HAL
open science

Réduire la vulnérabilité ? L'économie russe en 2015-2016

Julien Vercueil

To cite this version:

Julien Vercueil. Réduire la vulnérabilité ? L'économie russe en 2015-2016. Arnaud Dubien. Russie 2016. Regards de l'observatoire franco-russe, Le cherche midi, pp.143-155, 2016, 978-2355970238. halshs-01422291

HAL Id: halshs-01422291

https://shs.hal.science/halshs-01422291v1

Submitted on 24 Dec 2016

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 - NoDerivatives 4.0 International License

Réduire la vulnérabilité ? L'économie russe en 2015-2016

Julien Vercueil

Introduction

> « Nous avons stabilisé la situation, absorbé les fluctuations négatives de court terme, et maintenant nous traçons notre voie avec confiance à travers ce chemin difficile. Nous pouvons le faire avant tout parce que notre économie a déjà construit des réserves suffisantes pour lui donner la solidité interne dont elle a besoin » (V. Poutine, 19 juin 2015).

Telle était la vision de la situation conjoncturelle en Russie, présentée par Vladimir Poutine aux participants du forum de Saint-Pétersbourg en juin 2015. Mais à l'image l'économie russe, les fondements de cette analyse se sont avérés fragiles. Au moment où le président russe prononçait ce discours la crise, loin de se stabiliser, s'aggravait. Les fluctuations négatives de court terme n'étaient pas absorbées, mais au contraire amplifiées par le choc de défiance que le « moment politique » de la Russie (Vercueil, 2015) venait d'infliger aux investisseurs nationaux et étrangers, couplé à un durcissement des politiques interne et externe dans un contexte de chute des prix du pétrole. Tout au long de l'année, les laboratoires d'analyse de la conjoncture ont dû réviser à la baisse leurs prévisions et la chute du PIB a finalement atteint 3,7 %.

Un an plus tard, au forum de Saint-Pétersbourg de juin 2016, le contexte conjoncturel du discours présidentiel s'est légèrement amélioré. Les prix du pétrole, après avoir touché le fond fin janvier 2016, se sont redressés pour retrouver à la fin du printemps leurs niveaux de septembre précédent. Avec eux, les recettes d'exportations ont augmenté, favorisant un raffermissement du rouble. Le discours présidentiel reflète le relatif optimisme qui en a résulté :

> « La Russie a réussi à résoudre les problèmes les plus urgents de son économie. Nous espérons que la croissance va repartir dans un futur proche [...] Je suis sûr que le gouvernement et la banque centrale vont continuer leurs efforts équilibrés et responsables pour assurer la stabilité macroéconomique. Notre objectif est d'atteindre des taux de croissance [du PIB] d'au moins 4 % par an » (V. Poutine, 17 juin 2016)

La question est de savoir dans quelle mesure le ralentissement actuel de la chute du PIB est annonciateur d'un véritable retournement de conjoncture. Il est intéressant aussi de réfléchir aux conditions d'une amélioration à moyen terme de la trajectoire économique de la Russie. Pour aborder ces questions, il faut passer en revue les principaux facteurs de la croissance que sont la demande globale et l'appareil productif, tout en examinant les marges de manoeuvre dont dispose la politique conjoncturelle.

- **La demande intérieure, premier facteur du repli de l'activité**

En 2015, les « effets de second tour » liés à la demande globale ont dominé : la chute des revenus réels provoquée par le pic inflationniste post-dévaluation, avec le tassement des salaires lié aux difficultés des entreprises et des administrations publiques, a entraîné une baisse de la consommation des ménages, qui a pesé sur l'activité. Les volumes des

