



HAL
open science

Une reprise de quelle nature ?

Julien Vercueil

► **To cite this version:**

| Julien Vercueil. Une reprise de quelle nature ?. 2017. hal-04057777

HAL Id: hal-04057777

<https://hal.science/hal-04057777>

Submitted on 4 Apr 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - ShareAlike 4.0 International License

Note de conjoncture Russie 2017 04

Une reprise de quelle nature ?

Julien Vercueil, CREE - INALCO

Résumé : La reprise économique est générale, les prix du pétrole sont tirés vers le haut. Aidée par l'appréciation réelle du rouble, l'inflation a atteint des niveaux historiquement bas, conduisant la Banque centrale à réduire à retardement ses taux directeurs. Malgré une base assez large, la reprise économique ne paraît pas très dynamique. Elle n'est pas aidée par la politique budgétaire, relativement restrictive et qui devrait se durcir encore à l'avenir. Les derniers résultats trimestriels montrent que la reprise russe n'a pas d'autonomie suffisante pour se passer de l'environnement porteur constitué de prix élevés pour les hydrocarbures.

Tandis que les conditions économiques internationales continuent de s'améliorer, la question posée par la reprise actuelle en Russie est celle de sa nature : doit-on la considérer comme un rebond temporaire, guetté par la rechute, ou au contraire comme le signe avant-coureur d'une tendance de moyen terme qui verrait les fondamentaux se redresser durablement ?

Les conditions macroéconomiques les plus favorables depuis 2014

La reprise économique est générale. Pays émergents comme avancés connaissent une reprise économique partout significative. Portés par la demande mondiale et les contraintes sur l'offre, les prix du pétrole ont augmenté presque continûment entre juin et novembre. Le baril de Brent a dépassé les 60 \$ durant le mois de novembre, sans qu'on puisse savoir s'il poursuivra sur cette lancée par la suite. Cette croissance des prix du pétrole induit une nouvelle appréciation nominale du rouble par rapport au dollar comme à l'euro, qui s'est engagée avec environ un mois de retard sur les prix du pétrole.

L'appréciation réelle, plus forte que l'appréciation nominale du fait de l'écart d'inflation avec les pays avancés, mais aussi la reprise de la demande intérieure ont déjà eu un impact sur l'évolution du commerce extérieur, dont le volume total a crû de 20 % en glissement sur les trois premiers trimestres de 2017. Les importations de toutes les grandes catégories de produit accélèrent, particulièrement celles des constructions mécaniques, d'équipements professionnels et de véhicules (+48 %), tandis que les exportations varient au gré des variations des prix du pétrole, car les volumes d'hydrocarbures exportés stagnent. Quant aux produits de base transformés, comme les engrais et métaux, leurs exportations chutent désormais.

La structure géographique du commerce extérieur se transforme sous nos yeux : la part de l'Union Européenne s'affaïsse dans les importations russes (elle ne compte plus que 38 % du total en 2017), tandis que celle de l'Asie progresse franchement (33 %) sous l'effet de la montée en puissance de la Chine (20 %), mais au détriment de la Corée du Sud et du Japon, qui suivent le déclin européen. C'est donc bien à une conquête de parts de marché de la Chine qu'on assiste. Cette évolution, qui a sans doute à voir avec des arbitrages qualité-prix provoqués par la dévaluation du rouble, creuse encore l'asymétrie structurelle bilatérale du commerce extérieur entre la Russie et la Chine, qui

inquiète depuis déjà quelques années les autorités. La Chine devient un fournisseur clé de biens d'équipement de l'industrie russe.

Après une pause, les flux de capitaux sont redevenus légèrement négatifs. Le solde s'accroît avec le temps : les flux nets sortants sont de 21 milliards de dollars, en progression par rapport à la même période en 2016.

