

Perspectives

N°21/055 – 23 février 2021

RUSSIE – Un étrange petit goût de *Brejnevisation*...

Tandis que la seconde vague sanitaire, qui a été plus violente qu'en mai, est en train de se résorber, et que les mesures de contrôle de mobilité commencent à se détendre, les chiffres 2020 de la croissance russe ont confirmé une récession limitée à -3,1%. C'est beaucoup mieux que ce que prévoyaient les institutions internationales et c'est même mieux que les prévisions du gouvernement. Pour l'instant, la Russie s'en sort bien, comparé à la moyenne des pays du même groupe dans la notation souveraine de Fitch, où la chute de croissance est de -6,9%. Cela se confirme donc : le choc Covid semble moins fort que les crises de 2009 et 2015. D'ailleurs, même la chute de l'investissement, qui est tout de même de 6,2% en rythme annuel, marque une rupture moins nette qu'en 2015 (-10%) ou en 2009 (-14,5%). En revanche, la baisse de la consommation privée (-8,6%) est à peu près équivalente à celle de 2015.

Un profil souverain toujours solide

Autre atout de la Russie qui se confirme en cette période de bilan annuel : le profil souverain reste bon, aussi bien pour la solvabilité que pour la liquidité. La dette publique est de l'ordre de 20% du PIB et les réserves seraient les quatrièmes plus importantes au monde, à 590 milliards de dollars. Par ailleurs, elles sont gérées de façon beaucoup plus « géostratégique » que dans la plupart des autres pays, composées à 30% par de l'euro, 23% par de l'or, 22% par du dollar, et 12% par du yuan... En fait, il suffit même de regarder la composition des réserves pour comprendre le poids de la géopolitique dans la stratégie économique de ce pays ! Au total, cela représente à peu près 40% du PIB et même si l'on est loin des 107% de Singapour, un tel coussin de liquidité a de quoi rassurer les investisseurs – d'autant que dans un contexte de prix du pétrole actuellement plus élevé que le seuil fixé par la règle fiscale, à 40 dollars, on peut anticiper une augmentation des réserves. Selon Fitch, la liquidité russe s'élève donc à 17,4 mois d'importations, contre une moyenne de 8,7 pour les pays de même notation.

Une réserve néanmoins à ce bilan souverain : ne jamais sous-estimer la part du « quasi souverain », potentiellement importante (et structurellement moins visible) dans un pays où l'État compte pour 33% du PIB et 69% des actifs bancaires. La capillarité entre secteur public et secteur privé est toujours forte et s'il y a des risques financiers que nous ne voyons pas, c'est de là qu'ils viendront. De nombreuses régions ont d'ailleurs une solvabilité qui se dégrade, et si les trois agences de *rating* conservent des perspectives stables pour le souverain russe, l'*outlook* négatif que Moody's a estimé nécessaire dans l'évaluation des régions souligne la situation plus contrastée de l'espace russe. Cela dit, le choc épidémique a été plus fort dans les grandes villes urbaines, ce qui tendrait plutôt à résorber les inégalités régionales.

Des tensions inflationnistes, mais une grande crédibilité de la Banque centrale

Mais un bilan souverain n'est vraiment bon que si la politique économique est elle-même crédible. Or justement, la crise a renforcé la confiance des investisseurs dans le pilotage de la politique économique russe, surtout de la politique monétaire – confiance à peu près partagée par la population elle-même, qui n'a pas converti ses dépôts en dollars l'an dernier comme lors d'autres crises (mais les sorties de capitaux ont tout de même été de 48 milliards de dollars...). Clairement, la Banque centrale russe a réussi à ancrer assez solidement les anticipations monétaires externes et internes et c'est l'une des grandes différences conjoncturelles (avec le flottement du change) par rapport aux cycles antérieurs.

Malgré cela, la Russie n'échappe pas aux distorsions de prix rendus inévitables par la crise sanitaire et l'inflation est plus élevée que prévu depuis décembre (5,2% en janvier). Mais cette hausse des prix au-dessus des objectifs de la Banque centrale est surtout liée à des raisons conjoncturelles, notamment des

augmentations de prix alimentaires. Le risque de contagion à la structure des prix semble limité. La Banque centrale, toujours très orthodoxe, a néanmoins réagi avec la fin de son cycle de baisse des taux (maintenus à 4,25% depuis juillet). Et la hausse des prix devrait revenir sous l'objectif dès la fin 2021. Donc, face aux ruptures structurelles énormes que vivent d'autres pays, la petite histoire de la forte inflation russe semble gérable...

