



HAL
open science

Une reprise guettée par le risque de stop & go

Julien Vercueil

► **To cite this version:**

| Julien Vercueil. Une reprise guettée par le risque de stop & go. 2018. hal-04057789

HAL Id: hal-04057789

<https://hal.science/hal-04057789>

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

L'Observatoire



CENTRE D'ANALYSE
DE LA CCI FRANCE RUSSIE

ANALYSE TRIMESTRIELLE DE LA CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

1^{ER} OCTOBRE – 31 DÉCEMBRE 2017 / BILAN 2017



CCI FRANCE RUSSIE



CHAMBRE DE COMMERCE
ET D'INDUSTRIE FRANCO-RUSSE

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.

LA CCI FRANCE RUSSIE

La Chambre de commerce et d'industrie franco-russe est la structure de référence de la relation économique entre les deux pays. Partenaire clé de la communauté d'affaires, elle encourage un dialogue constructif pour renforcer les liens économiques et commerciaux.

La CCI France Russie vous accompagne en Russie aux différentes étapes de votre développement.

ÉTUDIEZ LE MARCHÉ ET ÉVALUEZ VOS PERSPECTIVES DE CROISSANCE

- Organisation de **délégations dans les régions** russes et en CEI pour des secteurs spécifiques.
- Invitation à des conférences, séminaires et tables-rondes sur des thématiques pertinentes pour votre entreprise.
- **Rencontre avec les acteurs clés** de la communauté franco-russe pour initier des partenariats et développer vos activités.

FACILITEZ VOTRE IMPLANTATION EN RUSSIE : BÉNÉFICIEZ D'UN SOUTIEN ADMINISTRATIF COMPLET

- **Permis de travail** : délais réduits, tarifs avantageux, et accompagnement complet dans vos démarches auprès des services de migrations.
- **Portage salarial** : prise en charge intégrale des formalités administratives, juridiques et migratoires.



PRÉPAREZ VOTRE COMMUNICATION PROFESSIONNELLE ET VOTRE VISIBILITÉ

- Accès au **réseau professionnel** de la CCI France Russie (plus de 25 000 contacts).
- Création de plaquettes et brochures commerciales, kakémonos, newsletters : accompagnement de la rédaction à l'impression, en passant par la traduction.
- **Événements sur mesure** en France et en Russie.

DÉVELOPPEZ DES RELATIONS EN TOUTE CONFIANCE AVEC VOS PARTENAIRES RUSSES DANS UN CADRE SÉCURISÉ

- Mise à disposition d'un **centre de médiation** vous permettant d'élaborer en toute confidentialité votre propre solution à vos conflits.
- Ouverture d'un **tribunal d'arbitrage** proposant une procédure consensuelle et confidentielle de résolution des litiges, aux délais raccourcis, en lieu et place d'une procédure judiciaire.

ACCÉDEZ À UNE EXPERTISE UNIQUE : L'OBSERVATOIRE, CENTRE D'ANALYSE DE LA CCI FRANCE RUSSIE

- **Analyses stratégiques** économiques et politiques, profils biographiques, régions.

La CCI France Russie est membre du réseau CCI International, qui rassemble 120 CCI françaises à travers le monde.

Elle fédère plus de 450 sociétés représentant un réseau de 25 000 personnes.

