



L'ÉCONOMIE RUSSE FACE A LA CRISE UKRAINIENNE

Le poids économique de la Russie est légèrement inférieur à celui de la France avec un PIB de 2100 milliards de dollars contre 2600 milliards de dollars mais avec une population de 142 millions d'habitants contre 65 pour la France. De ce fait, le PIB par habitant est deux fois moins élevé en Russie qu'en France, 15 000 dollars contre 30 000 en France. Néanmoins, avec ses 17 millions de kilomètres carrés, sa richesse énergétique et minière ainsi que sa puissance militaire, la Russie demeure incontournable au niveau international.

Depuis 2012, l'économie russe doit faire face tout à la fois à l'atonie de la croissance européenne et aux conséquences de la crise ukrainienne. Si son PIB s'est contracté d'un point au premier trimestre, la Russie dispose de réserves et d'atouts liés à ses matières premières pour tenir quelques temps. Au-delà des indicateurs conjoncturels, il faut surveiller néanmoins la situation du secteur bancaire et l'impact des éventuelles sanctions.

Le ralentissement de l'économie russe a commencé avant la crise ukrainienne. En effet depuis 2012, elle est confrontée au ralentissement de l'économie européenne qui réduit ses exportations énergétiques. Par ailleurs, la baisse des prix du gaz et du pétrole depuis deux ans pèse sur les recettes d'exportation même si la dépréciation du rouble peut, en la matière, augmenter en monnaie nationale leur montant. La diminution de la croissance de la Chine contribue également à la baisse de l'activité en Russie.

La crise ukrainienne ne fait que renforcer ces tendances avec à la clef des sorties de capitaux et une dépréciation renforcée du

rouble. Au premier trimestre 2014, les sorties nettes de capitaux ont atteint 51 mds de dollars contre 63 mds de dollars pour l'ensemble de l'année 2013. Le rouble a perdu 6 % de sa valeur face au dollar. Les indices boursiers sont orientés à la baisse et les primes de risque sur la dette souveraine et, dans une plus large mesure, celles sur la dette des entreprises ont augmenté. Pour lutter contre les sorties de capitaux, la Banque centrale russe (BCR) a relevé son principal taux directeur de 50 pb (200 pb en tout depuis le mois de mars). Cette mesure vise également à lutter contre l'inflation.

Le 25 avril dernier, S&P a abaissé la note souveraine russe à BBB- avec une perspective négative, soit la note la plus basse de la catégorie «investment grade». Or, le niveau de la dette russe est faible autour de 13% du PIB.

La question est de pouvoir apprécier la capacité de résilience de l'économie russe en cas de poursuite de la crise et de durcissement des sanctions occidentales.

1. Un ralentissement économique indéniable mais qui avait commencé bien avant la crise ukrainienne

En rythme annuel le taux de croissance est passé de 2 à 0,9 % du dernier trimestre 2013 au premier trimestre 2014. Le PIB a reculé de 1 point au 1er trimestre 2014.

L'inflation a atteint 7,3 % au mois d'avril au-dessus de l'objectif de 5 % de la Banque centrale russe. Le plafond retenu pour la BCR est de 6,5 %.



La production industrielle s'est également contractée de 1,1 % en rythme annuel au premier trimestre. Les investissements privés se sont repliés de 5% au 1er trimestre en rythme annuel. Néanmoins, la consommation se maintient avec une croissance de 3,5% toujours au 1er trimestre. La consommation devrait se ralentir avec la moindre progression des salaires et avec l'inflation ainsi qu'avec hausse des taux d'intérêt réels. De ce fait, en l'absence de sanctions, les exportations devraient être le principal moteur de la croissance.

Le PIB russe pourrait connaître une contraction comprise entre 0,5% et 1% en 2014.

2. La situation financière est sous contrôle du fait des réserves financières

Le solde budgétaire et la balance extérieure russes restent suffisamment solides pour faire face au ralentissement économique.

Du fait de ses positions de force dans l'énergie et dans les matières premières en règle générale, la Russie bénéficie d'une balance commerciale structurellement excédentaire (8,5% du PIB en 2013).

La réduction de l'excédent commercial, observée en 2012 pour la première fois depuis la crise de 2008-2009 et confirmée en 2013, se traduit par une réduction de l'excédent du compte courant. Ce dernier a atteint 1,6% du PIB en 2013 contre 11% du PIB en 2005. Selon le FMI, la Russie pourrait perdre son excédent autour de 2016.

La balance des paiements doit faire face à des sorties nettes de capitaux à hauteur de 2-4% du PIB par an depuis 2008 (54 Mds USD en 2012 et 63 Mds USD en 2013).

Il faut néanmoins noter qu'en 2012, les flux entrants d'Investissement d'origine

étrangère (51 Mds USD) dépassent les flux sortants (48 Mds USD) pour la première fois depuis 2007. En 2013, la Russie a occupé le 3ème rang mondial pour le volume des IDE entrants (environ 79 Mds USD). La France est le 2ème investisseur en Russie.