Des banques fragilisées, mais qui résistent

Quant aux banques, même si le niveau de créances douteuses (estimé entre 10 et 12% selon les sources) est plus élevé que dans la moyenne des pays émergents, elles seraient provisionnées à près de 90% selon le FMI. Les agences de notation estiment qu'elles sont bien capitalisées, avec une liquidité correcte. À ce jour, il n'y a donc pas de risque systémique apparent dans un secteur où la Banque centrale avait par ailleurs fait le ménage (500 établissements fermés en quelques années). Cela dit, si l'économie russe a des failles, cela se verra d'abord dans le secteur bancaire.

Reste le budget. Là encore, avec un déficit de l'ordre de -5% (en niveau global), la Russie s'en sort bien et conserve des marges de manœuvre. Et même si le président Poutine annonce en mars une aide budgétaire accrue dans un contexte social tendu (qui plus est, avec des élections législatives en septembre), cela ne devrait pas créer une vraie rupture dans le bilan conjoncturel russe. Au pire, cela renforcera un peu l'orthodoxie monétaire, avec un report de la charge d'ajustement conjoncturel sur la Banque centrale, mais sans déstabiliser totalement le *policy mix* russe. Surtout, peu d'analystes doutent aujourd'hui que le retour à l'orthodoxie budgétaire ne reste dans les priorités d'un gouvernement contraint, à cause des sanctions internationales, à l'autonomie financière... Là encore, la géopolitique est donc un facteur structurant des choix de politique économique dans ce pays : la stabilité et l'autonomie priment et marquent les fonctions de préférence de la Banque centrale notamment.

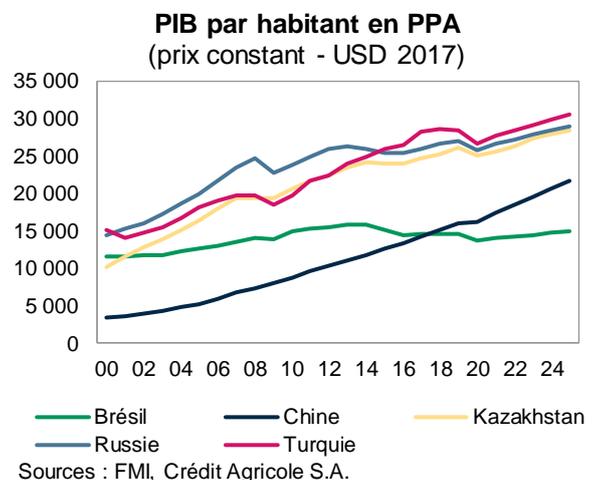
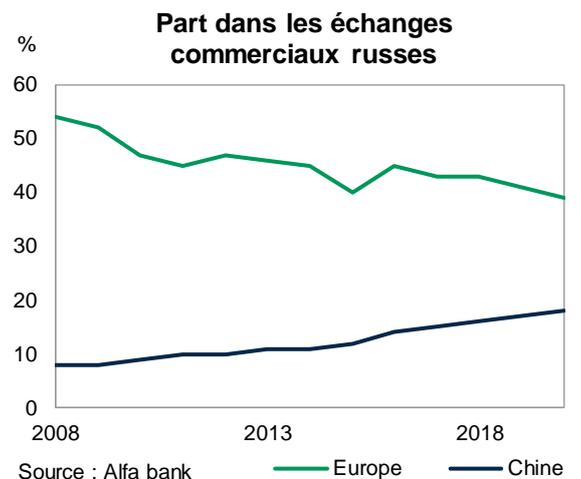
La Chine à la rescousse

Il faut dire aussi que la Russie a eu de la chance, car la récession plutôt contenue de 2020 tient beaucoup à la structure de la croissance, avec une part limitée des PME dans le PIB (de l'ordre de 20% du PIB). À cela s'ajoutent deux bonnes surprises sur les comptes extérieurs, avec un report des dépenses touristiques vers la consommation intérieure, et une augmentation des exportations de blé. Au final, le solde courant est resté positif, à 2% du PIB, et l'augmentation régulière de la part de Pékin dans les ventes permet aussi à Moscou de profiter de la croissance chinoise.

Alors, où est le problème ?

Comme partout, la crise renforce les contraintes qui existaient déjà avant la Covid. Or, en Russie, ces dernières pèsent surtout sur la croissance potentielle, et la progression des revenus n'a donc plus rien à voir avec ce que les Russes ont connu dans les années 2000. Certes, le PIB par habitant reste le plus élevé des BRICs, mais la sensation de l'appauvrissement est forte. Et les dix dernières années de bouleversements politiques dans le monde sont là pour nous rappeler à quel point la perception des inégalités et de la corruption est un facteur puissant politiquement.