Une politique monétaire efficace au-delà des espérances

Aidée par l'appréciation du rouble, la faiblesse de la demande intérieure et des récoltes favorables, la désinflation se poursuit. La politique de la banque centrale a déjà dépassé ses objectifs pour 2017. L'inflation continue de ralentir : l'indice des prix d'octobre 2017 affichant même un taux annuel en glissement de 2,7 %... La vitesse de la désinflation continue donc de surprendre les autorités monétaires, qui abaissent avec retard leur taux directeur. La dernière baisse en date à l'écriture de ce manuscrit a été décidée le 27 octobre. Le taux est désormais de 8,25 %, ce qui correspond à un taux d'intérêt réel de près de 5,5 % si l'on prend en compte le taux d'inflation en glissement annuel.

La politique reste donc relativement restrictive, ce que les autorités monétaires justifient par la crainte d'une résurgence des anticipations inflationnistes (Central Bank of Russia, 2017). Il est intéressant de noter qu'un nouveau canal de transmission des conditions extérieures sur l'inflation commence à se faire sentir : celui des prix de la production. Du fait de leur progressive libéralisation, les prix interne de l'énergie et d'autres matières premières ont tendance à refléter plus fidèlement les évolutions des prix mondiaux. Or ces derniers connaissent actuellement une tendance haussière qui a provoqué une augmentation de 15 % en glissement annuel des prix du pétrole et des produits pétroliers domestiques à la production. Les produits métalliques ont suivi cette tendance. Ces produits représentent environ 15 % du volume des ventes à l'industrie en Russie¹ et exercent donc une influence sur l'indice des prix à la production et peuvent, en cas de remontée brutale, alimenter l'inflation.

Sacrifiés pendant la crise, les revenus n'ont pas encore rattrapé leur retard

Les salaires réels ont recommencé à augmenter, après plus de deux ans de baisse consécutive. En revanche, ce processus ne s'est pas encore étendu à l'ensemble des revenus sociaux, ce qui fait que les revenus réels ont continué à baisser (Central Bank of Russia, 2017). Au total, la crise a induit une réduction de la part des salaires dans le PIB : la chute des revenus réels, supérieure à 10 %, s'est traduite par une hausse de la part des profits des entreprises, qui ont ainsi accumulé des ressources pour l'investissement. En 2017, la reprise a progressivement inversé la tendance : la formation brute de capital fixe a certes augmenté de 4,8 % au premier semestre, mais les salaires réels ont également progressé de 2,5 % au cours des trois premiers trimestres, ce qui a réduit quelque peu la part des profits des entreprises (Vediev' et Drobytchevskiy, 2017). Toutefois, la structure des salaires reste extrêmement distordue en Russie, qui est le pays le plus inégalitaire d'Europe selon une récente étude de la BERD (EBRD, 2016). Le salaire minimum, bien qu'augmenté cette année, ne représente encore que 20 % du salaire moyen contre 40 % dans la plupart des pays de l'OCDE. Le nombre de

¹ BOFIT Weekly, #46, 217/11/2017.

travailleurs pauvres en Russie est estimé à 12,1 millions. Il a augmenté avec la crise de 2015-2016, qui s'est abattue en premier lieu sur les ménages les plus modestes.

En dépit de conditions de revenus encore peu favorables, la demande intérieure des ménages a commencé à se redresser, notamment grâce à une reprise du crédit à la consommation. En conséquence, le commerce de détail résiste : il affiche une croissance de 0,8 % sur les dix premiers mois de l'année. Le redressement peut être daté d'avril, car depuis lors, on a enregistré sept mois consécutifs de croissance des ventes. C'est aussi la demande intérieure qui contribue à expliquer la vigueur de la progression des importations, qui affichait 20,7 % en rythme annuel au deuxième trimestre, et ce en dépit de la politique de substitution aux importations décidée en haut lieu.

Après les faillites et les sauvetages, où en est la situation bancaire ?

