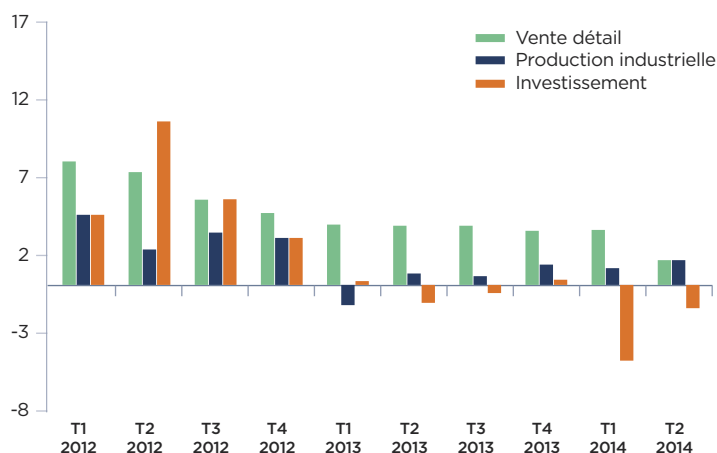
Les données de l'économie réelles disponibles fin août 2014 attestent bien d'un choc économique, pour le moment moins ample que la contraction observée en 2008-2009. Le PIB au second trimestre ne s'est pas contracté. Il a crû en rythme annuel de 0,9 et 0,8% respectivement aux premier et deuxième trimestres 2014. A la fin de la première moitié de l'année, l'acquis de croissance est de 0,5%. Avec les hypothèses d'une légère contraction du PIB dans la seconde partie de l'année (-0,5 au T3 et -1% au T4), Coface prévoit désormais une croissance nulle pour l'ensemble de 2014 et de 1% en 2015.

Le graphique n° 1 résume les forces et les faiblesses de la conjoncture russe. Bien qu'en net ralentissement, les ventes de détail décélèrent mais restent positives (+2,7% au S1 2014). La consommation est, depuis la venue au pouvoir de V. Poutine au début des années 2000, le moteur principal de la croissance russe. La grande réussite de V. Poutine est d'avoir remis en marche les mécanismes redistributifs de la rente pétrolière et gazière. Durant les années 1990, les salaires et les pensions étaient fréquemment non réglés. Grâce à la hausse des prix du pétrole, mais aussi au boom des « nouveaux » secteurs tels que la distribution, les services financiers ou la construction (situés principalement dans les

ville), les revenus réels de la population augmentent régulièrement depuis 2001. Ils augmentaient encore en rythme annuel de 5% en 2012 et 2013. La baisse remarquable du chômage - qui a atteint le point bas de 5% en juin 2014 - est également un facteur de dynamisme des

Graphique n° 1

Taux de croissance des ventes de détail, production industrielle et investissement



Source : Rosstat

dépenses des ménages. Tout concourt à faire de la consommation un moteur de la croissance russe à moyen terme. La pénurie de main d'œuvre qualifiée, entretenue par la baisse de la population active ⁽¹⁾, crée des pressions à la hausse sur les salaires réels.

Néanmoins, cette dynamique favorable est contrecarrée par la situation politique actuelle, qui pousse les consommateurs à réduire leurs dépenses et les entreprises à contenir les salaires. Plus les tensions politiques s'intensifient et les sanctions s'aggravent, plus les ménages russes risquent de différer leurs dépenses. L'inflation est également une menace importante pour la consommation. Après avoir atteint 6,5% à la fin 2013 en rythme annuel, la hausse des prix s'est accélérée à 7,8% en juin 2014. Celle-ci sera probablement affectée par les sanctions russes touchant diverses importations de biens alimen-

taires introduites le 7 août 2014, des sanctions qui portent sur la viande, le poisson, les fruits, les légumes et les produits laitiers venant des Etats-Unis, de l'Union européenne, de l'Australie, du Canada et de la Norvège. Cette contrainte, associée à de fréquents épisodes de dépréciation du rouble, pourrait maintenir l'inflation russe entre 7 et 8% en fin d'année 2014 et en 2015. Enfin, l'offre de crédit à la consommation ralentit. En rythme annuel, la croissance des crédits a connu un pic de 40% fin 2012 pour ralentir à 21% à la mi-2014. Les ménages russes ne sont pas surendettés. La dette des ménages est estimée par Standard and Poor's à 16,4% du PIB en 2014, certes un quasi-doublement par rapport au ratio estimé en 2010. Pour les ménages aux revenus les plus faibles, l'accès au crédit a joué un rôle dans la dynamique des dépenses. Or ces ménages sont dépendants de leurs crédits pour le remboursement de leurs intérêts.

