

L'économie russe et les sanctions. Une évaluation des conséquences du conflit ukrainien

Julien Vercueil

► **To cite this version:**

Julien Vercueil. L'économie russe et les sanctions. Une évaluation des conséquences du conflit ukrainien. [Rapport de recherche] Observatoire Franco-russe. 2014. <halshs-01421902>

HAL Id: halshs-01421902

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01421902>

Submitted on 23 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.



L'économie russe et les sanctions. Une évaluation des conséquences du conflit ukrainien

Julien Vercueil
CREE, INALCO

L'escalade militaire en Ukraine est une tragédie inattendue. En mars 2014, les puissances occidentales ont réagi à l'annexion de la Crimée par la Russie en imposant un premier train de sanctions. L'aggravation des combats dans le sud est de l'Ukraine, le franchissement de la frontière ukrainienne par des troupes russes, la destruction en vol d'un avion de la *Malaysian Airlines* transportant 298 passagers civils attribuée aux séparatistes pro-russes, ont ensemble motivé une deuxième vague de sanctions. En septembre 2014, en dépit d'un accord de cessez-le-feu - immédiatement violé de manière répétée sur le terrain -, l'absence de règlement du conflit a abouti à une troisième vague de sanctions à l'encontre de la Russie. Quels en sont les effets sur l'économie du pays ?

Dans un premier temps (mars – avril 2014), la plupart des commentaires ont évoqué d'absence d'impact immédiat des sanctions sur l'économie de la Russie. Dans un deuxième temps (mai-août 2014), les analyses ont commencé à diverger : certains ont continué de nier tout effet significatif, d'autres ont pointé leurs conséquences négatives sur l'économie de l'Union Européenne, d'autres enfin ont prévu un impact potentiel significatif – et négatif - sur l'économie russe.

Il est à noter que dans ces évaluations, les sanctions ne sont que rarement replacées dans leur contexte, décomposable pour l'analyse en trois processus distincts qui se combinent aux mesures occidentales pour en modifier les effets : le ralentissement structurel de l'économie russe (Vercueil (2014a)) qui préexiste aux événements d'Ukraine ; l'impact primaire, c'est-à-dire *hors sanctions*, de l'escalade ukrainienne sur l'économie russe ; les contre-mesures prises par la Russie à l'encontre des pays l'ayant sanctionnée – en particulier l'embargo d'un an sur les produits frais en provenance de l'Union Européenne, du Canada, de l'Australie et des États-Unis, ciblant leurs filières agroalimentaires.

Pour proposer une analyse aussi cohérente que possible, dans les limites qui sont celles de l'incertitude géopolitique et du caractère systémique des effets d'une crise militaire au cœur de l'Europe, il faut inventorier l'ensemble des dimensions de l'impact économique du conflit, tout en gardant à l'esprit qu'elles ne sont pas totalement séparables. Pour ce faire, nous avons divisé la présente note en quatre parties. La première revient sur le contexte macroéconomique. La deuxième partie propose une évaluation de l'impact immédiat de l'escalade militaire sur le terrain. La troisième intègre le rôle des sanctions et de leur gradation, puis celui des répliques des autorités russes. Dans la quatrième partie, nous proposons trois scénarios quantifiés à propos des suites du conflit ukrainien. L'impact structurel des événements survenus depuis début 2014 en Ukraine ne sera évoqué qu'en conclusion.

1. Le contexte macroéconomique est celui d'un ralentissement structurel

Depuis la crise de 2009, l'économie russe a largement divergé de la trajectoire qui lui avait été assignée par la « Stratégie 2020 ». Ce document-cadre dressant les grandes orientations de la politique macroéconomique du pays pour la décennie 2010-2020 avait été commandé en 2007 par l'exécutif à un collectif d'experts et de chercheurs. Il avait alors débouché sur la construction de trois scénarios envisageables pour l'économie russe. Le plus favorable tablait sur un plan de modernisation de l'économie au terme duquel l'effort d'investissement s'élevait considérablement au-dessus de sa moyenne de long terme (à 30 % du PIB, contre 20 % auparavant), permettant à la productivité des facteurs d'accélérer sa progression (de +5 à +10 % par an) ce qui soutenait dans la durée un taux de croissance du PIB de 6 à 7 %. Dans ces conditions, le rattrapage, en tendance, du niveau de vie des pays occidentaux devenait envisageable à l'horizon 2030/2040.

Ce scénario favorable ne s'est pas réalisé. A la suite de la crise financière internationale le PIB a plongé de 7,8 % en 2009 en dépit d'une impulsion budgétaire totalisant 11 % du PIB sur l'année. Le rebond conjoncturel qui a suivi, facilité par la remontée rapide des cours mondiaux des matières premières, n'a pas permis de retrouver la dynamique espérée. La croissance a atteint 4,5 % en 2010 puis 4 % en 2011. En 2012 les premiers signes d'un nouveau ralentissement se sont fait sentir (+2,5 %), confirmés par la langueur de la croissance en 2013 (+1,3 %).

Au début de l'année 2014, le déficit de croissance cumulé depuis 2009 par rapport aux objectifs les plus élevés de la « Stratégie 2020 » atteignait 25 points de PIB. Les perspectives de croissance pour l'année s'établissaient à un niveau nettement insuffisant pour remplir les objectifs initiaux, même révisés à la baisse¹ (INP RAN, 2014). Mais surtout, la dynamique en cours faisait apparaître un essoufflement tendanciel car les ressorts principaux de la croissance montraient des signes d'épuisement.

Il n'y a pas de consensus sur l'explication de ce ralentissement. Les principales différences entre les analyses concernent le caractère temporaire ou, au contraire, structurel du problème. Pour les tenants de la première thèse, il est explicable par certaines caractéristiques de la politique conjoncturelle menée en Russie. La politique monétaire de la banque centrale est mise en cause : en maintenant des taux d'intérêt élevés et un taux de change du rouble quasi-fixe, elle découragerait la dynamique de la demande globale (Sapir, 2014, p. 106-107). D'autres travaux désignent la politique budgétaire, qui pour limiter le déficit des comptes publics sanctuariserait de manière excessive les fonds structurels en limitant les dépenses tout en introduisant des problèmes de séquençage des grands travaux d'infrastructure, contribuant ainsi à limiter la croissance (Shirov, 2014).