Le 21 septembre, la Banque centrale de Russie a annoncé qu'elle prenait le contrôle du capital de *BiNbank*, jusque là privée, en difficulté financière. La recapitalisation nécessaire a été estimée à 4,5 milliards d'euros. En un mois, c'est la troisième banque significative, après *Iougra* et *Otkritie*, à faire l'objet de mesures exceptionnelles de la part des autorités. Alors que *Iougra* a été mise en faillite au mois d'août, *Otkritie* a été, tout comme *BiNbank*, considérée comme *too big to fail*. Ses besoins en recapitalisation sont du même ordre de grandeur que ceux de *BiNbank*.

A l'examen, les problèmes rencontrés par ces banques sont moins liés à la crise macroéconomique qu'à des stratégies hasardeuses de croissance, qui ont combiné à des degrés divers des pratiques de prêts insuffisamment contrôlés à des entités liées, des rachats de banques concurrentes en déconfiture et l'attraction de dépôts par des taux de rémunération insoutenables (Solanko, 2017, Drobychevskij *et alii*, 2017). Lors de sa dernière mission en Russie, l'équipe d'expert du Fonds Monétaire International a considéré que le système bancaire russe était stable. Il a relevé toutefois que la recapitalisation aurait gagné à mobiliser des fonds budgétaires plutôt que ceux de la banque centrale, sous-entendant que ceux-ci correspondent à de la création monétaire *ex-nihilo*².

Les entreprises retrouvent la croissance

L'offre industrielle affiche une progression de 1,6 % en glissement annuel sur les dix premiers mois de 2017. C'est l'extraction de matières premières, soit essentiellement les hydrocarbures, qui a tiré cette croissance : elle affiche une progression de 2,5 %. La production manufacturière, quant à elle, n'a pas dépassé +0,9 % sur la même période. En son sein, ce sont les produits alimentaires (+5,1 %), chimiques (+5,6 %), pharmaceutiques (+11,9 %), le matériel électrique (4,5 %) et les équipements de transport (13,7 %) qui sont les plus dynamiques. Les secteurs qui souffrent encore sont la production sidérurgique et métallurgique (-2,5 % et -3,6 %), l'industrie électronique (-5,1 %) et les réparations automobiles (-2 %). La production de gaz, d'électricité d'eau et d'air s'est redressée, avec une croissance de 1,3 %, tandis que la production agricole poursuivait sur sa lancée (+2,9 %). C'est le secteur des transports qui affiche la plus forte croissance (+6,7 %). En revanche, l'activité de construction, importante pour la

² IMF Press Release n°17/448, 17/11/2017

croissance d'ensemble, s'est repliée de 2,1 % sous l'effet de mauvais résultats de la construction de logements (-4,3 %).

A partir de 2018, la politique budgétaire devrait se resserrer

Si l'on en croit le projet de loi budgétaire soumis à la Douma par le gouvernement, la politique budgétaire prévue pour les trois prochaines années sera fondée sur quatre piliers :

- le premier est constitué de projections prudentes pour les prix moyens du pétrole qui fonde les prévisions de recettes fiscales en provenance du secteur des hydrocarbures : 43,8, 41,6 et 42,4 \$ le baril pour les trois prochaines années.
- Le deuxième est une croissance stable, située au-dessus de 2 % par an. Ainsi, la base fiscale sera plus large, produisant un surcroît spontané de recettes budgétaires
- Le troisième est une nouvelle règle budgétaire censée contraindre la progression des dépenses. En 2019 et 2020, celles-ci seront plafonnées par les revenus des des hydrocarbures calculés à partir d'un prix de référence de 40 \$ le baril, auxquels s'ajoutent les recettes hors pétrole prévisionnelles. Pour 2018, des mesures transitoires sont prévues : les dépenses primaires peuvent excéder de un point de PIB celles qui sont prévues dans la règle fiscale. Mais elles devront être réduites de 17,5 % à 14,8 % du PIB entre 2017 et 2020. En 2018, les dépenses devront baisser de 6,6 % en termes réels. Toutes les dépenses, sauf celles de sécurité nationale et d'éducation, seront frappées par les restrictions. Les plus touchées seront les dépenses sociales, l'économie et la défense.
- Le quatrième et dernier pilier consiste en un effort sur les recettes. Celles-ci seront non seulement raffermies par le retour d'une – modeste – croissance, mais également par des mesures fiscales ciblées : une hausse des taxes sur le tabac et l'alcool, qui vont frapper davantage les ménages les plus modestes et qui devraient rapporter plus de 2 % de recettes supplémentaires au budget consolidé ; une augmentation des dividendes requis des entreprises publiques (50 % de leurs profits devraient être rétrocédés) ; et une réduction des exemptions fiscales. Ce dernier point peut soulever davantage de scepticisme, car il est resté jusqu'à présent à l'état de vœu pieux. On estime le montant de ces exemptions à 8 % du budget consolidé³.