2 L'INVESTISSEMENT, FAIBLESSE MAJEURE DE L'ÉCONOMIE RUSSE

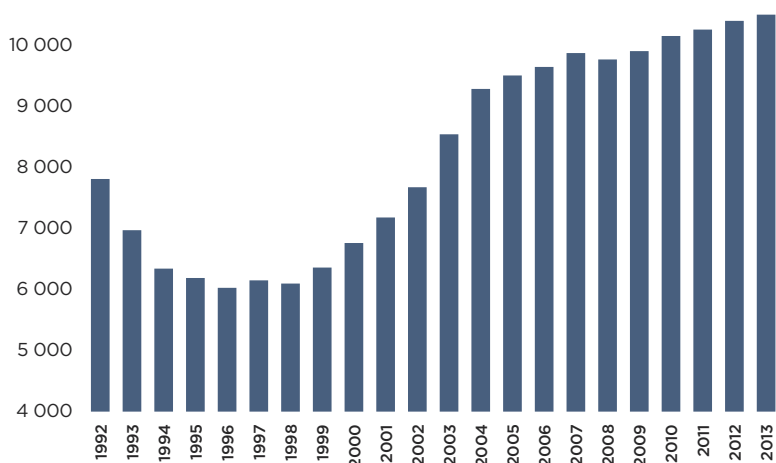
La conjoncture russe peut être radicalement modifiée selon que les ménages résistent ou plongent. Cependant, la consommation pourrait également se rétablir ⁽²⁾ si la situation géopolitique venait à s'améliorer.

L'investissement affiche une dynamique plus préoccupante car inscrite dans la durée. Il a stagné en 2013 et s'est contracté de -3% au premier semestre 2014. La crise ukrainienne a accéléré une tendance qui lui préexistait. Pourquoi, alors que la situation politique russe était stable en 2013, l'investissement a stagné ? Les indicateurs montrent une baisse de la confiance des entrepreneurs, qui préfèrent déstocker pour répondre à la demande plutôt que d'investir. A la mi-2013, deux grands projets d'investissements arrivent à terme, le pipeline North Stream et les jeux olympiques d'hiver de Sotchi. Après ces deux mégaprojets, l'investissement s'arrête.

La question de l'investissement revêt une double dimension en Russie. Des besoins d'investissements considérables caractérisent le secteur des hydrocarbures. L'économie reste dépendante de la rente gazière et pétrolière, puisque ce secteur représente les 2/3 des exportations. Or le secteur énergétique fait face à des défis majeurs, 90% de la production de pétrole venant de l'exploitation de champs datant d'avant 1998 et la Sibérie occidentale représentant 66% de la production. Or, ces champs ont passé leurs pics de productions. En 2013, la production de pétrole était de 10,5 Mns de b/j. Un record ! Mais la hausse de la production ralentit nettement, comme l'illustre le graphique 2.

Graphique n° 2

Production de pétrole en volume, Milliers de b/j



Source : eia

(1) La population active a baissé de 4 millions d'individus entre 2000 et 2009 mais s'est stabilisée en 2013. Elle devrait à nouveau se contracter en 2015-2016 car la population née entre la fin des années 1980 et la fin 1990, lorsque la natalité a chuté de 50%, sera en âge de procréer.

(2) La hausse des salaires ne s'est pas faite plus rapidement que les gains de productivité et c'est pour cette raison qu'à un rythme inférieur à 5%, elle semble soutenable. Le diagnostic qui consisterait à faire de la hausse des salaires un des facteurs d'affaiblissement des entreprises ne semble pas confirmé par l'analyse de la Banque mondiale. En effet, si dans les secteurs non marchands (éducation, santé, administration, défense), les salaires ont augmenté plus vite que la productivité, ce n'est pas le cas dans les secteurs marchands, exposés à la concurrence internationale (extraction, industrie, agriculture). Les secteurs liés au budget fédéral sont soutenus via les hausses de salaires. Néanmoins, les secteurs « non soutenus » conservent une politique salariale « sous contrainte ». Voir Banque mondiale (2014), Confidence crisis exposes economic weakness, Russia Economic Report, n° 31, March, page 11.

L'augmentation future de la production passe par l'exploitation de nouveaux champs, en Arctique notamment, dont les coûts de développement exigent des investissements massifs (700 Mds de d'USD d'ici 2035 selon l'AIE). S'agissant du gaz, les réserves sont amples mais le marché international connaît des mutations aux conséquences incertaines. Quel impact sur les prix lorsque les Etats-Unis passeront du statut d'importateurs à celui d'exportateur ? En outre, la crise ukrainienne incite les Européens à réduire leurs dépendances envers le gaz russe et pourrait amener les Etats-Unis à entrer sur le marché international de manière anticipée.

Mais le secteur non rentier nécessite également des investissements massifs. La Russie, contrairement aux monarchies du Golfe, n'est pas seulement une économie rentière. Ainsi la production d'hydrocarbures représente-t-elle en Russie 30% du PIB contre 50% en Arabie saoudite. S'agissant des exportations et des recettes budgétaires, la rente compte respectivement pour 70 et 50% de ces agrégats contre 90% dans les deux cas pour l'Arabie. La production manufacturière est donc importante. La Russie produit des automobiles, des machines-outils, des biens agroalimentaires... Le secteur manufacturier a été très affecté par la transition des années 1990. L'appréciation réelle du rouble – symptôme typique de la maladie hollandaise⁽³⁾ – et l'ouverture brutale ont exposé les problèmes de compétitivité du secteur industriel. Des investissements soutenus sont nécessaires pour améliorer la compétitivité de ces secteurs.