Pourquoi ce ralentissement ? C'est que les structures politiques tout autant qu'économiques étouffent de plus en plus les gains de productivité : la part de l'État dans l'économie et la concentration du pouvoir politique se sont accrues, et se conjuguent, pour contraindre la productivité globale des facteurs (ce à quoi s'ajoute le poids de la bureaucratie, mais que dire là-dessus, car ce problème date... du XIX^e siècle !). De plus, le risque géopolitique augmente avec l'affaire Navalny, et surtout il pèse sur les anticipations. En effet, les



marchés ont bien compris, avec l'arrivée de Biden et le vote en décembre d'une loi permettant à l'Europe de prendre des sanctions sur ce thème, que les Droits de l'homme allaient remplacer le régime des *tweets*. Tout cela, couplé aux multiples signaux d'affaiblissement du pouvoir russe¹, contribue à faire des sanctions l'un des principaux risques perçus par les marchés, et à faire du rouble, l'une des monnaies émergentes où la prime de risque géopolitique est la plus forte. Quant à la notation souveraine, Fitch signale aussi que l'*investment grade* est difficile quand les financements externes en dollars sont sous sanctions (bien que l'émission en euro de novembre se soit bien passée).

En fait, même si les sanctions n'ont pas eu un impact direct fort sur l'économie russe (voire même elles ont stimulé l'orthodoxie économique), elles étouffent lentement l'investissement, qui est déjà le talon d'Achille de ce pays - situé entre 20 et 24% du PIB, là où il devrait être à 30% au regard du déficit d'infrastructures. Avec la démographie, c'est la cause de la faiblesse de la croissance potentielle, ramenée à 1,2% selon Standard and Poor's. On comptait sur les treize grands projets nationaux pour casser cette logique de sous-investissement, mais la crise, évidemment, a repoussé cette perspective.

La « resoviétisation » ?

À la sortie 2020, la Russie apparaît donc comme un pays résistant mieux aux chocs, mais qui s'affaiblit politiquement, et dont l'économie, encore plus resserrée autour de l'État, est toujours aussi peu capable de produire de l'investissement. C'est un pays où la Banque centrale accumule des liquidités, mais où les classes moyennes s'appauvrissent (le taux de pauvreté est estimé à 13,5% par le FMI). C'est un pays qui peine à répondre à la demande et où la substitution aux importations semble à présent stoppée (selon une étude d'Alfa bank, la part des biens importés est de 27% dans la consommation alimentaire et de 39% dans le total du commerce). Enfin, c'est un pays où la menace géopolitique est telle qu'elle l'emporte souvent sur les logiques économiques. Cela peut avoir des effets positifs, puisque c'est ce qui explique la priorité donnée à l'indépendance monétaire du pays. Mais cela réactive aussi tous les stigmates soviétiques, encore très puissants dans les structures politiques et administratives.

On le sait, l'héritage institutionnel (le « path dependency », ou comment le poids de l'habitude détermine l'avenir) marque en profondeur les performances économiques d'un pays, et détermine le « chemin » qu'il va prendre en fonction de celui qu'il a déjà pris. Les périodes de crise ne font que renforcer et révéler l'inertie de cette économie des institutions.

En Russie, le monde de demain risque ainsi d'avoir un étrange petit goût de « *Brejnevisation* »...

[Article publié le 19 février 2021 dans notre hebdomadaire Monde – L'actualité de la semaine – Actualisé le 22 février 2021](#)

¹ Cf. article « Russie – Attention à la guerre de position » publié le 2 février 2021

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

22/02/2021	<u>France – Recul du taux de chômage au quatrième trimestre 2020</u>	France
22/02/2021	<u>Royaume-Uni – Où en est-on avec l'inflation ?</u>	Royaume-Uni
19/02/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/02/2021	<u>Brésil – La quadrature du cercle</u>	Amérique latine
17/02/2020	<u>Etes-vous Biden ou Bollywood ?</u>	Etats-Unis, Asie
17/02/2020	<u>Moyen-Orient & Afrique du Nord – Chute de l'épargne dans les pays les plus fragiles</u>	Emergents
16/02/2021	<u>Pays émergents – Inflation : un pilotage très délicat</u>	Emergents
15/02/2021	<u>Royaume-Uni – Flash PIB : une croissance plus forte que prévu au T4 en partie grâce au Brexit</u>	Royaume-Uni
15/02/2021	<u>Zone euro – "Whatever it takes", "quoi qu'il en coûte", ou l'action collective sur les anticipations</u>	UE
12/02/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/02/2021	<u>ECO Tour 2021 : état de l'économie française secteur par secteur</u>	Macroéco et sectoriels
10/02/2021	<u>Barre au centre : le laboratoire italien, avant-poste du recul de l'antisystème en Europe ?</u>	UE
10/02/2021	<u>Hongrie – La stratégie d'un pays qui souhaite devenir incontournable</u>	PECO
09/02/2021	<u>Dettes publique et externe : le Tchad et l'Éthiopie ouvrent le bal des demandes de restructuration</u>	Afrique
08/02/2021	<u>Italie – Mario Draghi, l'homme providentiel européen, sera-t-il celui de l'Italie ?</u>	Italie

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Sophie Gaubert

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.