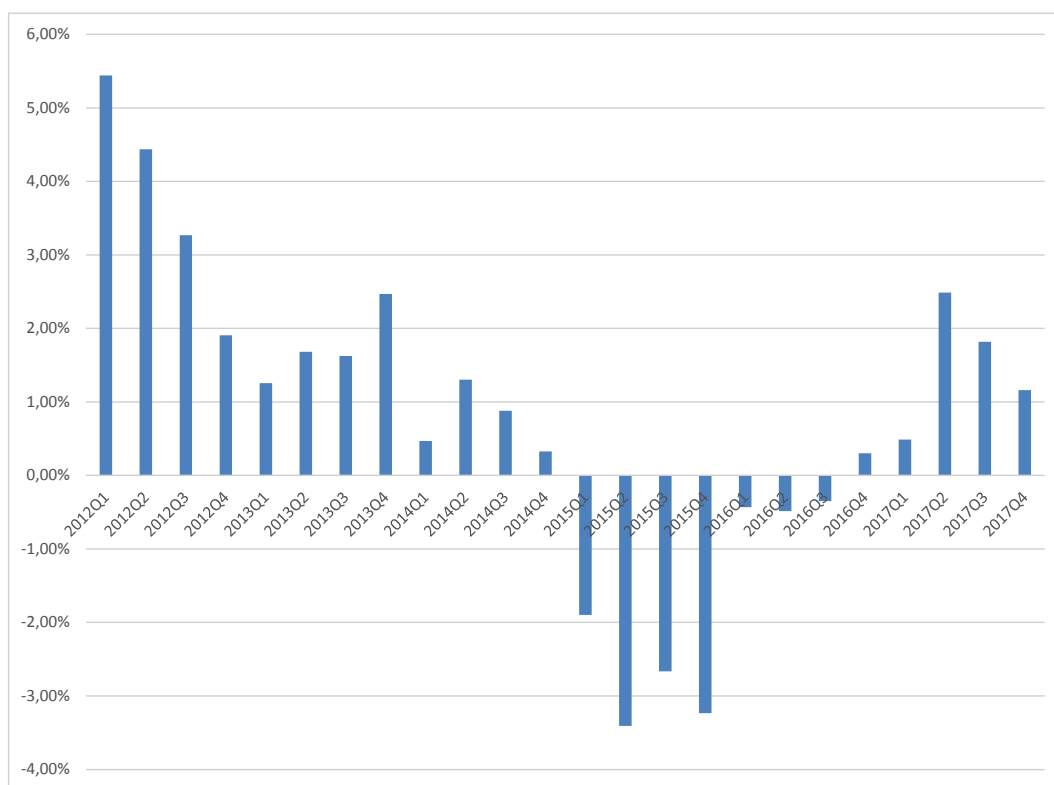
SOMMAIRE

1. Des conditions extérieures nettement plus favorables.....	6
2. Un redémarrage dont la base s'élargit, mais qui reste friable.....	8
3. La politique économique ne soutient pas la reprise.....	10

UNE REPRISE GUETTÉE PAR LE RISQUE DE « STOP AND GO »

La croissance est de retour : selon les estimations de Rosstat, le PIB a augmenté de 1,5% sur l'ensemble de l'année 2017. Ce niveau est inférieur aux annonces des autorités, qui tablaient ces derniers mois sur une progression comprise entre 1,8% et 2%. Elle est surtout hésitante et fragile, ainsi que le montrent les indicateurs trimestriels du PIB. Le rebond spectaculaire du deuxième trimestre, porté par une reprise conjointe de l'extraction d'hydrocarbures et de la production manufacturière, a laissé place ensuite à une dynamique plus modeste, particulièrement en fin d'année (*graphique 1*). La reprise économique est inférieure en Russie à celle de la plupart des pays limitrophes et de l'Europe occidentale.

Graphique 1. Variations trimestrielles du PIB, 2012-2017 (en glissement annuel)



Source : élaboration de l'auteur d'après données Rosstat, 2018. 2017Q4 : estimations.

1. DES CONDITIONS EXTÉRIEURES NETTEMENT PLUS FAVORABLES

Pourtant, les conditions macroéconomiques internationales se sont globalement améliorées en 2017, pour devenir franchement favorables à la reprise de la croissance à partir du deuxième semestre. En moyenne annuelle, les cours du baril de pétrole ont été supérieurs de 24% à ceux de 2016, évoluant entre un minimum de 43 \$ le baril, atteint fin juin, et un maximum de 66 \$ observé en fin d'année. Ce contexte était de nature à raffermir le taux de change du rouble. Pourtant, la monnaie russe a montré en 2017 une tendance, nouvelle, à se dé-corréler progressivement de celle des prix internationaux des hydrocarbures. Ce phénomène est surtout visible au deuxième semestre (*graphique 2*) : alors que les prix du pétrole gagnaient 50% entre juin et décembre, le rouble s'est apprécié nominalement de 5%, ce qui correspond à une appréciation réelle de 7 à 8% seulement, compte tenu de la désinflation en cours – le taux d'inflation s'est établi à 3,7% en 2017.