Les investissements étrangers ont d'ailleurs été très favorables comme dans le cas de l'automobile. Les partenariats noués par Renault, Volkswagen, Ford ou General Motors ont permis aux marques étrangères de passer en dix ans de 0% à 45% de la production totale russe en 2012.

Les sanctions entretiennent la contraction de l'investissement. A la fin du mois de juillet 2014, l'UE a annoncé un embargo sur le commerce de divers types de biens militaires certes, mais aussi pour divers secteurs dits à double-usage. La liste comprend notamment des biens appartenant aux secteurs de l'électronique, l'informatique, les instruments de télécommunications... L'UE a également limité l'accès de la Russie aux équipements et technologie avancés à destination du secteur énergétique. Les exportations d'équipements pour l'exploration et la production en eau profonde, dans l'Arctique ou pour les gaz de schistes ont été bloquées. Les sanctions ont été complétées et durcies le 11 septembre 2014. Une telle décision est susceptible d'entretenir les difficultés de long terme du secteur pétrolier russe qui a besoin, comme nous l'avons vu, de ces technologies pour développer son expansion. En outre, la limitation des financements internationaux pour certaines entreprises et banques publiques (sur les marchés américains et européens)⁽⁴⁾ liées aux sanctions des pays occidentaux constitue de facto une entrave à l'investissement. Plus généralement, le climat de tensions politiques est bien entendu très défavorable à l'acte d'investissement.

3 A COURT TERME, DES FRAGILITÉS FINANCIÈRES, DANS UN CONTEXTE DE DANGEREUSE ESCALADE DES SANCTIONS

La vulnérabilité de la situation financière externe de la Russie est illustrée par les évolutions de la balance courante. La position extérieure de la Russie paraît solide mais se détériore. L'excédent courant est passé de 5,1% du PIB à 1,6% en 2013. Les prévisions pour 2014 sont très aléatoires. Le ralentissement de la demande interne et les restrictions d'importations laissent penser que l'excédent pourrait être supérieur à 2%. La baisse à long terme de l'excédent courant est liée à la vivacité de la demande finale qui génère des flux dynamiques d'importations. Du côté des exportations, la crise en zone euro, qui reste le principal débouché des hydrocarbures (l'UE à 28 représente 51,3% des exportations de biens en 2013), a provoqué un net ralentissement de la croissance des exportations (+1,5% en volume en 2013 contre une croissance supérieure à 4% en 2011 et 2012). Ainsi, constate-t-on depuis 5 ans

une croissance plus vive des importations que celles des exportations. La situation est encore viable. A la dynamique de dégradation du haut de la balance, s'ajoute la fébrilité des données financières de court terme.

Le taux de change s'est déprécié depuis le début de l'année 2014. Le rouble a été touché par la deuxième vague de dépréciation des devises émergentes dans le sillage de la dévaluation du peso argentin en janvier 2014. Si le rouble a été une des devises fragilisées, c'est en grande partie en raison des mauvaises performances de croissance du pays. Puis il a à nouveau été atteint par la crise ukrainienne et ce jusqu'à l'annexion de la Crimée (en mars 2014). Ainsi, depuis la fin 2013, la Russie a perdu presque 47 Mds de réserves. 10% du stock a été ainsi perdu dans la défense du taux de change. La situation en matière de liquidité externe de la Russie a donc été très

(3) La maladie hollandaise est celle qui frappe les pays producteurs de matières premières. La montée en puissance des exportations de produits primaires provoque une appréciation du taux de change qui érode la compétitivité des produits manufacturés. Ainsi, les produits primaires finissent par dominer la spécialisation du pays et évincer le secteur manufacturier. Cette notion fait référence à la situation des Pays-Bas dans les années 1960. La découverte de gisements gaziers qui a alors entraîné une forte augmentation des revenus en devise pour le pays.

(4) Le 17 juillet 2014, les Etats-Unis ont annoncé la limitation aux financements d'une maturité supérieure à 3 mois notamment pour les entreprises russes Rosneft, Novatek, Gazprombank, VEB. Ont été ajoutées le 29, VTB, Bank of Moscow et Rosselkhozbank. L'UE a emboîté le pas des Etats-Unis restreignant également l'accès aux financements longs pour les seules banques publiques russes. Les accès aux financements ont été durcis à nouveau le 11 septembre 2014.

affectée mais le pays conserve une position confortable. Fin août 2014, les réserves détenues à la banque centrale russe (BCR) représentaient tout de même presque 423 Mds de dollars, soit l'équivalent de 9 mois d'importations⁽⁵⁾. La BCR a préféré élargir le corridor du taux de change, ce qui a été annoncé le 18 août 2014, plutôt que de contraindre ses réserves par un ancrage trop restrictif. Par ailleurs, les déclarations de la vice-gouverneur semble indiquer que la BCR est décidée à abandonner toute politique d'intervention sur le taux de change passerait au ciblage d'inflation dès 2015. Ainsi, le 1^{er} septembre 2014, dans le contexte d'aggravation de la situation géopolitique, le rouble a atteint un point bas (37,296 roubles pour un dollars), soit une perte de 9,2% depuis la fin juin 2014.