En 2013, les IDE sortants se maintiennent à un niveau élevé (95 Mds USD en hausse de 42%) prouvent que les entreprises russes s'insèrent de plus en plus dans l'économie mondiale.

La dette publique brute représente 13,5% du PIB et la dette extérieure est inférieure à 3 % du PIB. En prenant en compte tous les acteurs, la dette extérieure totale est de 723 mds de dollars (34% du PIB). Cette dette est essentiellement à long terme. De ce fait, le pays a une position créditrice extérieure d'environ 280 mds de dollars.

La Banque centrale détient, par ailleurs, 471 mds de dollars de réserves de change au mois de mai 2014.

Les réserves de change plaçant la Russie au 4ème rang mondial derrière la Chine, le Japon et l'Arabie Saoudite. Elles ont, certes, baissé du fait de la nécessité pour les autorités monétaires de soutenir le rouble. Elles s'élèvent ainsi à 486,1 milliards de dollars au 1er avril 2014. Une partie de ces réserves correspond à la stérilisation des recettes pétro-gazières dans le Fonds de réserve (87,3 Mds USD au 1er mars 2014) et dans le Fonds du bien être national (87,3 Mds USD au 1er mars 2014).

3. Le secteur bancaire résiste malgré un contexte difficile

D'après les résultats des tests de résistance menés par la Banque centrale de Russie, le secteur bancaire dispose de ressources suffisantes pour faire face aux tensions financières.



Le secteur bancaire russe se caractérise par une bonne rentabilité (ROAE de 15-16%). La capitalisation est satisfaisante et les créances douteuses semblent provisionnées à un niveau élevé (97%).

La consolidation du secteur s'est accélérée en 2013 et le cadre réglementaire a été durci (introduction d'un ratio de couverture des besoins de liquidités en 2015, volants de fonds propres, exigences supplémentaires de fonds propres pour les banques systémiques).

Le secteur bancaire russe (banques russes et banques étrangères implantées en Russie) pourrait souffrir du fait de la hausse des taux d'intérêt et d'éventuelles sanctions.

L'exposition des banques russes sur l'Ukraine n'est pas nulle mais pas systémique, 2 % de l'actif total des banques russes.

La dette extérieure du secteur bancaire (y compris les dépôts des non-résidents) est importante (USD 215 mds) mais un quart seulement est à très court terme (i.e. une échéance inférieure ou égale à 6 mois).

Il y a un petit point de préoccupation au niveau des dépôts. Selon la BCR, les dépôts bancaires se sont réduits de USD 7 mds (ou 2% des dépôts des particuliers) et la demande de devises a atteint des niveaux inégalés depuis 2009. Les établissements de petite taille ont été plus sensibles en raison d'un accès plus limité aux financements de marché. De plus, les déposants préfèrent placer leur argent auprès des grandes banques d'Etat, suite à l'annulation d'une quarantaine de licences en 2013-2014.

Le système bancaire est bien régulé. Au moment de la crise précédente, la BCR était fortement intervenue. Depuis 2009, le refinancement par la BCR est devenu structurel et représente désormais 7% de l'actif total des banques.

Il faut également prendre le risque de change au niveau de la solidité bancaire. Entre 20% et 25% des actifs et passifs bancaires sont libellés en devises exposant les banques au risque de change dans un contexte de baisse du rouble. Le risque est complètement maîtrisable.

Au 31 décembre 2013, la position de change bilan et hors-bilan cumulée était créditrice à hauteur de USD 16 mds, soit 8% des fonds propres, contre 24% en 2008.

La Russie a réduit son exposition au dollar depuis 2008 : la part totale des prêts en devises est de 24% pour les entreprises – contre 32% à la fin de 2008 – et d'à peine 2% pour les particuliers.

La détérioration de la qualité des actifs est réelle avec le ralentissement économique mais demeure limitée. A 6,3%, le taux de créances douteuses en définition restreinte était encore modéré à la fin 2013. Sur la base d'un scénario de récession de -0,5% à -1%, l'augmentation du ratio de créances douteuses devrait être limitée (de l'ordre d'un point de pourcentage si l'on prend comme référence le choc de 2008-2009).

Les risques de crédit liés aux fluctuations de change semblent limités en raison de la part négligeable des prêts en devises dans le secteur des ménages (2%) et modestes dans celui des entreprises (24%).

Les industries dont les prêts en devises représentent un pourcentage plus élevé (50% des prêts domestiques aux industries extractives, métallurgiques, minières et chimiques sont libellés en devises) bénéficient d'une couverture de change « naturelle » du fait de leurs exportations.

Le point le plus gênant est le durcissement de l'accès pour les grandes entreprises d'accéder aux marchés financiers internationaux. Cela pourrait mettre en danger le remboursement ou le renouvellement de la dette en devises.



La dette extérieure des entreprises a augmenté depuis 2008 atteignant USD 439 mds en 2014 (21% du PIB). Les opérations récentes de restructuration de la dette dans les industries métallurgique et minière sont à cet égard particulièrement préoccupantes.