Sans dénier leur pertinence aux facteurs conjoncturels, nos travaux mettent en avant des éléments d'explication structurels. A partir d'une analyse de l'épuisement des

¹ Lors de son adresse au forum de Saint-Pétersbourg de juin 2013, Vladimir Poutine a évoqué des taux de croissance de 4 à 6 % par an.

ressorts de la croissance extensive (population active, biens capitaux, nombre d'heures travaillées) et de ce que l'on pourrait appeler la « croissance importée » (via la hausse des prix mondiaux du pétrole), nous soutenons que le blocage principal réside dans la difficulté à élever de manière soutenue et systémique les niveaux de productivité, condition nécessaire pour lutter efficacement contre la concentration des recettes d'exportations et des recettes fiscales sur un petit nombre de secteurs. Cette analyse relativise la capacité des décisions d'investissement public et de la politique monétaire à inverser à elles seules ces tendances de fond. Elle pointe comme objectif clé l'intégration, dans le tissu productif national, des technologies et modes de gestion susceptibles de moderniser l'appareil productif. En conséquence, nous envisageons les politiques publiques de stimulation de l'investissement privé, qu'il soit national ou étranger (Vercueil 2014a, 2014b, 2014c).

Le fait que l'économie russe ne parvienne pas à se moderniser au rythme souhaitable a une conséquence importante : sa conjoncture reste fortement dépendante d'éléments qui échappent à l'exécutif. Deux variables peuvent être prises en exemple : le cours du baril de pétrole et la conjoncture de l'Union Européenne, principal partenaire commercial de la Russie. Une étude économétrique simple menée sur données trimestrielles de la période 2003-2012 montre qu'ensemble, ces deux variables expliquent 75 % de la variabilité de la croissance du PIB russe (Vercueil, 2012).

Au début de l'année 2014, les perspectives de croissance à long terme de l'économie russe ne paraissaient donc pas très favorables. Les organismes internationaux tablaient sur une croissance moyenne de 2 à 3 % par an, au lieu des 5 à 6 % nécessaires au rattrapage tendanciel initialement envisagé (IMF, 2013, OCDE, 2014, World Bank, 2014). C'est dans ce contexte qu'est survenue l'escalade ukrainienne.

2. Par elles-mêmes, l'annexion de la Crimée et l'escalade du conflit en Ukraine ont eu des conséquences économiques négative sur la Russie

Les répercussions économiques de l'annexion de la Crimée peuvent être analysées suivant deux temporalités distinctes : les effets de « premier tour », qui sont liés à la réaction immédiate des agents économiques au nouveau cours pris par le contexte géopolitique, et les effets de « second tour », qui sont les conséquences indirectes de ces mêmes réactions.

Les effets de premier tour

La hausse brutale du niveau de conflictualité dans la région, la proclamation par les dirigeants régionaux d'une séparation de la Crimée vis-à-vis de l'Ukraine, la décision de son rattachement à la Russie, l'autorisation obtenue par le président Vladimir Poutine d'utiliser l'armée russe sur le territoire de l'Ukraine, ont élevé subitement le niveau d'incertitude géopolitique. Les premières conséquences observables ont été une multiplication par quatre du rythme des exportations de capitaux hors de Russie au premier trimestre 2014, atteignant 51 milliards de dollars début avril, dont 20 milliards acquis par des agents non bancaires en devises liquides à l'étranger (IMF, 2014, p. 14). Ce mouvement s'est accompagné d'une chute de la bourse de Moscou, fortement

exposée aux flux de capitaux internationaux. Pour la seule journée du 3 mars 2014, l'indice MICEX a perdu 13,8 % - soit 60 milliards de dollars - sur fond de triplement des volumes échangés. La cotation de plusieurs valeurs a dû être suspendue, leur chute dépassant 20 % sur la journée. La fuite des capitaux et la chute de la bourse ont alimenté les tensions sur le marché des changes où le mouvement de spéculation contre le rouble a dû être contrecarré par une vente massive de devises par la Banque centrale : 11,3 milliards de dollars le 3 mars, ce qui est proche du maximum enregistré au plus fort de la crise financière (19/01/2009, 15 milliards) (World Bank, 2014, p. 24).

Pour autant, ces interventions n'ont pas empêché le rouble de décrocher : durant le premier trimestre 2014 la monnaie russe a perdu 8 % de sa valeur par rapport à ses principales contreparties. C'est ce qui explique l'augmentation des taux directeurs, toujours le 3 mars, de 5,5 à 7 %. Ils sont portés ensuite à 7,5 % fin avril et à 8 %, fin juillet 2014. Ces hausses ont été dictées à la fois par la spéculation contre le rouble, par le coût jugé excessif de la vente de devises et par la nécessité de lutter contre les tensions inflationnistes provoquées par le renchérissement des produits importés. En même temps, par les effets de cette hausse sur la structure des taux de rémunération des placements, la Banque centrale tentait maintenir les capitaux sur le territoire national.

Tableau 1. Décisions d'augmentation du taux directeur de la Banque centrale de Russie : Janvier – octobre 2014

| Date | Taux directeur |
|---------------------|----------------|
| Avant le 03/03/2014 | 5,5 |
| 03/03/2014 | 7,0 |
| 28/04/2014 | 7,5 |
| 28/07/2014 | 8,0 |

Source : Banque centrale de Russie

Les effets de second tour

En soi, la chute du taux de change du rouble n'est pas nécessairement nuisible à l'économie russe. Certes, elle appauvrit à court terme les agents économiques du territoire en diminuant leur pouvoir d'achat international et la valeur internationale de leur patrimoine (pour sa partie libellée en roubles). Mais elle confère aussi un regain de compétitivité prix à la production nationale et peut de ce fait constituer la base d'un rebond de croissance, comme cela s'est produit en 1998-1999.