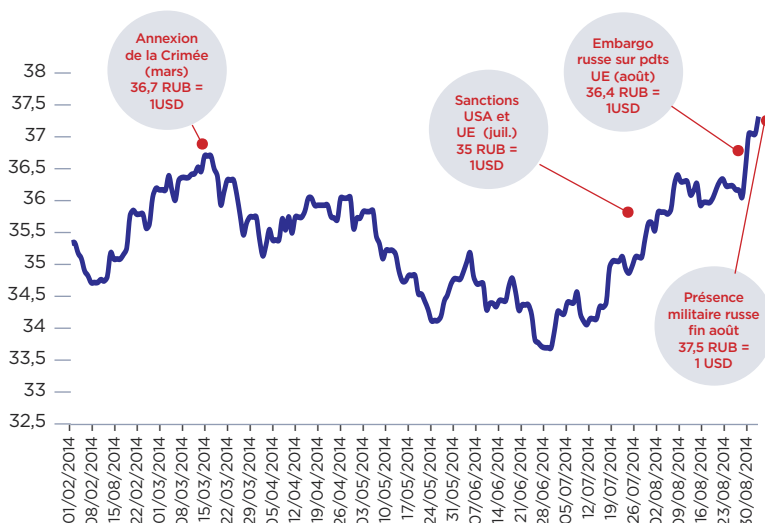
On observe en outre de massives sorties de capitaux du secteur privé en 2014. Certes, le montant s'inscrit en baisse au deuxième trimestre (-26 Mds USD au T2 après un inquiétant premier

trimestre 2014 à -49 Mds). En outre, une partie de ces chiffres s'interprètent comme le paiement du service de la dette externe, qui ne relèvent donc pas à proprement parler de sorties de capitaux motivées par une hausse de la défiance des acteurs résidents.

Néanmoins, les données historiques montrent une rupture après la crise de 2008-2009. Elles illustrent la crise de confiance des investisseurs résidents envers leur propre économie. On ne peut pas blâmer l'instabilité politique en tant que telle. La situation politique post-2009 est en effet bien plus stable que celle qui prévalait dans les années 1990. Or les sorties de capitaux sont d'une ampleur bien supérieure (46 Mds en moyenne de dollars entre 2009 et 2013 contre 9 Mds entre 1994 et 2006). Ces données renvoient donc à un problème structurel et non conjoncturel, et bien entendu aux stratégies court termistes des investisseurs qui rechignent à investir dans l'économie réelle domestique, en grande partie en raison d'un climat des affaires peu protecteur.

Graphique n° 3

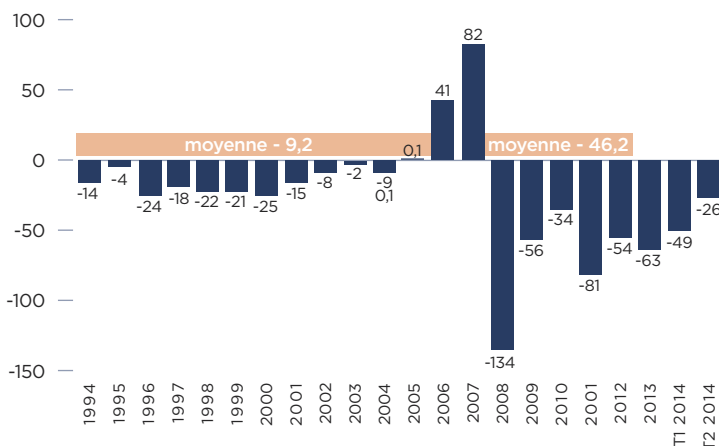
Taux de change nominal du rouble (pour 1 USD)



Source : Fxtop

Graphique n° 4

Sorties de capitaux du secteur privé, Mds d'USD, source : Banque de Russie



Source : Banque de Russie

La dynamique de la situation politique a un impact majeur sur les risques financiers en Russie et ce d'autant plus qu'une grande partie du scénario qui s'est déroulé devant les observateurs était peu prévisible. Ainsi, des sanctions commerciales paraissaient, au début de la crise ukrainienne, peu envisageables. Camille Grand, directeur de la fondation pour la recherche stratégique, note dans une interview donnée au journal Le Monde à la fin du mois d'août 2014 « il me semble que par cette fuite en avant, Poutine a presque toujours eu un temps d'avance (...) il a presque toujours été plus dur, plus loin et plus fort que ce que les Occidentaux avaient anticipé (...). Les Occidentaux ont souvent cru qu'il n'allait pas franchir certaines limites, qu'il n'enverrait quand même pas ses troupes, que non il n'annexerait pas la Crimée etc. Il a souvent pris de court diplomates et analystes par cette fuite en avant dangereuse »⁽⁶⁾.