Graphique 2. Prix du pétrole et taux de change du rouble en 2017



Sources : élaboration de l'auteur d'après données Banque centrale de Russie et International Energy Agency, 2018.

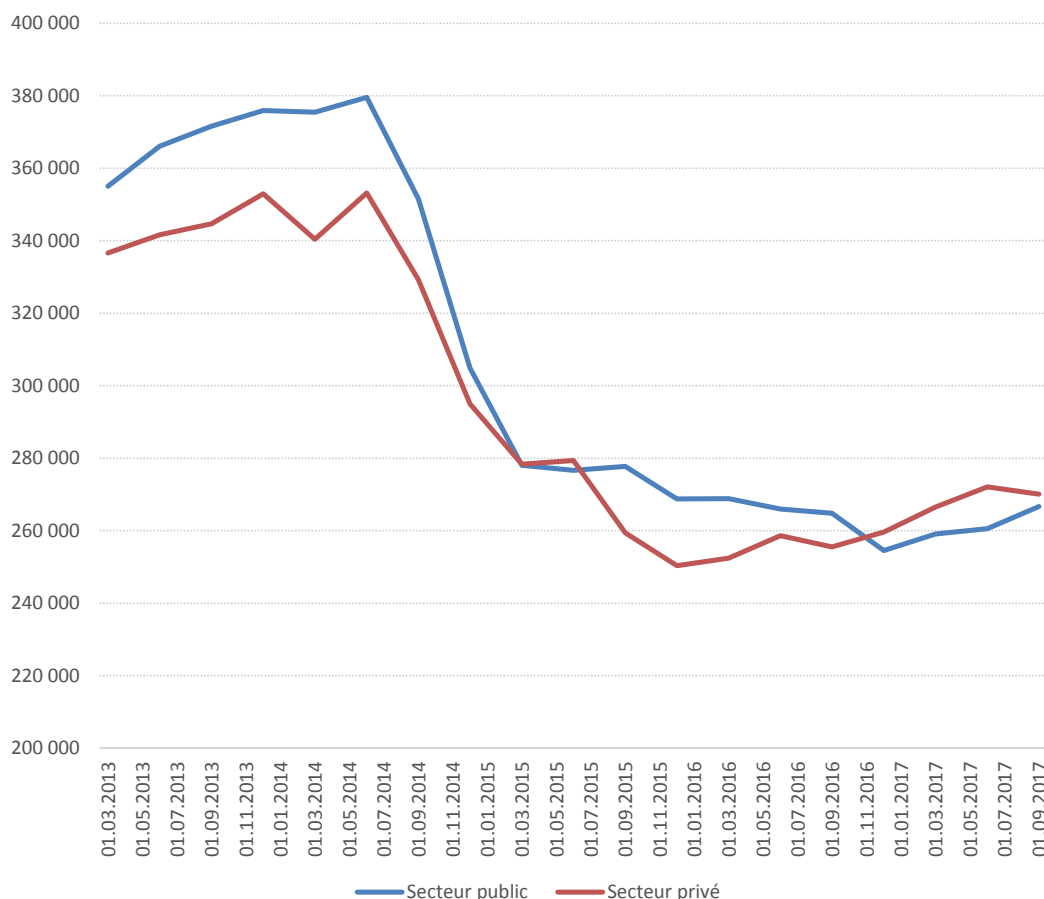
Cette dé-corrélation, qui reste toutefois partielle, pourrait paraître *a priori* surprenante compte tenu de la nouvelle politique de la Banque centrale de Russie, qui consiste à cesser d'intervenir sur le marché des changes. Mais des explications alternatives, et pour certaines complémentaires, ont été avancées pour éclairer ce nouveau phénomène :