En réalité, l'essentiel du problème réside dans la capacité de réaction du tissu économique à la dépréciation et à la politique monétaire : si l'élasticité-prix² des

² L'élasticité-prix est le rapport entre la variation relative des quantités et la variation relative des prix. Pour les importations, elle s'exprime généralement par le rapport suivant : $e_{M/t} = \frac{\Delta M/M}{\Delta t/t}$, où M

importations est forte, le renchérissement des importations provoque une reprise de la production nationale et l'effet net sur l'activité peut être positif. Mais si tel n'est pas le cas, ce renchérissement ne fait qu'exercer une ponction supplémentaire sur le revenu national. Il alimente alors l'inflation sans relancer l'activité. De plus, les hausses de taux d'intérêt provoquées par la pression sur le rouble exercent un effet dépressif sur la demande globale à travers la consommation et l'investissement privés. Les pressions inflationnistes liées à la dépréciation sont alors contenues mais la demande adressée à la production nationale l'est aussi. L'effet net sur l'activité peut, là encore, s'avérer récessif.

Enfin, les agents peuvent anticiper certaines de ces évolutions. L'incertitude sur l'avenir fait alors monter la part de l'épargne de précaution dans le revenu, favorisée par ailleurs par la hausse des taux d'intérêt. Dans une économie comme celle de la Russie où la consommation est le principal moteur de la croissance (Vercueil, 2014a), l'indice de confiance des consommateurs devient une variable clé de la conjoncture. Si celui-ci se dégrade, le ralentissement est alors endogène tout en étant alimenté de l'extérieur par les effets de la dépréciation. Dès le 10 mars, l'intégration de ces effets de second tour conduisait l'institut d'analyse BOFIT à abaisser de 1 point ses perspectives de croissance pour la Russie (Rautava, 2014, p. 5)

Quels sont les effets de second tour observables en Russie ?

Durant le premier semestre 2014, la consommation et les investissements ont réagi de manière contrastée. La consommation a continué de croître, bien qu'à un rythme plus modeste qu'auparavant (+2 % en moyenne sur le premier trimestre selon *Rosstat*), ce qui a permis de compenser la chute de l'investissement (-2,8 %) et d'éviter ainsi la récession. Dans le même temps, la dépréciation du rouble a été amortie par un mouvement de substitution aux importations qui, alors que le rythme de croissance des exportations ralentissait, a permis au commerce extérieur de contribuer positivement à la croissance. Au total, la conjoncture du premier semestre a globalement résisté à la dégradation de l'environnement géopolitique, avec une croissance du PIB estimée à 1 % en rythme annuel (INP RAN, 2014). En revanche, les pressions inflationnistes se sont intensifiées, le rythme annuel de croissance des prix à la consommation s'élevant à 8 %, bien loin de l'objectif de 5 % fixé fin 2013 par la Banque centrale de Russie (Central Bank of Russia, 2013). Dans un contexte de faible croissance, l'accélération de l'inflation n'est pas une bonne nouvelle parce qu'elle signale une différenciation sous-jacente des prix relatifs, c'est à dire un accroissement des disparités de niveaux de vie entre les couches de la population.

Ces disparités se retrouvent aussi dans la différenciation des situations sectorielles. Alors que la production agricole conservait une dynamique positive, le secteur automobile, emblématique du redressement de l'économie russe dans les années 2000, montrait des signes de retournement au premier semestre, avec une chute des ventes

représente la valeur des importations exprimée en monnaie nationale, t le taux de change de la monnaie nationale vis-à-vis du panier de monnaies des partenaires commerciaux, Δ la variation de la grandeur sur la période de temps considérée. Le signe attendu de élasticité des importations au taux de change est négatif si le taux de change est coté à l'incertain (la devise internationale étant alors la référence).

de 7 %. Mois après mois, les perspectives du marché pour l'année ont été révisées à la baisse, tandis que le leader *Avtovaz* diminuait ses effectifs de 11 000 postes entre janvier et juillet, avant d'annoncer la suppression de 25 000 emplois supplémentaires à l'horizon 2020³. Compte des effets d'entraînement sur un réseau des fournisseurs en cours de consolidation, une chute brutale de la production automobile en Russie ne manquera pas d'entraîner derrière elle des effets négatifs sur les industries de transformation les plus dynamiques jusque là, tout en posant rapidement des problèmes sociaux dans les régions productrices (bassin moyen de la Volga, Saint-Pétersbourg, Kalouga, quelques sites de la région de Moscou), dans un contexte inflationniste.

Après la crise de la Crimée, l'élection de Petro Poroshenko à la présidence de la république de l'Ukraine et l'absence de projet explicite de reconquête militaire de la péninsule par le nouvel exécutif ont pu faire croire pendant un temps à un apaisement progressif des tensions (Zhavoronkov, 2014a), diminuant l'incertitude géopolitique et conduisant même à une inversion des tendances sur les marchés financiers entre mars et juillet (Graphiques 1 et 2). Mais à partir du mois de mai, l'escalade militaire a repris dans le Donbass et ses effets sur la conjoncture ont prolongé ceux des événements de mars.

3. Les sanctions et contre-sanctions ont transformé cet environnement dégradé en stagflation

La chronologie des événements internationaux liés au conflit ukrainien (Encadré 1) fait apparaître trois grandes périodes, chacune étant décomposable en plusieurs phases par ses conséquences sur les marchés financiers (graphique 1) : de janvier à mai-juin, c'est la situation en Crimée qui alimente l'incertitude (période 1). De juin à fin août, c'est la situation dans le Donbass (période 2). A partir de septembre, la question des conséquences économiques des sanctions semble commencer à dominer le sentiment des acteurs (période 3).