Aux limitations imposées par les Etats-Unis et par l'Union européenne, la Russie a répondu par des sanctions sur les importations de divers biens alimentaires en provenance des Etats-Unis, de l'UE et d'autres pays partenaires. Moscou pourrait également limiter les importations dans les secteurs du textile-vêtement et de l'automobile. Les sanctions, en tant que telles mais aussi leur impact psychologique, accentuent des maux qui sévissaient déjà avant le printemps 2014, tels que les sorties de capitaux, le regain d'inflation, la déstabilisation du taux de change, la chute et/ou ralentissement de l'investissement et de la consommation. Toutefois, les premières données disponibles de 2014 attestent d'une relative résilience. On est loin de l'année 2009 quand la faillite de Lehman Brothers a provoqué une contraction du PIB de presque -8% ! La résilience de la consommation et de la production industrielle (au T2 2014) est possible grâce au soutien de l'Etat via des mesures de hausses

(5) En outre, les deux fonds (souverain et de réserves) cumulaient 173 Mds de dollars.

(6) Interview de Camille Grand, directeur de la fondation pour la recherche stratégique, « Guerre en Ukraine : Poutine a presque toujours eu un temps d'avance », Le Monde, 29 août 2014.

de salaires dans le secteur public, de regain de commandes adressées au secteur de la défense. L'indexation des pensions et celle probable des salaires dans le secteur public protégera une partie de la population de l'impact inflationniste des sanctions.

Avec une dette publique de 10,8% du PIB et un déficit budgétaire de -1,3% du PIB en 2013, le gouvernement russe a des marges de manœuvre pour augmenter les dépenses publiques. On peut donc s'attendre à un déficit public proche de -2,5% du PIB en 2014 (la prévision actuelle du FMI est à -0,7% du PIB paraît peu réaliste), ce qui ne remet pas en cause la viabilité de la dette publique russe qui est très contenue. En tout état de cause, l'économie russe peut absorber un choc de courte durée et c'est probablement ce qu'anticipent les autorités, soit un choc politique brutal, mais court qu'une politique modérément expansionniste permettra d'absorber.

Le scénario politique reste difficile à prévoir, accalmies et brutales montées de tensions se succédant depuis le printemps 2014. Avec le recul, la dynamique paraît plutôt celle d'une progressive escalade. Face aux mesures prises par les Occidentaux, les armes de rétorsion de la Russie ne sont pas négligeables. Diverses restrictions peuvent être mises en place par les autorités russes qui ont montré qu'elles n'avaient pas peur des coûts éventuels. L'hiver arrivant, les coupures d'énergie seraient très coûteuses pour l'Europe de l'Est dont la dépendance gazière vis-à-vis de la Russie est importante. Les fournitures de gaz de la Russie aux PECO représentent 100% des achats de gaz des pays baltes, 80% pour la Hongrie, la Slovaquie et la Bulgarie, plus de 50% pour la Pologne et la République tchèque. La Russie pourrait également agir sur les prix pour punir des clients « non stratégiques » en raison de leur rôle actif dans les sanctions.

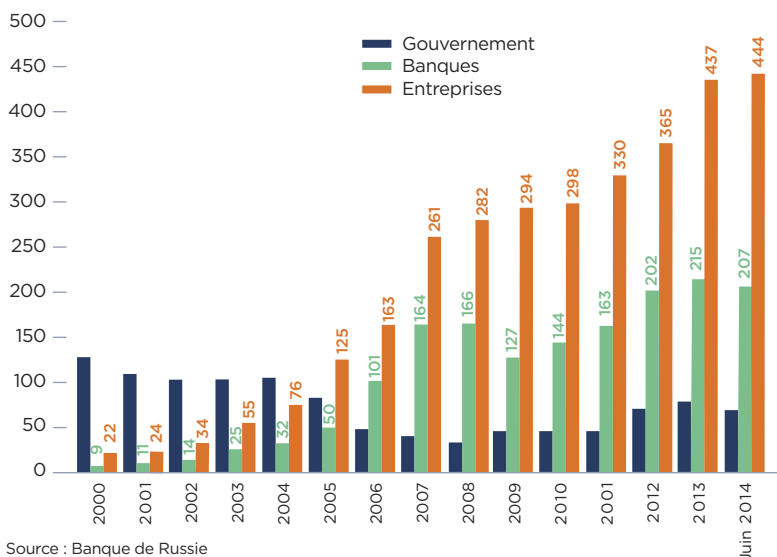
En outre, rappelons que l'exposition des acteurs européens au risque financier russe est importante. En effet, la dette extérieure privée (des entreprises et des banques russes) a considérablement augmenté au cours des années 2000.

Ainsi, le stock de dette extérieure (hors Etat) a atteint 651 Mds de dollars. Selon une étude de l'Alfa-Bank ⁽⁷⁾, les entités publiques sont endettées à hauteur de 310 Mds d'USD sur le total des 651 Mds. Le service de la dette est estimé à 120 Mds pour le principal (d'ici la mi-2015) dont 73 Mds dus dans la seconde partie de l'année 2014.