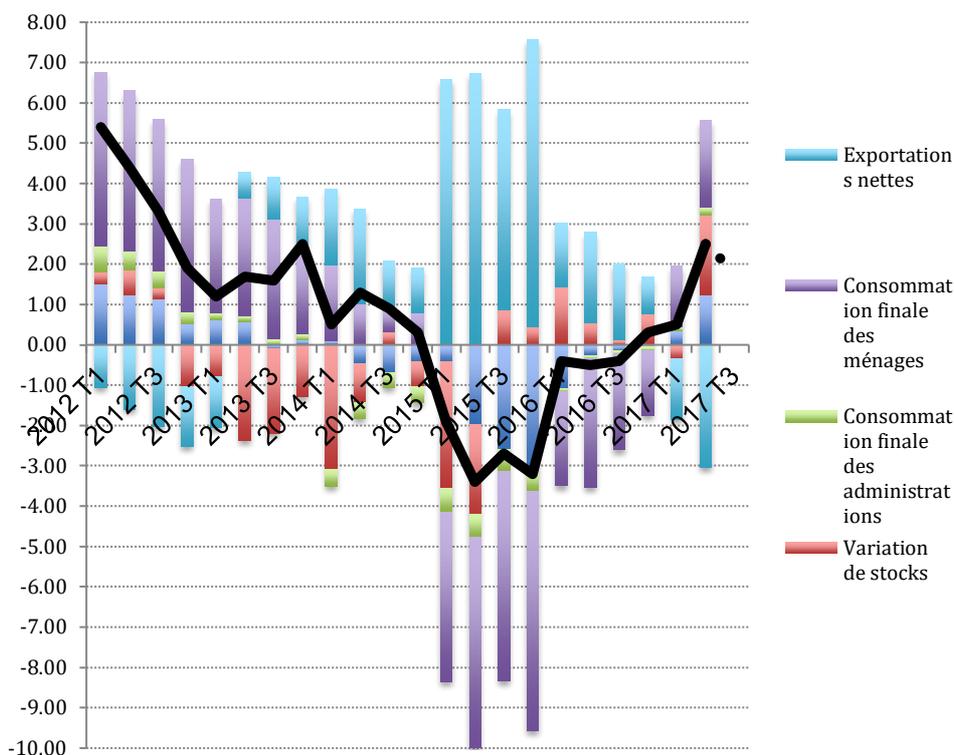
Selon le scénario du gouvernement, le déficit hors pétrole devrait s'établir à 6,1 % du PIB en 2018 contre 7,8 % en 2017, puis continuer sur la pente d'une réduction progressive par la suite, suivant ainsi les observations des institutions financières internationales (World Bank, 2017).

Une reprise économique sous hypothèque

Compte tenu de ce qui précède, quelles sont les perspectives pour la Russie en 2018 ?

³ BOFIT Weekly, #43/2017, 27/10/2017.

Graphique 1. Les composantes de la croissance économique, 2012-2017 (trimestres)



Source : élaboration de l'auteur d'après données Banque centrale de Russie et Rosstat, 2017.