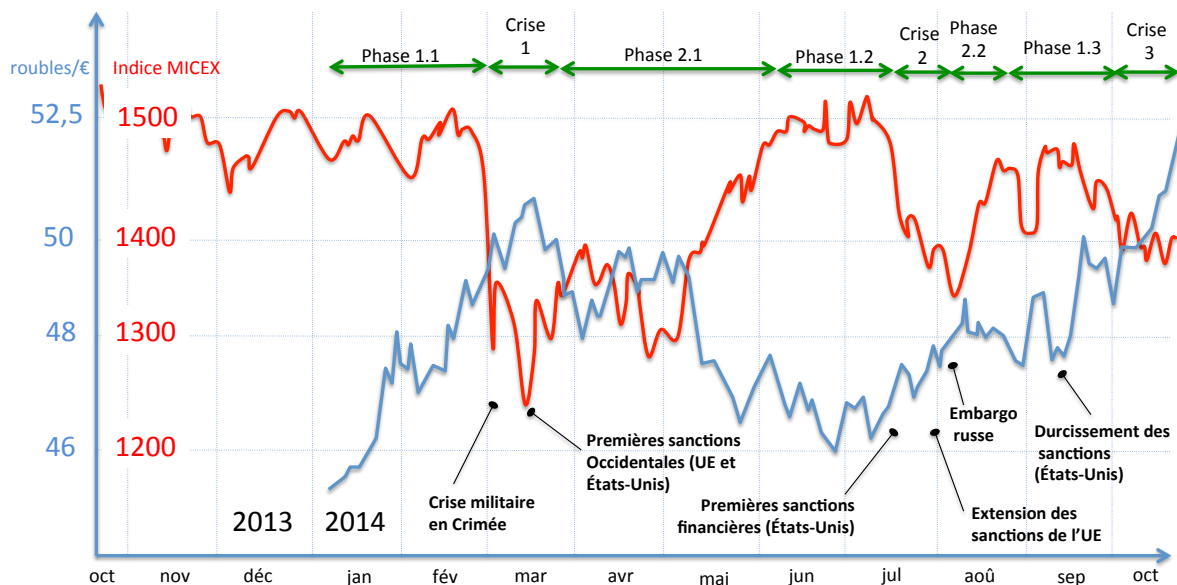
A l'intérieur de ces périodes, trois phases peuvent être dégagées : dans un premier temps, l'incertitude gagne les marchés financiers sur les conséquences possibles des événements en cours. Les tensions s'accumulent et l'opinion des marchés est alors proche d'un retournement brutal (phases 1.X sur le graphique 1). Une décision ou un événement particulier surviennent, qui cristallisent les inquiétudes et provoquent un mouvement de reflux des capitaux. Ce mouvement se traduit par une chute de l'indice MICEX et un décrochage du rouble (crises X sur le graphique 1). La troisième phase est celle de l'apaisement des anticipations, les acteurs revenant sur le marché en espérant regagner une partie du terrain perdu dans l'intervalle, ce qui interrompt, voire inverse la tendance (phases 2.X sur le graphique 1).

³ *Les Échos*, 28/08/2014. En août, *AEB* et *PriceWaterhouseCoopers* envisageaient une chute de 8 à 12 % du marché pour 2014 (*The Moscow Times*, 25/08/2014).

Encadré 1. Chronologie des sanctions prises par les pays de l'OCDE à l'encontre de la Russie (établie le 2 octobre 2014)

- **17 Mars** : le Canada, les États-Unis et l'Union Européenne (UE) interdisent de voyage sur leur territoire des responsables politiques russes et de Crimée. Le Japon suspend les discussions en cours sur les visas, les questions militaires, l'espace et les investissements. L'Australie impose des sanctions (financières et d'interdiction de voyage) à des personnalités russes.
- **Avril** : L'Albanie, l'Islande, le Monténégro, l'Ukraine imposent les mêmes restrictions que l'UE
- **28 avril** : les États-Unis interdisent les transactions d'affaires sur son territoire pour 17 entreprises et plusieurs officiels russes. L'UE interdit de voyage sur son territoire 15 autres responsables russes.
- **17 juillet** : Les États-Unis limitent l'accès aux financements d'une maturité supérieure à 3 mois pour *Rosneft* et *Novatek* et deux banques *Gazprombank* et *Vneshekonombank*.
- **24 juillet** : le Canada étend ses sanctions à des entreprises russes du secteur de l'armement, de l'énergie et du secteur financier.
- **25 juillet** : L'UE étend ses sanctions à 18 entreprises et 15 responsables supplémentaires.
- **29 juillet** : Les États-Unis limitent l'accès aux financements d'une maturité supérieure à 3 mois pour *Bank of Moscow* et *Rosselkhozbank*.
- **30 juillet** : l'UE étend ses sanctions à 8 entreprises et responsables supplémentaires.
- **31 juillet** : l'UE étend ses sanctions au secteur financier public russe. Des restrictions au commerce sont appliquées à des entreprises du secteur de l'énergie et de la défense
- **5 août** : le Japon gèle les avoirs d'individus et groupes ayant contribué à la séparation de la Crimée vis-à-vis de l'Ukraine. La BERD gèle les fonds destinés à de nouveaux projets au titre de sa politique en Russie, premier bénéficiaire de ces fonds. La BEI fait de même.
- **12 août** : la Norvège impose à la Russie des restrictions similaires à celles de l'UE.
- **14 août** : la Suisse étend ses interdictions décidées à la suite de l'annexion de la Crimée à 26 personnes supplémentaires. *Sberbank*, *VTB*, *Vneshekonombank*, *Gazprombank* et *Rosselkhoz* devront demander une autorisation pour émettre des instruments financiers de long terme sur le territoire suisse. L'Ukraine étend ses sanctions à 172 individus et 65 entités.
- **28 août** : la Suisse intègre les nouvelles sanctions appliquées par l'UE à la liste de ses sanctions.
- **12 septembre** : Les États Unis durcissent leurs sanctions et les étendent à *Sberbank*, *Rostech*, *Gazprom* et *Gazpromneft*, *Lukoil*, *Surgutneftegaz* et *Rosneft*. Sont suspendus les transferts de technologies liées à l'exploration en eaux profondes et pour le gaz de schiste.
- **24 septembre** : Japon interdit l'émission de titres par la *Sberbank*, *VTB*, *Gazprombank* *Rosselkhozbank*, et *VEB*, et durcit ses sanctions sur les exportations de défense à la Russie.