Un des risques majeurs est que face à des nouvelles sanctions européennes, notamment en réaction à des gels d'actifs détenus par les banques ou les entreprises russes à l'extérieur du pays, les autorités russes réagissent par diverses formes de non-transfert. Le non-transfert est une décision politique qui limite les flux de sorties de devises, et peut être une mesure de rétorsion. Le non-transfert peut être aussi le résultat d'une grave crise de confiance envers le rouble, avec pour objectif d'enrayer la chute de la devise et les sorties de capitaux qui l'entretiennent. Le premier risque est que ce non-transfert porte sur le service de la dette en devise, notamment de grandes entreprises elles-mêmes touchées par les sanctions, subissant par exemple un gel des actifs qu'elles détiennent à l'étranger. Un gel des avoirs des non-résidents dans le système bancaire russe peut également faire partie d'un tel arsenal de mesures. L'exposition des banques européennes au risque russe est importante. On note d'ailleurs que, selon les chiffres disponibles à la BRI, ce sont, parmi toutes les institutions déclarantes, les banques françaises, italiennes et américaines qui sont les plus exposées, suivies en 4^{ème} position des banques allemandes.

Graphique n° 5

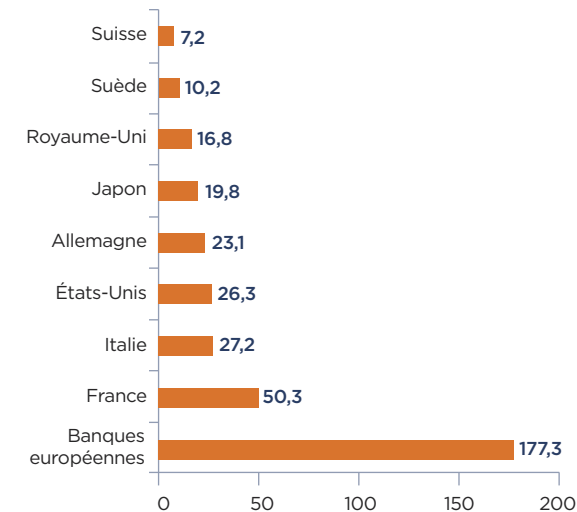
Dette extérieures des entités russes, Mds d'USD



Source : Banque de Russie

Graphique n° 6

Exposition des banques déclarantes à la BRI sur la Russie fin mars 2014, Mds d'USD



Source : Banque des Règlements Internationaux

(7) Orlova N. et Dolgin D. (2014), Russian Economic Spotlight, Sanctions : The New reality, Macro-Insights, Alfa-Bank, July 31

Des décisions de non-transfert seraient très coûteuses pour la Russie. Elles ne relèvent d'aucune nécessité économique, dans la mesure où la position de liquidité internationale du pays est confortable grâce à son niveau de réserves qui représentent l'équivalent de 9 mois d'importation. La position extérieure des banques est également favorable car selon les données du FMI, l'actif externe (vis-à-vis des non-résidents) dépasse le passif externe. Des restrictions touchant les dépôts ou toute sorte d'engagements des non-résidents sur les banques russes pourraient gravement déstabiliser le système financier russe. En effet, une telle mesure pourrait se transmettre aux résidents, dont les dépôts auprès des banques n'augmentent plus depuis le début 2014. Une panique de déposants, liée à une décision touchant les non-résidents, constitue un risque majeur, compte tenu de la fébrilité actuelle des ménages et investisseurs. Enfin, en 2008-2009,

alors que les entreprises russes s'étaient trouvées face à des difficultés de refinancement de leur dette externe, l'exécutif russe a tout fait pour éviter un accident financier qui aurait terni la réputation de la Russie comme payeur. Les autorités russes avaient en mémoire le traumatisme du défaut de 1998. Tous ces arguments militent en faveur de l'idée qu'un scénario de non-transfert a une faible probabilité de survenir. Toutefois, le contexte politique peut faire très nettement augmenter cette probabilité si on met de côté les mécanismes de nature économique et financière. Pour nuisibles que de telles mesures puissent être pour l'économie russe, la nécessité politique, dans le cas d'une escalade des tensions, peut devenir plus importante que la rationalité économique. L'évolution observée depuis le printemps 2014 montre que cette logique d'instrumentalisation de l'économie a bien été à l'œuvre.

4 A MOYEN-TERME, LE RISQUE MAJEUR DE LA STAGNATION

Si la crise géopolitique met à nu les faiblesses structurelles de l'économie russe, et accentuent des tendances observée depuis quelques années, le seul apaisement des tensions ne sera pas une solution miracle aux problèmes économiques observés actuellement. Le taux d'investissement qui caractérise la Russie depuis les débuts de la transition économique (25% contre 35% en Inde et plus de 50% en Chine) atteste d'un problème de fond. La plongée de l'investissement depuis