- Le ciblage d'inflation serait un succès, ce qui permettrait d'ancrer les anticipations des opérateurs sur le rouble et de stabiliser son taux de change en dépit des variations des prix du pétrole¹. Cette interprétation nous semble un peu hâtive, parce qu'il est encore trop tôt pour conclure au succès définitif de la politique monétaire introduite début 2015 dans un contexte de crise de change, mais surtout parce que le modèle de croissance extraverti rentier de l'économie russe n'a pas été remis en cause à ce stade² et qu'il continuera encore longtemps à exercer son influence sur la manière dont les agents économiques anticipent les évolutions du rouble.
- Pour des raisons liées à la fois à l'appréciation réelle du rouble durant les deux dernières années et à la persistance de risques politiques en Russie, les investisseurs renoueraient avec les exportations de capitaux tandis que le mouvement de désendettement en devises des entreprises et banques russes aurait atteint un palier, ce qui contribuerait à contrecarrer la montée du taux de change en accroissant la demande de devises. Les données disponibles sur les mouvements de capitaux sont compatibles avec cette thèse. Depuis quelques mois, le désendettement en devises des agents financiers et non financiers résidents a cessé, le secteur privé ayant précédé d'un an le secteur public dans cette évolution (*graphique 3*).
- La règle budgétaire pratiquée par le ministère des Finances pourrait également avoir contribué à dé-corréler le rouble du prix du pétrole car dès lors que le baril dépasse le cours de référence (40 dollars pour 2017), le gouvernement ordonne à la Banque centrale d'acheter pour lui des devises dont les quantités peuvent être suffisamment importantes pour influencer le taux de change du rouble. Dans le courant de l'année 2017, ces interventions ont pu contrebalancer la hausse de la demande de roubles sur le marché des changes.

1. Central Bank of Russia, *Monetary Policy Report N°4*, December 2017.

2. Vercueil J., 2018, *La Russie : une économie politique*, Paris : Le Seuil (coll. Points), à paraître, premier semestre 2018.

Graphique 3. Endettement extérieur (millions de dollars, 2013-2017)



Source : élaboration de l'auteur d'après données Banque centrale de Russie, 2018.

2. UN REDÉMARRAGE DONT LA BASE S'ÉLARGIT, MAIS QUI RESTE FRIABLE

Les indicateurs de production montrent un élargissement de la base de la reprise (à l'exception de la construction, qui reste orientée négativement mais ne s'est plus contractée que de 0,2%), mais aussi un tassement de la dynamique de rebond après le premier semestre : à la fin du printemps 2017, l'activité industrielle a atteint un pic qui s'est maintenu durant trois mois consécutifs mais ne s'est pas prolongé au-delà de l'été. Le secteur agricole, qui avait donné aussi des signes de vive reprise, ne croît finalement que de 1,2% ; l'extraction de ressources naturelles, de 1,4%. Les secteurs les plus dynamiques sont le transport et stockage (+3,7%), le commerce de détail (+3,1%), l'hôtellerie-restauration, les services immobiliers, les secteurs de la banque,

de la finance et de l'assurance, ainsi que ceux des télécommunications et de l'information (entre 2,2 et 3,6% de croissance³). La base géographique du redémarrage s'étend elle aussi : une analyse régionale de la conjoncture permet de montrer que plus d'une soixantaine de régions connaissent une croissance de la production, tandis que l'investissement augmente dans près de la moitié des régions⁴.

Du côté de l'offre, la principale déception est venue de la production manufacturière. Annoncée au plus haut niveau depuis 2011, soutenue à grands renforts de programmes fédéraux depuis maintenant trois ans, la politique de substitution aux importations tarde décidément à donner des résultats concrets. La production industrielle manufacturière est restée atone, à +0,4%. Elle ne porte toujours pas la croissance, alors que les mesures protectionnistes sont plus nombreuses en Russie qu'il y a cinq ou six ans et que le taux de change effectif réel du rouble reste inférieur de 15% à ses niveaux de 2010 et de 10% par rapport à 2014⁵. Surtout, elle ne s'est pas redressée alors que la consommation des ménages et l'investissement reprenaient de la vigueur, ce qui a laissé la place... au retour des importations.