Graphique 1. Les phases de l'incertitude : Indice MICEX et taux de change du rouble, 2014



Sources : élaboration de l'auteur d'après Banque centrale de Russie et Bloomberg.com

Les effets sur les marchés financiers sont amplifiés par le fait que depuis 2006, la Russie ne pratique plus de restriction significative aux mouvements internationaux de capitaux. Compte tenu de la taille de ses marchés financiers et de leur structure, ceux-ci sont vulnérables aux variations du sentiment dominant sur les marchés des capitaux (Vercueil, 2014a, Ministry of Finances of Finland, 2014). Les fuites de capitaux ont ralenti au deuxième trimestre, reflétant une accalmie et des éléments saisonniers (graphique 1, phase 2.1.), mais l'extension des sanctions au secteur financier en juillet amène les observateurs à s'interroger sur la réaction des milieux financiers en posant deux questions (Dolgin et Orlova, 2014) :

- les investisseurs vont-ils mettre sur le même plan tous les acteurs russes – « à éviter » - ou bien distinguer entre les entreprises sanctionnées et les autres ? Dans un premier temps, la généralisation a prévalu, mais après quatre semaines d'attente, les banques occidentales ont repris leurs financements en devises en direction de certaines entreprises russes⁴.
- à la suite des sanctions, les entités russes peuvent-elles se tourner rapidement et au même coût vers les marchés asiatiques ou d'autres sources de financement ? Si la réorientation économique vers l'Asie en tant que politique de l'exécutif russe a été clairement relancée par les événements de mars 2014, pour les acteurs privés l'absence de liens historiques avec les marchés financiers asiatiques rend la tâche plus compliquée. Au delà des prépaiements obtenus

⁴ Bloomberg, 15/08/2014.

durant l'été par *Rosneft* auprès de ses clients chinois⁵, cette évolution prendra du temps, et la temporalité propre aux engagements financiers actuels des entreprises russes n'est pas nécessairement compatible avec cette durée. Dans l'intervalle, c'est vers l'État que les entités concernées se tourneront pour trouver des sources alternatives de financement.

Après un nouveau durcissement des sanctions financières occidentales de septembre (Encadré 1), le risque d'un *credit crunch* s'est élevé, précipitant les fuites de capitaux et provoquant une nouvelle chute du rouble (graphique 1, phase 1.3 et crise 3). Le décrochage a atteint 20 % par rapport à ses niveaux de début d'année. Certains observateurs estiment qu'il manque 150 milliards de dollars pour compenser les effets de l'isolation progressive de l'économie russe vis-à-vis des marchés des capitaux occidentaux⁶. On retrouve l'ordre de grandeur avancé depuis juillet à propos des exportations de capitaux prévues pour l'ensemble de l'année (IMF, 2014, Dolgin et Orlova, 2014). Au cours du deuxième semestre 2014, les entités privées russes doivent régler 73 milliards de dollars au titre du principal de leur dette extérieure (Zlotowski, 2014, p. 6). La chute du rouble renchérit cette facture et incite à de nouvelles conversions d'avoirs en devises, entretenant le processus. Début octobre, le ministère de l'économie a confirmé l'accélération des sorties de capitaux, évoquant un total de 120 milliards de dollars pour l'année 2014⁷. Ce chiffre pourrait s'avérer optimiste si les tendances observées dans les premières semaines d'octobre se poursuivaient.

Le stress économique et financier subi par des acteurs économiques majeurs en Russie conduit les autorités à s'impliquer davantage dans l'économie. Au mois de juin, Vladimir Poutine évoquait la nécessité de recapitaliser *Gazprom* à hauteur de 50 milliards de dollars, avant que *Gazprom* publie ses premières pertes trimestrielles depuis 2008, attribuées à des retards de paiements ukrainiens. Fin juillet, Igor Setchine, président de *Rosneft*, proposait cinq options aux pouvoirs publics pour permettre à son entreprise de faire face à l'assèchement des financements occidentaux. L'une d'elles consistait à émettre en roubles l'équivalent de 41,6 milliards de dollars puisés dans le fonds national de bien être pour effacer une partie de sa dette extérieure, estimée à 72 milliards⁸. Fin août, *Rosneft* et *Lukoil* obtenaient des financements de *Promsvyazbank*, l'une des principales banques privées de Russie⁹ et début septembre, le gouvernement annonçait une augmentation de capital de 6 milliards de dollars pour *VTB* et *Rosselkhozbank*¹⁰. Le 22 septembre, le ministre des finances annonçait que *Rosneft* recevrait de 2 à 4 milliards de dollars d'argent public sous forme d'obligations financées sur le fonds national de bien être, de même que *Novatek*, qui en réclamait 2,5. Dans le même temps éclatait l'affaire Evtushenkov¹¹.

⁵ Reuters, 26/08/2014

⁶ « Sanctions hit Russian economy as ruble plummets », Anna Arutnyan, *USA Today*, September 16th, 2014.

⁷ *Bofit Weekly*, 3/10/2014

⁸ Reuters, 14/08/2014. *Rosneft* doit rembourser 13 milliards de dollars en 2014, dont une partie est due au titre de l'emprunt contracté pour l'acquisition en 2013 de *TNK-BP* pour 55 milliards de dollars.