ventes de détail ont chuté de 10 %, l'investissement de 8 %. Cette situation est inhabituelle : d'ordinaire on observe une réaction plus forte aux fluctuations conjoncturelles de la part de l'investissement que de la consommation finale (c'est « l'effet d'accélérateur »). Le fait que l'on observe un écart inverse entre ces indicateurs en Russie est le signe de l'ampleur de la révision comportementale des ménages. Ceux-ci, après avoir puisé dans leur épargne pour maintenir leur pouvoir d'achat, se sont résolus à réduire fortement leur train de vie, anticipant une prolongation de la crise au-delà du court terme. La chute de la demande finale devrait s'apaiser en 2016, lorsque l'ajustement aura gagné l'ensemble des ménages ménages concernés. Toutefois, étant donné que la consommation finale des ménages représente la moitié du PIB – tandis que l'investissement n'en représente que le cinquième -, l'impact de sa contraction est massif sur l'activité. Par exemple, les importations, fortement liées à la consommation finale, se sont repliées d'environ 26 %.

Fort logiquement, c'est dans les grandes villes, où la consommation est davantage satisfaite par les importations que dans les zones rurales, que sa baisse a été la plus forte : -14 % à Moscou, -12 % à Saint-Pétersbourg. C'est aussi à Saint-Pétersbourg, dont les échanges internationaux sont plus orientés vers l'Occident que le reste de la Russie, que la demande d'investissement de la part des entreprises s'est le plus repliée (-11 % contre -8 % en moyenne nationale). Le district fédéral de la Volga, dépendant de l'industrie automobile et des équipements, a aussi été plus touché que la moyenne (-13 %). Le seul district fédéral ayant résisté à la chute de la demande finale est l'Extrême Orient. La consommation n'y a perdu que 1 %. La proximité de la Chine et l'Asie de l'Est, dont la conjoncture était plus dynamique que celle de l'Europe, ainsi que la montée en puissance de grands projets énergétiques et d'infrastructures, ont soutenu l'investissement et les revenus, contribuant à la résistance de la demande des ménages. En revanche, c'est aussi dans cette région qu'on a enregistré la plus forte chute de la production manufacturière : -10 %, contre -5 % pour l'ensemble de la Russie[1].

- **L'environnement international et l'instabilité des échanges extérieurs**

L'environnement international s'avère plus instable que prévu. Malgré la forte baisse des prix des hydrocarbures, qui a stimulé la croissance de la demande de la plupart des pays avancés, leur reprise économique reste hésitante et fragile (IMF, 2016a). La Chine, qui a connu une première correction boursière et un niveau record de sorties de capitaux en 2015, montre les signes d'un déséquilibre croissant entre ses capacités de production et son potentiel d'absorption. De manière générale, les pays émergents ralentissent sur tous les continents, particulièrement ceux qui, comme la Russie, dépendent de leurs exportations de matières premières.

Dans ces conditions, le commerce extérieur de la Russie s'est contracté en 2015-2016. Pourtant, dans le même temps, la dynamique du solde commercial est devenue le principal soutien de l'activité. Cet apparent paradoxe se résout si l'on remarque que la chute du commerce extérieur s'explique exclusivement par la contraction des importations (-25,7 %), tandis que les exportations exprimées en roubles sont restées stables en 2015. En effet, la chute du rouble a plus que compensé celle des prix des hydrocarbures, si bien que les entreprises exportatrices ont bénéficié d'une légère