D'après les estimations préliminaires de *Rosstat*, publiées courant novembre, la croissance a légèrement fléchi au troisième trimestre, ce qui devrait conduire à ralentir la croissance en 2017, comparativement aux annonces gouvernementales qui annoncent un chiffre supérieur à 2 %. En cumulant les trois premiers trimestres, on obtient une croissance en glissement annuel de 1,6 % (Graphique 1). Il faudrait donc que la croissance rebondisse à 3,6 % au dernier trimestre pour que la trajectoire s'accorde avec les prévisions du ministère, ce qui paraît peu probable compte tenu des dynamiques récentes et des éléments structurels qui limitent l'expansion. *A contrario*, les tendances que l'on observe en matière d'opinion conjoncturelle, pour les ménages comme les entreprises, sont plutôt bonnes – quoique meilleures dans les pays avancés que dans les pays émergents, où la confiance des ménages n'est pas encore totalement revenue, notamment en Amérique latine... et en Russie (IMF, 2017). En effet, il ne semble pas que la confiance des ménages russes puissent s'améliorer de manière spectaculaire sans augmentation des revenus réels, mais on ne voit pas bien d'où pourrait venir l'impulsion. Du côté des entreprises, le moral est meilleur mais si la formation brute de capital fixe a repris au printemps, c'est davantage en raison de la reconstitution des stocks que de l'investissement productif, ce qui suggère que la reprise ne s'est pas encore établie sur des bases très solides.

Comme, par ailleurs, les politiques conjoncturelles sont en train de revenir passives, voire restrictives, elles ne pourront plus donner d'élan à l'économie russe. Celle-ci va donc dépendre davantage de sa structure et donc de l'évolution des prix du pétrole, avec toutefois une flexibilité financière nouvelle, née du changement de politique monétaire.

La Russie aborde l'année 2018 avec une croissance plus faible que la moyenne mondiale, mais dans des conditions monétaires qui s'améliorent indiscutablement.

Tableau 1.
Évolution de la situation par rapport à la note précédente (août 2017) :
une synthèse

	Améliorations	Prolongations	Détériorations
Contexte international et institutionnel	La conjoncture internationale est porteuse. Les prix du pétrole ont poursuivi leur croissance	Prorogation des sanctions européennes, américaines et des contre-sanctions russes	
Demande	La FBCF des entreprises a augmenté. La demande des ménages, le commerce de détail et les importations, aussi.	Les entreprises continuent de n'investir que parcimonieusement.	
Offre	Trois banques en difficultés, dont deux banques importantes, ont été placées en liquidation ou rachetées par l'Etat	Poursuite de l'appréciation réelle du change	Erosion de la compétitivité-prix des entreprises russes. Les importations en provenance de Chine ont beaucoup augmenté
Politiques conjoncturelles	La politique monétaire a dépassé ses objectifs de désinflation. Elle peut entamer une politique de détente des taux.	La banque centrale utilise ses fonds pour recapitaliser certaines entreprises	Les projets de loi budgétaire font apparaître une politique budgétaire trop restrictive, qui risque d'affaiblir la reprise

Source : élaboration de l'auteur

Références :

Central Bank of Russia, 2017 : *Monetary Policy Report*, n°3, September 2017

Drobychevskij S., Trunin P., Khromov M., (2017). « Otkrytie i Binbank : byla li al'ternativa sanatsii ? », *Monitoring Ekonomitcheskoy Situatsii V Rossii*, N°20 (58), Institut Gaïdar, Novembre 2017, p. 13-15.

EBRD, 2016 : *Transition Report 2016*. London : European Bank for Reconstruction and Development.

IMF (2017) : *World Economic Outlook*. Washington : International Monetary Fund, October 2017.

Solanko L. (2017) : « The Banking Sector. Where to Next? », *Bank of Finland Bulletin*, 20/11/2017.

Vediev' A., Drobychevskij C. (2017) : « Rost v 2017 godu : Vosstanovitel'nyi, korrektsionnyj, neustojtchivyj (La croissance en 2017 : croissance de rétablissement, croissance corrective, croissance instable) », *Monitoring Ekonomitcheskoy Situatsii V Rossii*, N°20 (58), Institut Gaïdar, Novembre 2017, p. 7-9.

World Bank (2017) : « Russia Monthly Economic Development », October 2017.