⁹ *Oilprice.com*, 27/08/2014

¹⁰ *Les Échos*, 11/09/2014

¹¹ Le 18 septembre était annoncée l'arrestation surprise de Vladimir Evtushenkov, propriétaire de *Sistema*, société holding contrôlant *Bashneft*, entreprises privée d'hydrocarbures concurrente de *Rosneft*. Les motivations et les conditions de cette arrestation ont été largement commentées en Russie. Faisant le rapprochement avec l'affaire *Youkos*, certains commentateurs estiment que les actifs de *Bashneft*, l'une des

L'incertitude, qui à la suite du cessez-le-feu signé début septembre avait un temps laissé place à l'espoir d'une amélioration de la situation, a regagné les marchés financiers à la faveur de ces événements, qui marquent la progression au sein du pouvoir des partisans d'un resserrement du contrôle de l'économie par l'État. Fin septembre, sur fond de violations répétées du cessez le feu dans le Donbass et d'aggravation de la défiance des marchés, la Banque centrale de Russie démentait par un communiqué les rumeurs évoquant la remise en place des restrictions administratives aux transferts de capitaux¹². Durant les trois premières semaines d'octobre, le soutien du rouble a absorbé 13 milliards de dollars de réserves de change, soit l'équivalent d'un mois d'exportation de pétrole. Les notations de la dette souveraine russe ont été abaissées par les agences spécialisées, provoquant un premier accroissement des écarts (*spreads*) de taux d'intérêt sur les *eurobonds*¹³.

Pour l'essentiel, les effets des sanctions occidentales sur l'économie russe ont transité par les marchés financiers et le système bancaire. Dans un premier temps, du fait de leur caractère graduel et des mesures compensatoires mises en place par les autorités, les conséquences macroéconomiques de ces sanctions ont été limitées : au deuxième trimestre, la croissance a été de +0,25 % en rythme annuel et non pas négative, contrairement aux anticipations. Cependant, l'évolution récente de la situation semble justifier les projections pessimistes qui s'accumulent pour le deuxième semestre : en septembre, les prévisions de croissance pour 2014 oscillaient entre -1 % (Ministry of Finance of Finland, 2014, p. 12), et +0,5 % (Ministère de l'économie de la Russie, Banque Mondiale), le Fonds Monétaire International tablant sur une quasi-stagnation (+0,2 %¹⁴) et la Coface pour une croissance zéro (Zlotowski, 2014, p. 9).

La poursuite de la chute du rouble et les contre-sanctions engagées par le décret présidentiel du 6 août 2014 ont alimenté le regain inflationniste. Les produits concernés par l'embargo russe sur les importations – dont la liste a varié dans l'été – couvrent 30 % de la consommation de viande et de légumes et 40 % de la consommation de produits frais du pays. Cela signifie qu'à court terme, l'économie ne peut pas trouver des substituts en mêmes quantités et aux mêmes prix en provenance d'Amérique latine ou d'Asie (Ministry of Finance of Finland, 2014, p. 10). La pénurie de ces produits – sans doute temporaire, la substitution pouvant aussi se faire au profit de la production locale, mais les délais sont alors plus longs – s'ajoute aux effets inflationnistes de la chute du rouble, davantage prégnants à mesure que celle-ci s'approfondit, pour plonger l'économie dans une période de stagflation.

entreprises les plus efficaces du secteur pétrolier russe, risquent de finir dans l'escarcelle de *Rosneft* (*Bloomberg*, 6/10/2014).

¹² *Bofit Weekly*, 3/10/2014.

¹³ *Bloomberg*, 20/10/2014.

¹⁴ <http://www.imf.org/external/np/ms/2014/100114.htm>

4. Quels scénarios pour les mois à venir ?

Plusieurs publications récentes envisagent des scénarios d'évolution de la situation géopolitique autour de l'Ukraine et en déduisent les conséquences sur la conjoncture de la Russie et de l'Union Européenne, soit sur le plan sectoriel (Holz *et alii*, 2014, IMF, 2014, Ministry of Finance of Finland, 2014, Zlotowski, 2014), soit macroéconomique (World Bank, 2014). Il faut noter que parmi elles, les études qui abordent le système financier n'écartent pas l'éventualité d'une crise financière systémique débouchant sur un défaut de la Russie sur ses obligations extérieures, en cas de détérioration brutale de la situation géopolitique amenant une nouvelle escalade des sanctions (IMF, 2014, Zlotowski, 2014). Nous nous limitons ici à une analyse conjoncturelle de quelques variables clés (financement, taux de change, inflation, investissement, consommation, production, budget fédéral, emploi) dans un horizon temporel qui ne dépasse pas 2015. Dans ce cadre, nous étudions trois scénarios d'évolution possible.

Le premier scénario (« désescalade ») envisage un apaisement sur le terrain militaire et diplomatique, entre la Russie et l'Ukraine d'une part, entre la Russie et les pays occidentaux d'autre part. Le deuxième scénario (« enlèvement ») prévoit la continuation de la situation actuelle : un vrai-faux cessez-le feu qui transforme la région du Donbass en un conflit gelé supplémentaire en Europe de l'Est. Les positions militaires se stabilisent sur une ligne de front sujette à accrochages, mais sans offensive d'envergure. Dans ces conditions aucune amélioration de la relation entre la Russie et l'Ukraine n'est envisageable, et les sanctions sont maintenues en l'état à l'horizon du scénario, ainsi que les contre-mesures de la partie russe. Le troisième scénario (« déflagration ») évoque l'aggravation de la situation, avec une amplification des combats la réaction des puissances occidentales par l'aggravation des sanctions. Des ruptures sporadiques d'approvisionnement en gaz créeraient les conditions d'une crise gazière en Europe et priveraient *Gazprom* et l'État russe d'une partie des revenus qui en découlent. À l'escalade militaire sur le terrain répondrait alors une escalade diplomatique et économique.

Le tableau 2 construit ces scénarios en quatre étapes. La première étape consiste à formuler des hypothèses sur l'évolution de la situation diplomatique et militaire. La deuxième étape traduit ces hypothèses dans le domaine des sanctions, à l'horizon de la simulation. La troisième et la quatrième étape en déduisent les scénarios d'évolution de grandeurs macro-économiques qui seront traitées comme les variables exogènes de notre exercice.