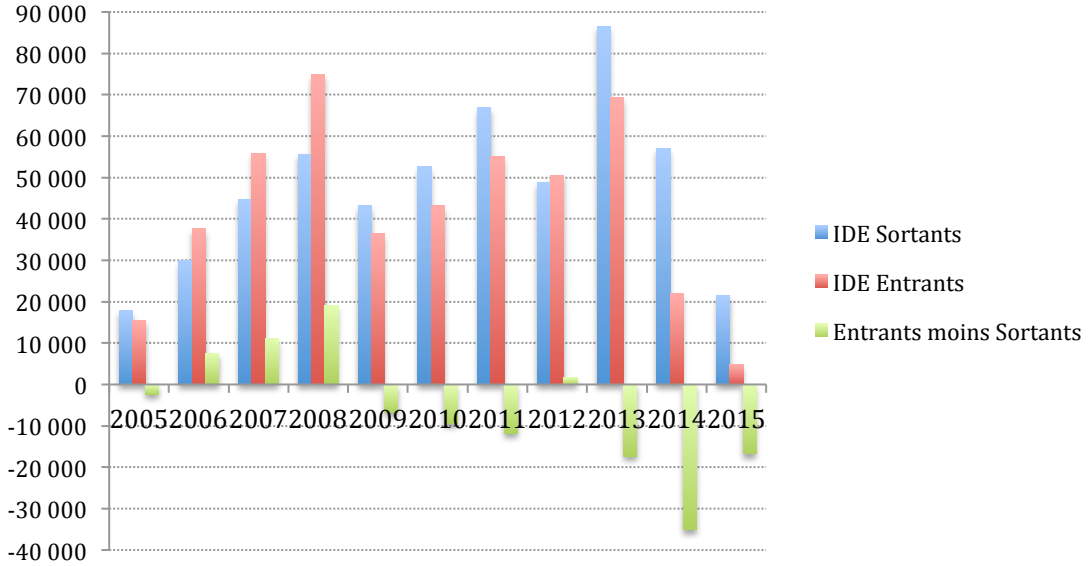
[1] *BOFIT Weekly Review*, #10, 11/03/2016, d'après *Rosstat*.

augmentation (+3 %) de leurs recettes en roubles, facilitée pour certaines par l'augmentation des quantités livrées. Il faut noter que les exportations de technologies militaires se sont aussi maintenues. Elles atteignent désormais 3 % des exportations de marchandises et près de 10 % des exportations hors pétrole et gaz.

Les échanges de services se sont contractés de 25 % en 2015, soit la plus forte chute depuis 15 ans. En 2015, le déficit des services s'est établi à 36 milliards de dollars. Le principal partenaire est resté l'Union européenne, qui représente 40 % des exportations et 50 % des importations de services de la Russie. Une part importante des échanges de services est liée aux investissements directs étrangers (IDE), dont le repli est particulièrement spectaculaire.

La chute des IDE entrants date de 2014[2]. Avec 21 milliards de dollars, leur niveau est alors tombé au-dessous de celui de 2009, contre une moyenne de 55 milliards entre 2007 et 2013. En 2015 les flux entrants ont connu une chute abyssale (Graphique 1). Ils se sont établis à 5 milliards, ne restant positifs que grâce au réinvestissement de leurs bénéfices par les filiales de groupes étrangers. Les IDE sortants ont aussi dévissé, passant de plus de 40 à 22 milliards en 2015. Leur composition géographique, en revanche, n'a pas changé notablement. Son analyse montre qu'environ les deux-tiers relèvent non pas de logiques industrielles, mais d'investissements circulaires (*roundtripping*) à vocation fiscale et financière en direction et en provenance de places *off shore,* Chypre en premier lieu (Vercueil, 2013).

Graphique 1. Flux d'IDE entrants et sortant de Russie, 2005-2015 (millions de US $)



Source : Elaboration de l'auteur d'après les données de la Banque centrale de Russie.

[2] La poussée de 2013 est due à une opération unique : l'échange d'actions entre *BP* et *Rosneft* compris dans l'opération de rachat de *TNK* par ce dernier. Si l'on excepte cette opération, la tendance des IDE est à la baisse depuis 2011, et non pas 2014.

Malgré les difficultés de la conjoncture, les projets lancés précédemment ont continué à se concrétiser en 2015. Le *Silk Road Fund* chinois a racheté 10 % du projet *Yamal* de *Novatek*, *Sinopec* est monté à hauteur de 9,9 % dans le capital de la compagnie pétrochimique *Sibur*, *Gazprom* a obtenu des prêts chinois, notamment dans le cadre de *Power of Siberia*, pour des équipements de production et transport. Une enquête d'EY (2015) a montré que les entreprises chinoises continuaient de considérer la Russie comme une économie potentiellement attractive, mais risquée. Les principaux facteurs de risque identifiés par ces investisseurs sont les mêmes que ceux que les entreprises occidentales pointent, année après année : faiblesse de l'État de droit, changements législatifs intempestifs, insuffisances de garanties sur l'investissement, conjoncture économique volatile. A ces facteurs structurels s'ajoutent les sanctions internationales.