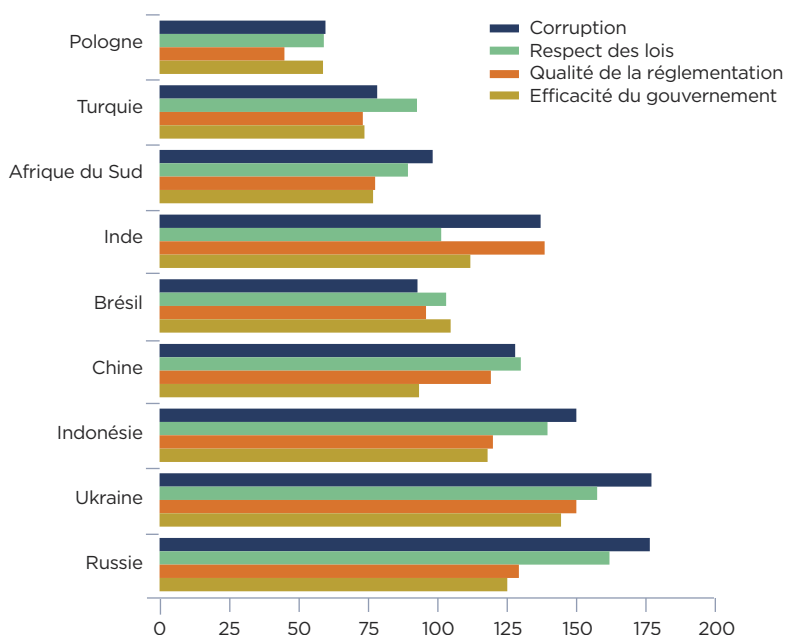
2013 s'interprète comme le résultat des « attentes déçues » et d'une « crise de confiance » selon les termes employés par le rapport de Banque mondiale en matière de réformes structurelles. Dmitri Medvedev, président entre 2008 et 2012, a multiplié lors de sa législature les discours sur le climat des affaires, la gouvernance et la lutte contre la corruption. Ces bonnes intentions n'ont pas été suivies d'effets. Lors du retour de V. Poutine à la présidence en 2012, les acteurs économiques russes ont anticipé que le momentum de réformes, au moins en matière de climat des affaires, ne donnerait pas de résultats concrets. Pourtant, les lacunes en matière de gouvernance fréquemment évoquées par D. Medvedev constituent une des caractéristiques « différenciantes » de l'économie russe.

Comme on le voit, selon les résultats du World Governance Indicator de la Banque mondiale (2013), la Russie est particulièrement mal classée relativement aux autres grands pays émergents, notamment en matière de « rule of law » (respect de la loi) ou de la corruption.

V. Poutine en 2012, au début de son accession à la présidence, a demandé au gouvernement de prendre des mesures pour améliorer la position de la Russie dans le classement « doing business » de la Banque mondiale (différent de celui présenté par le graphique) avec pour objectif d'atteindre le 50^e rang en 2015 et le 20^e en 2018. D'ores et déjà, en 2013, la Russie a progressé de la 112^e à la 92^e place, une progression possible grâce à l'amélioration des délais de raccordement au réseau électrique, d'obtention d'un permis de construire et d'enregistrement des propriétés. La vétusté des installations électriques - plus de 60%

Graphique n° 7

Classement de la Banque mondiale, World Governance Indicator, 2013



Source : Banque de Russie

des capacités de production et de transmission de l'électricité ont plus de 30 ans - et les délais administratifs constituent bien des entraves importantes au bon fonctionnement de l'économie. Mais comme le montre le graphique page 7, c'est en matière d'efficacité administrative que la Russie obtient son meilleur classement (certes dans une position moins favorable que les autres BRICS).

Le principal écueil du climat des affaires en Russie se situe plutôt dans la sphère du droit et de son effectivité. Un cadre juridique correctement appliqué permet aux agents économiques de se projeter dans le futur, le droit encadrant et protégeant les décisions d'investissements et de consommation. C'est principalement les droits de propriété qui sont problématiques en Russie. D'une part, la transparence de la propriété est limitée. Il est bien souvent difficile de déterminer à qui appartient réellement une entreprise. Une pyramide complexe de sociétés actionnaires, fréquemment basées dans les paradis fiscaux, caractérise l'information disponible. D'autre part, l'intangibilité des droits de propriétés est peu protégée dans la réalité économique russe. Un propriétaire peut facilement perdre la propriété de ses actifs, via une opération de faillite conduite par les créanciers par exemple ou via des pressions de toute nature.

Le manque de transparence et de prévisibilité dans les transferts de propriété pose un problème macroéconomique. Il a un impact défavorable sur l'investissement et favorise des comportements court-termistes. Il incite à l'accumulation de liquidités au détriment de l'expansion du capital. Pour le dire simplement, il est rationnel pour un acteur économique d'extraire un maximum de cash de son actif, plutôt que d'investir car les gains d'un investissement ne seront perçus qu'à terme. Dans un environnement dans lequel un propriétaire n'est pas sûr de conserver son actif la durée du terme de son investissement, l'investissement est tout simplement trop risqué.

La question des droits de propriété est restée le parent pauvre de la réforme dès les débuts de la transition. Si cette négligence a un coût macroéconomique, cette situation s'explique aussi parce qu'il y a des rentiers du système qu'une telle instabilité favorise. Toute amélioration réelle de la gouvernance remettrait en cause ces comportements. Dès les années 1990, des privatisations chaotiques et illégitimes ont donné naissance aux fameux oligarques, ces hommes d'affaires multi-sectoriels et qui tirent de cette proximité un accès privilégié aux actifs, en échange de leur soutien au pouvoir en place. La reprise en main au détriment oligarques eltsiniens par V. Poutine après son accession à la présidence au début des années 2000 s'est illustrée par la montée progressive de l'Etat dans l'actionnariat des grandes

entreprises. En 2008, une volonté de réduire le poids de l'Etat dans l'économie a été annoncée. Le plan ambitieux de privatisation présenté par le gouvernement en 2012 a été depuis retardé dans son application et ces délais jettent des doutes sur la réelle volonté de l'Etat de relâcher son contrôle sur l'économie. Le plan 2014-2016 a d'ailleurs très nettement révisé à la baisse les ambitions de celui de 2013.