Tableau 2. Scénarios d'évolution de la situation en Russie (fin 2014 – début 2015)

| | Désescalade | Enlèvement | Déflagration |
|---|---|---|--|
| Étape 1. Évolution de la situation militaire et diplomatique | <p>Compromis entre autorités ukrainienne et séparatistes</p> <p>Accord sur le règlement à terme de la situation en Crimée</p> <p>Normalisation des relations Ukraine – Russie</p> <p>Apaisement des relation UE et EU / Russie</p> | <p>Gel des positions sur le terrain</p> <p>Cessez-le-feu régulièrement violé</p> <p>Aucun progrès sur le règlement de la situation de la Crimée</p> | <p>Reprise généralisée des combats dans le Donbass</p> <p>L'implication de l'armée russe dans le Donbass est à nouveau évoquée</p> <p>Soutien logistique occidental aux troupes ukrainiennes sur le terrain</p> |
| Étape 2. Sanctions et contre-mesures (2014-2015) | <p>Décure progressive des sanctions occidentales envers la Russie, à commencer par les sanctions sur le système financier</p> <p>Levée progressive de l'embargo russe sur les produits frais occidentaux</p> | <p>Maintien des sanctions européennes</p> <p>Maintien des contre-mesures russes sur les importations</p> | <p>Elargissement des sanctions dans le secteur énergétique</p> <p>Interruptions répétées des livraisons de gaz de Gazprom à plusieurs pays européens</p> |
| Étape 3. Effets sectoriels et macro-économiques | <p>Réduction de l'incertitude systémique et reprise de la consommation</p> <p>Reprise de la demande internationale pour les matières premières russes</p> <p>Reprise des financements internationaux des entreprises russes</p> <p>Reprise progressive des investissements directs étrangers entrants</p> <p>Reprise des importations russes de produits frais en provenance des pays occidentaux</p> | <p>L'incertitude géopolitique continue de peser sur la consommation</p> <p>Aggravation de la crise de financement extérieur du secteur bancaire en Russie</p> <p>Stagnation de la production du secteur énergétique</p> <p>Poursuite du ralentissement du commerce extérieur</p> <p>Poursuite des fuites des capitaux et des tensions sur le rouble</p> <p>Pressions pour davantage d'investissements publics en Crimée</p> | <p>Chute marquée de la consommation des ménages liée à une anticipation de la dégradation de la situation en Europe et en Russie</p> <p>Accélération brutale de la fuite de capitaux, déstabilisation du système financier russe et banqueroute de plusieurs grandes banques et entreprises</p> <p>Pour endiguer la chute du rouble et devant l'inefficacité de la hausse des taux d'intérêt, restrictions à la convertibilité du rouble instaurées par la Banque centrale de Russie</p> <p>Augmentation forte des dépenses publiques, financées par de la création monétaire</p> <p>Chute des recettes d'exportations des majors russes d'hydrocarbures</p> |

| | Désescalade | Enlèvement | Déflagration |
|--|--|---|---|
| Étape 4. Quantification des impacts sur les variables clés (estimations des variations au 1^{er} semestre 2015 par rapport au 1^{er} semestre 2014) | 1. Consommation : reprise (+2 à +7 %) 2. Budget de l'État : maintien de la dynamique récente des dépenses (+5 %), stagnation des recettes 3. Taux de change du rouble : redressement (+15 %) 4. Taux d'intérêt : retour aux niveaux pré-crise (+5,5 %) 5. Investissement : stagnation (+0%) 6. Importations : retour à la dynamique pré-crise (+4%), exportations : constantes (+0%) 7. Inflation : maintien du rythme 2013-2014, tirée par la demande et les contraintes sur l'offre (+8 %) | 1. Consommation : érosion (-2 %) 2. Budget de l'État : forte augmentation des dépenses (+15/20 %), réduction des recettes par ralentissement économique (-10 %) 3. Taux de change du rouble : glissement sur la tendance 2014 (-10/-20 %) 4. Taux d'intérêt : poursuite des tensions sur la BCR (8 à 9 %) 5. Investissement : accélération de la chute de 2014 (-5 %) 6. Importations : chute liée à la chute du rouble et aux restrictions (- 10/-15 %), exportations : érosion (-5 %) 7. Inflation : légère accélération, tirée par les contraintes sur l'offre et la chute du rouble (+8 à 10 %) | 1. Consommation : chute (-10 %) 2. Budget de l'État : forte impulsion des dépenses financée par création monétaire (+20 à 30 %), chute des recettes fiscales (-20/-30 %) 3. Taux de change du rouble : chute forte (fuite des capitaux : 10 % et effondrement des IDE) avant restrictions / convertibilité (-20/-30 %) 4. Taux d'intérêt : forte augmentation puis restrictions / convertibilité (10-15 %) 5. Investissement : forte chute liée à l'intensification de l'incertitude (-20 %) 6. Importations : forte chute liée aux restrictions (-20/-30 %), idem pour les exportations (-20%) 7. Inflation : forte accélération malgré contrôle partiel des prix (+20 à 25 %) |

Source : élaboration de l'auteur.

Les hypothèses sur des variables exogènes permettent de simuler les effets des trois scénarios sur le PIB et les comptes publics. Dans une première variante de l'exercice, les exportations sont supposées évoluer à prix internationaux constants, ce qui est une hypothèse discutable. En conséquence, la dernière colonne du tableau 3 présente une variante aux scénarios, en adoptant l'hypothèse d'un prix moyen du baril de pétrole à 80 \$ sur 2014-2015. Dans ces dernières conditions, la croissance du PIB n'est plus envisageable, quel que soit le scénario choisi. Dans le scénario «déflagration», la Russie se trouve en 2015 dans une situation encore plus problématique que celle de 2009 : un plongeon de 9 % du PIB, une dégradation brutale des comptes publics, une inflation de 20 % et un déséquilibre du compte courant potentiellement insoutenable.

Tableau 3. Conséquences macroéconomiques des trois scénarios et variante basse pour les prix du pétrole : 2015

| | Variation de l'investissement | Solde budgétaire (% PIB) | Variation du PIB | Variation du PIB avec un baril du pétrole à 80 \$ |
|--------------|-------------------------------|--------------------------|------------------|---|
| Désescalade | +2 % | -2 % | +3 % | -1,5 % |
| Enlèvement | 0 % | -5,5 % | +1 % | -4,5 % |
| Déflagration | -6 % | -14,5 % | -3 % | -9 % |

Source : calculs de l'auteur.