Il faut dire que pour les entreprises, le risque politique et diplomatique est resté omniprésent tout au long de l'année 2015-2016. C'est avec la Turquie que les relations se sont dégradées en 2015, avec des conséquences délétères sur les relations économiques bilatérales. Le tourisme, les échanges agro-alimentaires et l'énergie sont touchés. D'autres exemples illustrent le rôle des mesures politiques et administratives dans l'entretien de l'incertitude ambiante pour le monde des affaires. Début janvier 2016, la Russie imposait déjà des restrictions aux camions ukrainiens transitant par son territoire vers le Kazakhstan en contradiction avec les objectifs de libre circulation affichés au sein de l'Union économique eurasiatique. Début février, en représailles des protestations organisées en Ukraine à l'encontre des camions russes, les camions ukrainiens ont été interdits d'entée en Russie. De même, à l'expiration de l'accord bilatéral sur les transports au début du mois de février 2016, les camions transitant par la Pologne vers la Russie ont été bloqués à la frontière russe. Si ces interdictions ont été levées mi-mars 2016, elles continuent de placer les transporteurs et leurs clients dans une situation d'incertitude s'agissant des mesures punitives dont ils risquent de faire les frais. Ceci ne peut que freiner, voire geler des projets d'investissement pourtant nécessaires à la modernisation du secteur.

- **Le taux de change, une arme à double tranchant**

La chute du rouble a été l'un des facteurs les plus puissants de l'évolution de la conjoncture en Russie. Toutefois, ses effets ont été contrastés, car le taux de change est une arme à double (voire multiple) tranchant : aux exportateurs de matières premières, la chute du rouble a permis de conserver leurs marges dans le contexte d'une baisse rapide des prix en dollars des produits exportés ; aux consommateurs, elle a au contraire imposé un renchérissement subit des produits importés, qui s'est traduit par une dégradation du pouvoir d'achat. L'effet de la baisse du taux de change sur les industries de transformation est plus ambigu. Il dépend de la capacité de l'industriel à substituer aux intrants importés des intrants domestiques, mais également de la manière dont les entreprises réagissent aux nouveaux prix relatifs. L'accélération de l'inflation dès décembre 2014 a signalé, si besoin était, la faiblesse structurelle de l'investissement en Russie, les entreprises réagissant à la hausse du coût de leurs intrants (voire, pour certaines, à la hausse de la demande qui leur était adressée) par des augmentations de prix. Toutefois, l'inflation n'a pas été suffisamment forte pour annihiler les effets de la chute du rouble sur les coûts de production des entreprises russes, lorsqu'ils sont exprimés en devises internationales. Les calculs du FMI suggèrent que le taux de change effectif réel du rouble s'est déprécié de 17 % en un an (IMF,

2016b). Malgré l'appréciation enregistrée depuis le retournement de janvier 2016, le taux de change effectif réel restait en mai 2016 inférieur de 5 % à son niveau du premier semestre 2015, lui même fortement déprécié par rapport à l'année précédente. Les entreprises russes continuent donc de bénéficier d'un taux de change sous-évalué, et cette situation devrait durer encore plusieurs mois, quel que soit le scénario retenu.