Le climat des affaires problématique rend l'économie vulnérable aux chocs externes via le canal de la confiance qui se détériore rapidement. La vitesse avec laquelle le taux de change, les sorties de capitaux ou les indicateurs de l'économie réelle réagissent aux chocs externes atteste de cette vulnérabilité. Certes, la situation financière de l'Etat permet d'absorber en partie les chocs et, au moins, de protéger une partie de l'économie qui profite des soutiens publics. Mais cette intervention, si elle explique la relative résilience de l'économie russe que nous observons au premier semestre 2014, ne compense pas tout à fait les chocs externes. Elle a surtout un immense coût à moyen terme. Le secteur privé, des services et de l'industrie non extractive, sera la première victime des tensions et des sanctions. Or on a vu son poids dans l'économie russe. Pour s'épanouir, le secteur privé a besoin d'un système financier performant, d'un cadre légal protecteur et d'une visibilité politique. Sans un tel cadre, l'économie russe est condamnée à la stagnation, car elle reposera sur un secteur rentier essoufflé.

Le durcissement politique à l'occasion de la crise ukrainienne renforce le sentiment que la Russie a tourné le dos aux réformes favorisant l'ouverture, notamment parce que celles-ci sont dorénavant jugées comme d'influence occidentale. La Russie cherche à promouvoir sa propre voie, en observant la Chine, nouveau partenaire privilégié et modèle de libéralisme-autoritaire. Le risque majeur lié à cette stratégie est une stagnation qui s'installe à long-terme, caractérisée par un investissement peu dynamique et concentré dans les secteurs proches de la sphère publique et de la rente. Une telle stratégie met en danger les perspectives de diversification de l'économie et à terme la stabilité politique, relativement à la période des années 2000 qui a vu un boom des revenus et de la consommation. La population russe, et notamment la jeunesse, pourrait aussi se lasser d'une stagnation prolongée et d'une économie fermée. Elle constatera, si elle peut toujours voyager, que les autres pays émergents ont fréquemment choisi des trajectoires différentes. D'ores et déjà, le récent article IV du FMI⁽⁸⁾ consacré à la Russie prévoit une croissance historiquement faible dans son scénario de moyen terme (1,6% en moyenne entre 2014 et 2019), avec certes une accélération en 2018, mais la croissance est alors inférieure à 3%. Ce scénario ne prenait pas en compte une « glaciation » politique et économique, qui devient aujourd'hui plus crédible.

(8) International Monetary Fund (2014), Russian Federation 2014 Article IV staff report, IMF Country Report, n°14/175, July.

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES - RUSSIE

	2011	2012	2013	2014
Croissance PIB (%)	4,3	3,4	1,3	0,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	8,4	5,1	6,5	7,5
Solde budgétaire / PIB (%)*	1,5	0,4	-1,3	-2,5
Solde courant / PIB (%)*	5,1	3,6	1,6	2,1
Dette publique / PIB (%)	9,8	11,8	10,8	11,6

ÉVALUATION RISQUE PAYS

	2011 Janvier	2012 Janvier	Janvier	2013 Mars	2013 Juin	2013 Septembre	Janvier	2014 Avril	2014 Septembre	Environnement des affaires
Chine	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A3	B
Brésil	A3	A3	A3	A3	A3	A3↘	A3↘	A4	A4	A4
Inde	A3	A3	A4	A4	A4	A4	A4	A4	A4	B
Russie	B	B	B	B	B	B	B	B↘	B↘	B
Kazakhstan	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B
Arménie	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C
Azerbaïdjan	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C
Géorgie	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C
Biélorussie	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D
Kirghizstan	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D
Moldavie	D	D	D	D	D	D	D	D	D	C
Ouzbékistan	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D
Turkménistan	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D
Ukraine	D↗	D↗	D	D	D	D	D	D	D	D

L'Évaluation pays Coface mesure le risque de défaut moyen des entreprises d'un pays. Cette évaluation résulte d'une combinaison des perspectives économiques et politiques du pays, du climat des affaires et de l'expérience de paiement enregistrée par Coface. Elle s'étend sur une échelle de 7 niveaux : A1, A2, A3, A4, B, C, D et peut être assortie de surveillances (positive : flèches montantes dans le tableau ; ou négatives : flèches descendantes dans le tableau).

L'Évaluation climat des affaires mesure la qualité de l'environnement des affaires des entreprises d'un pays, plus précisément les fiabilité et disponibilité des comptes, et le caractère efficace et équitable du système juridique pour les créanciers.

RESERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

Photo : © Konstantin Kokoshkin / Corbis - Maquette : Les éditions stratégiques

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France
www.coface.com