Conclusion

1. En comparant le consensus des estimations fin 2013 et les perspectives actuelles, on peut estimer que le conflit ukrainien a coûté à la Russie plus de 3 % de son PIB durant les dix premiers mois de l'année 2014, soit plus de 60 milliards de dollars. A cela s'ajoutent les pertes (en partie virtuelles) enregistrées sur la bourse de Moscou (30 milliards de dollars par rapport à janvier 2014) et la perte de pouvoir d'achat international liée à la chute du rouble (-20 % à la fin octobre, soit l'équivalent de 400 milliards de dollars).
2. Les sanctions n'ont commencé à avoir un impact réel sur l'économie russe qu'à partir de l'été, en accélérant les fuites de capitaux puis en coupant des entreprises clés de l'économie russe de leurs circuits habituels de financement. Les contre mesures prises par la Russie sur les importations alimentaires ont amplifié les tendances inflationnistes provoquées par la dépréciation du rouble. Il faut noter que l'impact de ces événements sur la conjoncture de l'Union Européenne est également significatif, mais d'un ordre de grandeur 10 fois inférieur en proportion de son économie. Toutefois, il n'est pas réparti équitablement entre les partenaires commerciaux de la Russie (Ministry of Finance of Finland, 2014).
3. Les scénarios étudiés pour 2015 font apparaître une forte sensibilité des évolutions macroéconomiques à la situation dans le Donbass, au travers de la mécanique des sanctions et contre-sanctions déjà enclenchée, mais surtout de l'élévation du niveau d'incertitude qui pèse sur la demande globale. Entre le scénario de sortie de crise et celui d'une nouvelle déflagration, les écarts atteignent 8 points de PIB pour l'année 2015. Si l'évolution récente des prix des hydrocarbures se confirme, l'impact négatif sur la conjoncture peut atteindre 3 à 4 points supplémentaires et mettre en question la soutenabilité extérieure de la trajectoire économique de la Russie.
4. Cette étude ne se penche pas sur l'impact structurel des événements survenus depuis début 2014 en Ukraine. En termes d'accès aux marchés des capitaux, de développement technologique¹⁵, de modernisation des capacités de production,

¹⁵ Selon une note de Merrill Lynch, les sanctions sur l'exploitation de gisements *off shore* dans l'arctique pourraient représenter jusqu'à 800 milliards de dollars de manque à gagner en termes de pertes d'effet multiplicateur (Reuters 14/08/2014)

d'évolution de l'environnement institutionnel et de croissance potentielle, les conséquences du climat de tensions actuel sont loin d'être anodines. Cela ne fait que souligner la nécessité d'un règlement rapide, effectif et durable de la situation en Ukraine.

(manuscrit achevé le 21 octobre 2014)

Références :

Central Bank of Russia, 2013 : *Guidelines for the Single State Monetary Policy in 2014 and for 2015 and 2016*. Moscow : The Central Bank of the Russian Federation, November 2013.

Dolgin D., Orlova N., 2014 : « Fresh Round of Sanctions : A New Challenge », *Alfa Bank Macro Insight*, 31/07/2014.

Emerson M., 2014 : « The EU-Ukraine-Russia Sanctions Triangle », *CEPS Commentary*, 13 October 2014.

Holz, F., Engerer H., Kemfert C., Richter P. von Hirschhausen C. (2014) : *European Natural Gas Infrastructure : The Role of Gazprom in European Natural Gas Supplies*. Berlin : Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, 2014.

IMF, 2013 : *Russian Federation : IMF Country Report N° 13/310*. Washington (D.C.) : IMF, October 2013. www.imf.org

IMF, 2014 : *Russian Federation : IMF Country Report N°14/175*. Washington (D.C.) : IMF, July 2014. www.imf.org

INP RAN, 2014 : *Kvartal'nyi Prognoz N°29*. Moscow : Institut Narodnokhozyaistvennovo Prognozirovaniya, Juillet 2014.

Ministry of Finance of Finland, 2014 : *The Economic Effects of the EU's Russia Sanctions and Russia's Counter Sanctions*. Helsinki : Ministry of Finances, September 2014.

OCDE, 2014 : « Russian Federation ». *OECD Economic Surveys*, January 2014. Paris : OCDE.

Rautava J., 2014 : « Crimea crisis will cost Russia too », *BOFIT Policy Brief*, n°1, March 2014.

Sapir J., 2014 : « Les défis économiques de la Russie », *Revue internationale et stratégique*, n°92, hiver 2013, p. 97-107.

Shirov A., 2014 : « The Problem of Investment Activity in Russia », communication au *Séminaire Franco-Russe sur les problèmes monétaires et financiers*. Moscou : INP-RAN et CEMI-EHESS, 20-25 janvier 2014.

World Bank, 2014 : « Confidence risk exposes economic weakness », *Russian Economic Report*, n°31, March 2014. www.worldbank.org

Vercueil J., 2012 : « Russia's Growth Model in Front of Global Risks », Communication au *Séminaire franco-russe sur les problèmes monétaires et financiers*. Kazan (Russie) :

INP-RAN et CEMI-EHESS, décembre 2012,
https://www.academia.edu/6674034/Russias_Growth_Model_in_Front_of_Global_Risks.

Vercueil J., 2014a : « L'économie russe en 2013 : sortir de l'enlisement ». *Diplomatie*, n°66, janvier-février 2014, p. 60-63.

Vercueil J., 2014b : « Russie 2014 : les limites du modèle de croissance sont atteintes », in Dubien A. (Dir), *Russie 2014. Regards de l'Observatoire franco-russe*. Paris : le Cherche-midi, 2014, p. 19-30.

Vercueil J., 2014c : « Could Russian Economy Become more Innovative ? Coordinating Key Actors of the Innovation System », *Post-Communist Economies*, vol. 6, n°24, à paraître.

Zhavoronkov S., 2014a : « Political and Economic Results of March 2014 », *Russian Economic Trends*, N°4, avril 2014, p. 1-4.

Zlotowski Y., 2014 : « Economie russe : vers la glaciation ? », *Panorama COFACE*, septembre 2014.