Pour autant, en 2015 la « substitution aux importations » n'a pas eu lieu là où les autorités l'attendaient. Au contraire, la production manufacturière a même chuté de 5 %. Certes, les producteurs de biens alimentaires ont pu profiter de la double protection offerte par la dévaluation et l'embargo sur les importations occidentales. Stimulée par de bonnes récoltes agricoles, la production agroalimentaire n'a crû que de 2 % en 2015, ce qui paraît modeste en comparaison de l'ampleur du stimulus. En revanche, certains secteurs ont semblé insensibles à la crise. C'est le cas de la production de produits chimiques, qui a augmenté de 6 %. Ce résultat est en partie dû à la mise en route d'un projet industriel prévu de longue date, *Rusvinyl*, fruit de l'investissement conjoint de *Solvin* (détenu par le belge *Solvay* et l'allemand *BASF*) et du russe *Sibur* dans une unité de production de PVC et de soude caustique, inaugurée fin 2014 dans la région de Nijni-Novgorod. De son côté, plombée par la baisse de la demande et la chute des prix internationaux, la production de produits métalliques a chuté de 7 %. La production de l'industrie forestière et celles de matériaux de construction et de machines et équipements ont chuté également, de 5, 8 et 10 % respectivement. Les données des premiers mois de 2016 montrent que la chute de la production manufacturière a commencé à ralentir (-1,4 % sur la période janvier-mai 2016), tandis que l'extraction de matières premières continue de soutenir l'activité industrielle (+3 % sur la même période).

Compte tenu de la quasi-absence d'intervention de la banque centrale sur le marché des changes, l'évolution du taux de change est désormais directement liée à celle des prix du pétrole. De ce fait, l'effet d'une variation des prix du pétrole sur la conjoncture russe est médiatisé par la réponse du taux de change. Le caractère flexible de cette réponse induit un risque inflationniste en cas de chute des prix des matières premières. Il faut donc s'interroger sur la nature de la remontée récente des cours mondiaux des hydrocarbures. Certaines analyses l'attribuent à des facteurs financiers, et non pas industriels ou économiques (IMF, 2016a). Si elles s'avéraient justifiées, cela impliquerait que le ralentissement actuel de la chute du PIB russe, essentiellement induit par l'embellie des recettes d'exportations et la baisse de l'inflation, reste éminemment fragile et pourrait ne pas durer en l'absence d'une politique conjoncturelle capable de stimuler la demande intérieure. C'est donc la question des moyens de la politique économique qu'il faut poser.

- **La réduction des marges de manoeuvre conjoncturelles**

En 2015, les recettes du budget consolidé (budget fédéral plus budgets régionaux et municipaux plus fonds sociaux de l'Etat) ont chuté de 1 point de PIB, tandis que les dépenses augmentaient de 5 points. Les premières ont représenté 36 % du PIB, les deuxièmes 40 % environ, portant le déficit budgétaire à 3,6 %. Les deux seuls postes de dépense ayant augmenté en proportion du PIB sont les dépenses sociales (qui atteignent désormais 14 points de PIB) et les dépenses de défense (4 points). Parmi les autres postes importants, la santé, l'éducation (4 % du PIB chacune) et les dépenses pour

l'économie (5 %) ont soit stagné, soit enregistré un déclin relatif. Les intérêts de la dette ont augmenté de 25 % pour atteindre 1 point de PIB. Au premier trimestre 2016, les recettes budgétaires non liées aux hydrocarbures sont restées stables en valeur réelle[3]. En revanche, tirés vers le bas par les prix des hydrocarbures, les revenus pétroliers ont chuté de 36 % par rapport à la même période de l'année précédente[4]. C'est dans ce contexte qu'après plusieurs semaines de tractations, le gouvernement a présenté son plan anti-crise pour 2016. Sa valeur globale est d'environ 0,2 % du PIB, ce qui indique qu'il n'aura pas d'effet important sur la croissance. Le plan comporte encore de nombreuses zones d'ombre, en particulier sur ses sources de financement. Environ 60 % des dépenses sont destinées à financer des programmes régionaux et des dépenses sociales, tandis qu'un tiers cible l'industrie. Les PME sont bénéficiaires de 7 % du total des aides prévues, dont la moitié sous forme de garanties. Mais en définitive, les grands vainqueurs de la course aux subsides publics sont les constructeurs automobiles : 140 milliards de roubles leur sont dévolus, soit 20 % de l'ensemble.