En effet, après deux ans et demi de baisse, les revenus réels des ménages ont fini par progresser, soutenant la consommation finale des ménages. Celle-ci a augmenté de 3,4%. Dans le même temps, l'investissement s'est accru de 3,6%. Mais ce sont les importations qui ont profité du regain de la demande intérieure : elles ont bondi de près de 12% en 2017, avec une accélération à 20% au quatrième trimestre. Dans le même temps, malgré la forte hausse des prix du pétrole, les exportations n'augmentaient que de 5,4%. La dynamique des exportations nettes a donc eu un effet limité sur la croissance, contrairement à l'évolution des stocks, particulièrement favorable du fait du comportement de reconstitution de leurs stocks par les entreprises (*tableau*), dont la confiance est désormais au plus haut depuis plusieurs années, selon les enquêtes de l'institut Gaïdar comme selon celles de Rosstat⁶.

**Tableau. Décomposition de la croissance du PIB en 2017 :
contributions des éléments de la demande globale**

Croissance du PIB	Consommation finale des ménages	Dépenses des administrations publiques	Investissement des entreprises	Variation des stocks	Exportations nettes	Erreur statistique
1,5	0,6	-0,35	0,55	0,9	0,35	-0,55

Source : calculs de l'auteur d'après données Rosstat.

Lecture : en 2017, la contribution de la consommation finale des ménages à la croissance du PIB a été de 0,6 point.

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

4. Zoubarevitch N., « *Développement socio-économique et situation budgétaire des régions russes en 2017* » [Sotsialno-ekonomitcheskoïe razvitie i sostoïanie bioudjetov regiuonov v 2017 godou], Monitoring ekonomitcheskoï situatsii v Rossii, N°1 (62), Institut Gaïdar, janvier 2018, pp. 6-15.

5. BIS: *Bank of International Settlements Statistical Bulletin - Effective Exchange Rate Indices*, Updated December 3rd, 2017, <https://www.bis.org/statistics/eeer.htm>

6. Rosstat, « *Potrebitelskie ojidania v Rossii v IV kvartalie 2017 goda* » [Le solde d'opinion des ménages en Russie au 4^{ème} trimestre 2017], janvier 2018, http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/lssWWW.exe/Stg/d03/4.htm ; Tsoukhlo S., « *L'industrie russe durant le second semestre 2017 : entre pessimisme et optimisme* » [Promychnennost vo 2 polovine 2017 goda: mejdou pessimizmom i optimizmom], Institut Gaïdar, décembre 2017, pp. 15-17.

Les distorsions macroéconomiques inhérentes à cet épisode de croissance nous conduisent à considérer que la reprise n'est pas encore consolidée. Compte tenu du faible dynamisme de la production manufacturière, le risque existe que l'économie s'engage dans une trajectoire de « stop and go », alternant les phases de redémarrage et les phases de ralentissement, au sein d'une tendance faiblement croissante. Une telle trajectoire est en effet typique de pays présentant un niveau de productivité relativement faible tout en étant tributaires de leurs relations extérieures : dans les phases de « go » ou d'expansion – dans notre cas, induites par la hausse des prix des hydrocarbures – la croissance provoque une hausse de la consommation finale et des investissements qui bénéficie principalement aux importations, tandis que les sorties de capitaux s'accroissent. Pour éviter les effets négatifs sur le rouble de ces déséquilibres extérieurs, les autorités sont alors obligées de pratiquer une politique d'austérité, qui tue dans l'œuf une reprise fragile et replonge l'économie dans la stagnation (ou « stop »).

3. LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE NE SOUTIENT PAS LA REPRISE

Face aux hésitations de la croissance, les politiques conjoncturelles sont restées sans effet au deuxième semestre 2017. Ceci parce que les limites imposées par le gouvernement aux politiques budgétaires et monétaires les empêchent de donner une quelconque impulsion à la conjoncture. Dans le domaine monétaire, la Banque centrale baisse avec lenteur son taux d'intérêt directeur, tandis que l'inflation décroît à un rythme supérieur à ses anticipations. Il en résulte une forte augmentation du taux d'intérêt réel, répercutée par les banques de second rang et qui pèse donc sur la demande intérieure : durant le deuxième semestre 2017, les taux d'intérêt réels à court terme sont restés supérieurs à 5%.

