



La Tour Spasskaya du Kremlin, à Moscou.

# Un conte de deux crises

*Erik Berglöf, Alexander Plekhanov et Alan Rousso*

**L**E REVERS de fortune de la Russie est saisissant. Juste avant que la crise financière mondiale le frappe violemment fin 2008, ce pays paraissait invincible. Parmi ses succès figuraient, entre autres, des résultats économiques impressionnants pendant près de dix ans, une gestion macroéconomique prudente, des excédents budgétaires et courants, les troisièmes réserves de change du monde et une classe moyenne en constante progression.

La situation a radicalement changé sous l'effet conjugué d'une forte réduction de la production au quatrième trimestre de 2008 et au premier trimestre de 2009, de la quasi-faillite de quelques banques importantes, des difficultés de grands groupes industriels et d'une hausse alarmante du chômage. En outre, près d'un tiers des réserves du pays (utilisées

surtout pour soutenir le rouble pendant sa dépréciation progressive) a disparu.

## **L'histoire se répète**

Où avez-vous déjà entendu cette histoire? Le changement d'attitude des marchés et le retournement des résultats économiques, ainsi que d'autres caractéristiques de la crise actuelle rappellent étrangement l'effondrement financier de 1998. De 1995 au début de 1998, de nombreux analystes occidentaux ont présenté les résultats de la Russie comme un succès mondial majeur. À leurs yeux, ce pays était devenu en moins de cinq ans une démocratie s'inspirant de la philosophie du marché grâce aux efforts déployés au départ par les premiers réformateurs sous la conduite du Président Eltsine et du Vice-Premier ministre Gaïdar.

**L'économie russe reste tributaire des ressources naturelles et doit se diversifier en harmonie avec le marché**

Comme en 2008, Moscou donnait l'impression d'être une ville en plein essor vers laquelle les jeunes cadres affluaient pour faire fortune. La bourse était l'une des plus performantes du monde malgré sa petite taille et son illiquidité, et une classe moyenne se constituait. On pensait que, du fait de sa dimension et de son importance, ainsi que de sa puissance nucléaire, la Russie ne pouvait sombrer; aussi jugeait-on infondée la crainte qu'elle soit touchée par la crise asiatique qui se propageait dans tous les pays émergents au second semestre de 1997 et au début de 1998. On sait la suite : en août 1998, le pays a connu la défaillance, la dévaluation et le désespoir.

Quels enseignements tirer de ces deux crises survenues à près de 10 ans de différence? À maints égards, la Russie a avancé depuis la dernière crise. Une comparaison avec les événements de 1998 est dans une certaine mesure réconfortante, sachant que la Russie d'aujourd'hui est plus robuste. Mais une certaine appréhension est aussi justifiée, le rebond de l'économie risquant d'être plus lent et moins profond.

Nous sommes sûrs que la Russie ne s'est pas assez protégée contre les crises récurrentes imputables dans une large mesure à une chute du cours du pétrole. L'économie reste tributaire des ressources naturelles et doit se diversifier en harmonie avec le marché.

### Le pétrole demeure important

Les deux crises ont été surtout causées par une chute du cours du pétrole, la principale variable extérieure de l'économie russe, dont la diversification en dehors des produits de base (pétrole et gaz, entre autres) reste une tâche cruciale à long terme.

Avant 1998, le pétrole et le gaz représentaient près de la moitié des recettes d'exportation de la Russie et un cinquième des recettes fédérales. En 2008, la part du pétrole et du gaz dans les recettes d'exportation atteignait 68 % et les ressources naturelles comptaient pour la moitié des recettes fédérales. Les industries extractives représentaient plus de 10 % de la valeur ajoutée totale, mais leur véritable contribution au PIB était beaucoup plus élevée, car 60 % de la production industrielle était concentrée dans des secteurs apparentés comme le raffinage et la production d'engrais et de métaux. Selon des estimations approximatives, la part directe globale des ressources naturelles et des secteurs apparentés dans la valeur ajoutée totale de l'éco-

nomie est passée en fait de 15 à 20 % environ entre 1997 et 2007. En outre, une part significative de la valeur ajoutée dans les services découle du commerce des ressources naturelles et du transbordement du pétrole, du gaz et de minéraux.

La Russie étant encore plus dépendante des ressources naturelles aujourd'hui qu'en 1998, quel a été l'effet du choc pétrolier sur son économie? Après la crise asiatique, le cours du pétrole «Oural» est tombé de 23 dollars le baril au début de 1997 à moins de 9 dollars au milieu de juin 1998, soit une chute de plus de 60 %. Le cours

## «La Russie ne s'est pas assez protégée contre les crises récurrentes imputables dans une large mesure à une chute du cours du pétrole.»