Pour financer le déficit public sans s'exposer trop aux risques de l'endettement extérieur, le gouvernement a décidé de prélever dans les fonds structurels. Au premier trimestre 2016, après un an de prélèvements qui l'ont allégé de 20 milliards de dollars, le fonds de réserve affichait encore 2,9 milliers de milliards de roubles, soit 45 milliards de dollars. La loi budgétaire a fixé à 32 milliards le montant de prélèvements supplémentaires autorisés en 2016. De janvier à mai, le gouvernement a procédé à deux retraits équivalant à 6 milliards de dollars. S'il procède à l'ensemble des prélèvements prévus, 2016 sera la dernière année où le fonds de réserve pourra être utilisé à cette hauteur. Il faut noter toutefois que tant que ces retraits sont effectués en roubles, ils ne provoquent pas de réduction du montant des réserves en devises de la Banque centrale, qui gère les fonds structurels. Techniquement, un retrait équivaut donc à une opération de création monétaire par financement du déficit budgétaire, adossée à des réserves en devises. Le deuxième fonds structurel, appelé « fonds national de bien être » est doté de 74 milliards de dollars de réserves (4,8 milliers de milliards de roubles), dont un tiers en actifs russes peu liquides, deux tiers en actifs liquides en devises. Le gouvernement a renoncé à sa politique initiale – qui consistait à n'utiliser ce fonds que pour abonder les retraites futures – pour pouvoir puiser immédiatement dans ce fonds. Début 2016, l'équivalent d'une centaine de millions de dollars ont été utilisés pour financer les retraites budgétées pour l'année.

D'autres mesures sont prises pour financer le déficit budgétaire : fin mai 2016, le gouvernement a émis avec succès ses premières euro-obligations en dollars depuis 2013. En février, il avait échoué à convaincre des banques de souscrire à un emprunt de 3 milliards. Le montant de cette émission n'est que de 1,75 milliards, et le taux d'intérêt est relativement élevé (4,75 %). Il faut noter que la banque ayant organisé le placement est *VTB Capital*, la branche d'investissement de *VTB Bank*, établissement bancaire public sujet aux sanctions internationales. Pour l'ensemble de l'année, le gouvernement prévoit

---

[3] L'introduction en novembre 2015 du système de péage *Platon* sur les autoroutes a donné lieu à des protestations de la part des professionnels de la route, lorsqu'il est devenu clair que le gouvernement souhaitait doubler rapidement le tarif initial. Ces protestations ont conduit le gouvernement à des exemptions de taxes aux entreprises de transport. Ces mesures compensatoires limiteront les recettes que l'Etat peut espérer tirer de cette taxe, initialement destinée à financer la construction de nouvelles autoroutes.

[4] *BOFIT Weekly Review* #18, 4/05/2016, d'après données Ministère des finances.

d'emprunter en roubles l'équivalent de 4,5 milliards de dollars, plus 3 milliards en obligations libellées en devises.

Avec une division par deux du taux glissant d'inflation entre fin 2015 et début 2016, les conditions financières de l'activité des agents économiques se sont profondément transformées : les taux d'intérêt réels, qui étaient restés légèrement négatifs durant une bonne deuxième moitié de l'année 2015 - en prenant comme base le taux d'intérêt moyen à un an pour les entreprises -, sont redevenus largement positifs. La Banque centrale de Russie maintenait son taux directeur à un niveau élevé, arguant du fait que les risques d'inflation restaient élevés, notamment à cause de l'incertitude sur la politique budgétaire qui pouvait prendre une tournure expansionniste. Face aux pressions croissantes émanant des cercles favorables à une politique de relance, et confortée par le redressement relatif du taux de change et par l'amélioration de certains indicateurs conjoncturels, la Banque centrale s'est résolue le 10 juin à baisser son taux directeur d'un demi-point, à 10,5 %.

Tableau 1. Principaux indicateurs macro-économiques, 2015 et prévisions 2016

	2015	**2016** (prévisions centrales BCR)
PIB (% de variation)	-3,7	-0,5
Consommation finale des ménages (% de variation)	-9,6	-3,4
Investissement productif (% de variation)	-7,6	-1,7
Exportations (en roubles, % de variation)	+3,6	+2
Importations (en roubles, % de variation)	-25,7	-6,7
Inflation (% de variation de l'indice des prix à la consommation)	+12,9	+5,5
Prix moyen du baril de pétrole « Oural » (US $)	52	38
Compte des transactions courantes (milliards US $)	+70	+40

Source : BCR, 2016.