Il faut souligner que le système bancaire est bien régulé. Au moment de la crise précédente, la BCR était fortement intervenue. Depuis 2009, le refinancement par la BCR est devenu structurel et représente désormais 7% de l'actif total des banques.

4. Les conséquences des sanctions ?

Les sanctions prises depuis la crise ukrainienne n'ont pas aujourd'hui de réelles conséquences sur l'économie russe. Les Etats-Unis, l'UE, le Canada et le Japon ont inscrit sur une « liste noire » 60 personnalités russes et 17 entreprises.

Elles sont avant tout une source de vexation et de fixation pour les personnes concernées. L'établissement de la liste n'est pas sans arrière-pensées économiques de la part de certains des acteurs de la crise.

Les sanctions financières

Les Etats-Unis font pression pour l'adoption de mesures économiques plus larges avec par exemple l'interdiction de travailler avec des institutions financières russes et avec des entreprises exerçant dans des secteurs stratégiques.

La Russie pourrait évidemment souffrir d'éventuelles sanctions financières avec des problèmes de refinancement de certaines banques russes.

L'Europe serait fortement pénalisée avec une exposition assez forte de l'Allemagne et de la France.

En France, c'est la société générale qui est la plus exposée avec 17 milliards d'euros sur la Russie. Les compagnies d'assurances Axa, Generali, Allianz sont présentes mais leur chiffre d'affaires reste marginal en Russie. La France est le 2ème investisseur financier en Russie (9ème en prenant les paradis fiscaux). Selon la Banque de France, enfin, le stock des investissements directs de la France en Russie est de 8,7 milliards. La Bundesbank évalue de son côté à plus de 19 milliards le stock d'investissements directs de l'Allemagne dans ce pays.

Les créances de banques françaises sur les débiteurs russes s'élèvent à 36,505 milliards d'euros, loin devant les créances des banques italiennes (20,496 milliards), allemandes (17 milliards), britanniques (13,7 milliards) ou suisses (4,8 milliards).

Les investissements russes en France s'élevaient à 1,1 milliard d'euros contre 310 millions en 2011 et 150 millions en 2010. Entre 2011 et 2012, le nombre des décisions d'implantation des entreprises russes en France à doubler pour atteindre un chiffre 10. La présence russe en France en 2012 représentait quelques 35 entreprises avec environ 5000 salariés, selon l'AFII.

Les sanctions énergétiques

Les Etats-Unis pourraient évidemment jouer de l'arme du prix du pétrole et du gaz pour faire pression sur la Russie. 50 % des ressources budgétaires russes proviennent de l'énergie.

Cette action devrait être réalisée de concert avec l'OPEP et donc l'Arabie Saoudite. Une baisse du baril pétrole en-dessous de 90 dollars serait préjudiciable à l'économie russe même si cela favoriserait la demande énergétique. Néanmoins, il est peu probable que les Etats-Unis s'engagent dans une telle direction du fait qu'ils ont également besoin d'un baril cher pour assurer la rentabilité des gisements de pétrole bitumineux...



L'autre voie serait de bloquer les exportations russes mais en l'état actuel, les Etats-Unis ne peuvent pas se substituer à la Russie pour fournir à bas coûts les Européens.

Les sanctions commerciales

En cas de réduction des échanges, l'Europe serait la première victime.

La Russie est un partenaire important de l'Union européenne. La Russie est le troisième partenaire international de l'UE comme fournisseur de biens et services à l'UE. Hors commerce intra-européen, la Russie représente 10 % des importations de l'UE. La Russie absorbe plus de 6 % des exportations de l'UE extra-européennes.

L'Europe enregistre un déficit commercial avec la Russie mais trois fois moins élevé qu'avec la Chine ; les relations commerciales sont plus équilibrées entre UE et la Russie qu'avec la Chine.

La Russie est l'un des principaux partenaires commerciaux de l'Europe, notamment en matière de produits de base. 32 % environ des importations européennes de gaz proviennent de Russie. Pour la Russie, la dépendance est encore plus forte : le marché européen représente 76% des livraisons de gaz pour la Russie. Pour le pétrole, la Russie représente 30% environ des importations totales de pétrole et 16,5% des importations de produits pétroliers raffinés. Pour la Russie, l'UE représente 70% des exportations russes de pétrole et 48 % des produits raffinés. 25% des importations de charbon de l'UE proviennent de Russie tandis que la part de l'UE dans les exportations russes de charbon est de 44%.

Conclusion

L'économie russe doit pouvoir surmonter l'épreuve ukrainienne sous réserve que la durée de la crise n'excède pas 18 mois. L'amélioration de la conjoncture en Europe devrait accroître les exportations de matières premières. Les réserves de change, le faible déficit et la faible dette constituent avec le solde commerciale les principaux atouts de l'économie russe.

La crise ukrainienne peut contrecarrer le plan de modernisation de l'économie russe par raréfaction des capitaux étrangers.

Cette crise amènera sans nul doute les dirigeants russes à chercher de nouveaux clients en particulier en Asie.

La croissance devrait être entre 0,5 et 0,8 % cette année avec une amélioration pour 2015.