Dans le même temps, la règle budgétaire définie pour 2017, qui a pour but d'éviter de donner aux dépenses budgétaires un caractère pro-cyclique en cas de remontée des cours du pétrole, a été mise en application. Les revenus fiscaux additionnels provoqués par la hausse du prix du baril ont été stérilisés, la Banque centrale achetant pour le compte du ministère des Finances des actifs sans risque libellés en dollars, ce qui a conservé les montants correspondant en dehors du système financier national, tout en réamorçant le remplissage du Fonds national de bien-être, désormais seul fonds structurel après l'épuisement du Fonds de stabilisation. Cette orientation de la politique budgétaire a confirmé son caractère rigoriste : sur l'ensemble de l'année, la contribution directe des dépenses publiques à la croissance a été négative (tableau 1). Les défenseurs d'une telle politique pourront toutefois objecter qu'en contribuant à la désinflation et à la stabilisation du taux de change, elle participe à la restauration de la confiance des acteurs privés dans le rouble, confiance sérieusement mise à mal en 2014-2015.

Dans le domaine des politiques structurelles, plusieurs évolutions ont marqué le deuxième semestre 2017. Elles indiquent que les facteurs de vulnérabilité du système financier mis en évidence par les crises de 2008-2009 et 2015-2016 sont loin d'avoir été résorbés. La première a été les mesures de sauvegarde prises par la Banque centrale à l'endroit de deux banques privées d'importance, *Binbank* et *Otkrytie*, aux prises avec une dégradation brutale de leurs bilans. La deuxième est l'inquiétude récemment montrée par les milieux d'affaires et politiques en Russie à l'égard des nouvelles sanctions américaines dont la publication était annoncée pour fin janvier 2018 et qui ont finalement été transmues en une simple liste de personnalités, non assortie de sanctions. La prolongation par Vladimir Poutine en décembre des mesures d'amnistie fiscale pour les entreprises ayant participé à l'évasion illégale de capitaux, mesures dont la capacité à influencer à long terme le comportement des entreprises concernées peut être questionnée, montre l'importance accordée par le pouvoir au risque d'une fuite massive de capitaux, à l'exemple de celle qui a déstabilisé le rouble à partir du premier trimestre 2014. Il faut rappeler que l'étroitesse du marché des changes et le degré élevé de concentration des opérateurs, reflet de celle des entreprises exportatrices et du système bancaire, l'exposent à l'instabilité des mouvements de capitaux à court terme, sur lesquels les seules restrictions qui pèsent vraiment sont les sanctions internationales. On se trouve donc dans la situation paradoxale où ce sont les sanctions qui concourent à crédibiliser le rouble en empêchant les grandes entreprises russes sanctionnées de s'exposer trop fortement au risque de change...

Les perspectives pour 2018 restent modérément optimistes, pour des raisons liées à la fois au manque de marge de manœuvre des autorités budgétaires et monétaires dans la conduite des politiques conjoncturelles, à l'importance de la contrainte extérieure qui, certes, s'exprime désormais différemment dans le contexte combiné des sanctions et contre-sanctions et du changement de politique monétaire, mais qui ne cesse pas pour autant d'imprimer sa marque dans l'évolution de court terme des grandeurs macro-économiques, et à l'absence de changement notable dans les possibilités de développement de l'industrie manufacturière. En l'état, les prévisions convergent pour l'année autour d'un scénario de croissance molle, comprise entre 1 et 2%, qui reste toutefois vulnérable à des chocs exogènes et endogènes. Ce niveau correspond à la croissance potentielle compatible à long terme avec les conditions structurelles et institutionnelles que l'on observe depuis une dizaine d'années en Russie. Ni les élections présidentielles, ni l'organisation de la Coupe du monde de football ne modifieront de manière substantielle la conjoncture présente.

**Par Julien Vercueil,
maître de conférences
à l'Institut national des langues et civilisations orientales (INALCO),
membre du Conseil scientifique de l'Observatoire franco-russe.
Manuscrit clos le 5 février 2018.**