- **Quelles priorités structurelles ?**

Le plan de substitution aux importations dessiné par le gouvernement s'appuie sur des restrictions aux importations, un soutien de l'Etat à certains secteurs, et des règles spécifiques de passation des marchés publics. Ces dernières sont les plus détaillées : quatre-vingt dix-sept produits, dans les domaines de la sécurité nationale, des constructions mécaniques, des logiciels et de l'industrie légère, sont frappés d'interdiction d'importation dans le cadre des commandes publiques. Quarante six produits de l'industrie pharmaceutiques font l'objet, pour le même motif, de restrictions aux importations. Pour 278 produits, un avantage prix est accordé par les administrations acheteuses s'ils sont originaires de l'Union économique eurasiatique. Les subventions accordées dans le cadre de programme de substitution aux importations représentent environ 1 milliards d'euros en 2015 et 2016. Ces mesures sont accompagnées d'incitations à la création de plans coordonnés, à l'échelle des régions et des entreprises publiques, visant à déployer des activités de substitution aux importations. Plus fondamentalement, de nouvelles normes techniques nationales doivent être créées. On peut craindre que ces normes agissent comme de nouvelles barrières artificielles à l'activité économique. Elles susciteront de nouvelles inspections,

qui dans le contexte institutionnel actuel de la Russie engendreront autant d'occasion d'extorsion de fonds et de corruption.

Les résultats des mesures protectionnistes d'ores et déjà mises en place ne se sont pas fait attendre : le ministère de l'économie estime que les coûts des marchés publics ont augmenté de 40 % du fait des politiques de substitution aux importations. Cette estimation a d'ailleurs suscité une controverse avec le ministère de l'industrie, travaillé par les lobbies industriels nationaux qui bénéficient de la politique de substitution aux importations et ont tout de suite adopté une position très favorable à ces mesures.

Comme pour beaucoup de problématiques structurelles de l'économie russe, la variable cardinale du succès ou de l'échec de la substitution aux importations est l'investissement productif. Or sa trajectoire récente n'incite pas à l'optimisme. Depuis son plus haut en 2008 (22 %), le taux d'investissement ne cesse de décliner dans l'économie (20 % en 2014). Après une chute de 1,5 % en 2014, l'investissement productif s'est à nouveau contracté de 7,6 % en 2015. La chute s'est ralentie début 2016, mais elle reste sur un rythme annuel de près de 2 %. Avec les autres industries extractives, le secteur pétro-gazier a pourtant accru son effort d'investissement (+11 % en 2015). Sur le plan structurel, la diversification industrielle n'est donc pas en marche, puisque seuls les secteurs liés à la rente pétrolière, qui sont aussi les plus capitalistiques, maintiennent leur effort. L'investissement dans le transport ferroviaire, la production d'électricité, la transmission de gaz et pétrole et même le raffinage a chuté de 10 à 32 %. Du fait des tensions déjà évoquées sur le budget, l'investissement public n'est pas en mesure de prendre le relai. Dans le canevas budgétaire 2015-2018, l'investissement des administrations publiques devrait ne représenter qu'entre 1,6 et 1,8 trillions de roubles, soit 1,5 % du PIB en 2018 (moins de 8 % de l'investissement total). Seules les entreprises à capitaux étrangers maintiennent, en moyenne, leur effort d'investissement.

De plus, le rôle du système financier dans le financement de l'investissement reste insuffisant. Pour compenser la chute des financements publics et bancaires, les entreprises ont accentué le recours à l'autofinancement[5]. Mais le secteur bancaire doit être restructuré. Plombés par la crise du secteur réel, les profits bancaires ont chuté des deux tiers en 2015 et sont presque intégralement expliqués par les seuls profits de la *Sberbank*, première banque d'État. Le risque de change a également pesé sur les résultats bancaires : les crédits en devises représentent 40 % du stock de crédits aux entreprises. Au sein d'un secteur secoué par les difficultés économiques, la situation de la *Vneshekonombank* (VEB) fait figure de symbole. Portée sur les fonds baptismaux par Vladimir Poutine en 2007 en tant que banque publique de développement, la VEB est la quatrième institution financière du pays en termes d'actifs (environ 45 milliards d'euros, soit 4 % du secteur). Bien qu'elle réalise des activités bancaires commerciales, son statut de bras de levier financier de l'Etat lui a permis d'être exemptée de la tutelle règlementaire de la Banque centrale. Dans ce contexte, plusieurs opérations sensibles politiquement – le financement d'infrastructures olympiques à Sotchi et des investissements dans l'acier Ukrainien via une filiale - ont eu raison de ses équilibres financiers, tandis que les sanctions restreignaient ses possibilités d'accès aux devises. Devant la détérioration de son portefeuille de prêts, la *VEB* a dû provisionner des pertes

[5] *BOFIT Weekly Review*, #10, 11/03/2016.

qui se sont traduites par un résultat net de -5 milliards d'euros en 2014 et -1,5 milliards pour les six premiers mois de 2015. Fin 2015, 15 à 20 milliards d'euros étaient nécessaires pour faire face à ses obligations. La Banque de développement de Chine a accepté de prêter en yuans l'équivalent de 1,4 milliards d'euros sur 5 ans à la *VEB* pour contribuer à la maintenir à flots. Ses besoins totaux pour la seule année 2016 étant estimés à près de 3 milliards d'euros, il est probable que le solde sera financé sur fonds publics, au risque d'aggraver le déficit budgétaire.

Conclusion

Révisées à la hausse en raison de la remontée des cours du pétrole, les prévisions officielles pour 2016 situent désormais la baisse du PIB en dessous de 1 % (tableau 1). Après avoir procédé à une révision des modes de calcul du PIB pour se mettre en conformité avec les normes comptables internationales[6], *Rosstat* a réévalué de 9 % le Produit Intérieur Brut de la Russie pour 2014 et les années suivantes. Cependant, la combinaison de la chute du rouble et de la récession a fait reculer bien davantage la taille de l'économie de la Russie dans les classements internationaux. Son PIB est désormais évalué à moins de 1200 milliards d'euros (1325 milliards de dollars), contre plus de 2000 milliards deux ans auparavant. Alors qu'elle se situait dans les dix premières économies du monde, se mesurant à l'Italie, au Brésil et à l'Inde, la voilà maintenant derrière la Corée du Sud, l'Australie et l'Espagne. La capacité de la Russie à rattraper de manière tendancielle l'écart qui la sépare de ses anciennes références ne peut pas être reconstituée rapidement, même avec une croissance de 4 % par an. C'est un effort d'investissement et de modernisation de longue haleine qui est nécessaire. L'engager suppose de sortir du « moment politique » initié il y a deux ans, qui jusqu'ici n'a fait qu'aggraver les vulnérabilités structurelles de l'économie russe.

[6] Notamment en matière d'évaluation monétaire des activités immobilières.

Sources :

BCR, 2016. *Доклад о денежно-кредитной политике*, N°2. Moscou : Banque centrale de Russie, juin 2016.
EY, 2015. *Perspectives from China : how concerns about the Russian market influence Chinese investment strategies*. EYGM, 2015.
IMF, 2016a. *Too Slow for Too Long. World Economic Outlook*. International Monetary Fund, April 2016.
IMF, 2016b. « Central, Eastern, and Southeastern Europe : How to Get Back on the Fast Track », *Regional Economic Issues*. International Monetary Fund, May 2106.
Vercueil J., 2014 : "Les Investissements Directs Étrangers en Russie", in Dubien A. (Dir.), *Russie 2013. Regards de l'observatoire franco-russe*. Moscou et Paris : CCIFR – les éditions du cherche midi, 2013.
Vercueil J., 2015 : "Le moment politique de l'économie russe". *Revue Défense Nationale*, octobre 2015, p. 91-97.