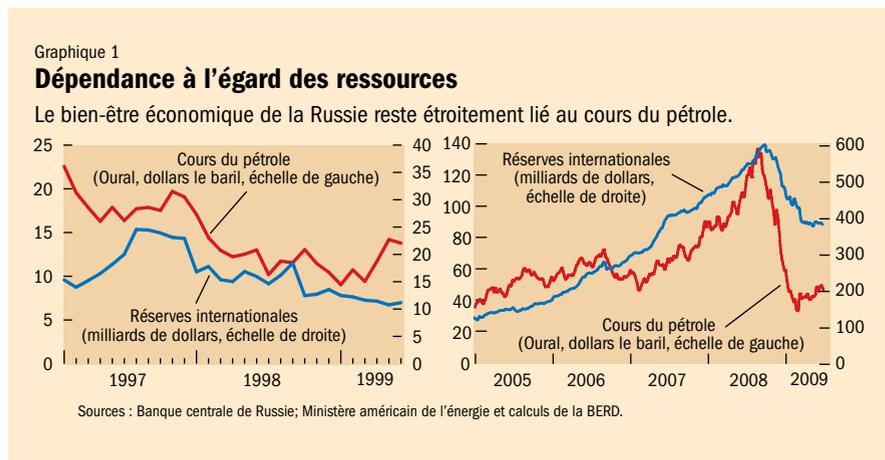
actuel est loin de son plus bas : il est presque trois fois plus élevé en termes réels qu'au milieu de 1998 et est comparable avec son niveau du début de 2005, époque où le taux annuel de croissance de la Russie était de 7 % et où ce pays accumulait des réserves de change (voir graphique 1). Cependant, l'ajustement des cours en termes relatifs a été encore plus rapide et plus prononcé cette fois-ci : le cours de l'Oural est tombé de 138 dollars le baril en août 2008 à 44 dollars en moyenne pour les quatre premiers mois de 2009, soit une baisse de près de 70 %.

### Un thème commun

L'importance du pétrole pour l'économie est un thème commun aux deux crises. Une autre analogie est qu'elles ont eu de graves répercussions sur le secteur réel, le secteur financier et les finances publiques. Cependant, la situation initiale de ces trois secteurs, leurs relations et le déroulement des événements qui ont précédé les crises ont été nettement différents.

**Économie réelle.** Même avant la crise de 1998, la Russie était en récession et, malgré le retour à une forte croissance, on estime qu'au milieu de 1997, la production s'était contractée dans 43 des 79 régions. En revanche, la croissance a été rapide, robuste et géographiquement bien répartie au cours de la dernière décennie. Pendant le premier semestre de 2008, la production a progressé à un taux annuel de 8,2 %, augmentant de 82 % entre 1999 et 2008. À maints égards, l'économie était en état de surchauffe.

En 1998, les problèmes du secteur réel avaient commencé bien avant que la défaillance d'août frappe le système financier et déclenche une grave dépréciation du rouble. On ne dispose pas de données officielles corrigées des variations saisonnières, mais des



calculs approximatifs semblent indiquer que la production s'est vivement contractée pendant les trois premiers trimestres de 1998 et qu'une reprise robuste s'est amorcée presque aussitôt après la crise financière (voir graphique 2). En bref, une chute des cours du pétrole a aggravé les difficultés que connaissait déjà l'économie réelle. Les autorités ont temporairement comblé le manque à gagner alors créé dans les finances publiques en émettant, à des taux d'intérêts très élevés, des emprunts à court terme (GKO) très largement souscrits par des établissements financiers résidents et non résidents. L'effondrement du marché des GKO a déclenché la crise financière et une forte dépréciation du rouble.

Si en 1998, la crise s'est graduellement propagée du secteur réel aux finances publiques, puis au système bancaire, les trois secteurs ont été touchés simultanément en 2008. Le secteur réel, en forte croissance, a été frappé à la fois par une baisse sensible des cours des produits de base et un recul prononcé de la demande mondiale de biens manufacturés. Les marchés des prêts consortiaux se sont grippés, rendant le refinancement des engagements extérieurs très difficile pour certains emprunteurs privés et impossible pour d'autres. De nombreux investisseurs de portefeuille ont quitté la Russie et, de façon plus générale, les pays émergents, et le financement du commerce a commencé à se tarir. En janvier-février, les recettes des administrations publiques avaient diminué, en glissement annuel, de 9 % en termes nominaux (près de 20 % en termes réels).

**Finances publiques.** En 1998, les difficultés du secteur réel ont précédé la crise financière et, une fois celle-ci passée, il n'y a guère eu de rétroaction du secteur bancaire et des finances publiques vers l'économie réelle. Les recettes des administrations publiques (y compris les fonds extrabudgétaires), dont moins de la moitié étaient des recettes fédérales, ne représentaient que 27 % du PIB en 1997. Les possibilités de relance budgétaire étaient donc limitées.

En 2008, le rôle de l'État dans l'économie s'était développé de façon spectaculaire. Les recettes des administrations publiques (dont 58 % étaient des recettes fédérales) atteignaient 39 % du PIB. In 2004, la Russie a créé, pour sauvegarder une partie des recettes pétrolières, le Fonds de stabilisation du pétrole (par la suite scindé en deux : Fonds de réserve et Fonds de prospérité nationale). Au début de 2009, ce fonds avait accumulé 225 milliards de dollars (17 % du PIB), et la dette extérieure avait été largement remboursée. Malgré le net recul des recettes budgétaires, la marge disponible pour engager une relance budgétaire est bien plus large qu'en 1998.

**Secteur financier.** Si en 1998, le secteur financier avait investi massivement dans les GKO, le crédit au secteur privé ne représentait que 9 % du PIB, avec un ratio prêts/dépôts de 76 %. Le crédit à la consommation était pour ainsi dire inexistant et le financement de projets de plus d'un an restait en deçà de 2,5 % du PIB. Cela étant, l'effondrement du système bancaire n'a eu qu'un effet limité sur le secteur réel. La crise a plutôt aidé à réorienter les banques vers le crédit aux entreprises et aux ménages.

Au milieu de 2008 toutefois, le crédit intérieur au secteur privé, dont un quart avait été consenti aux ménages, atteignait 42 % du PIB. Le ratio prêts/dépôts étant de l'ordre de 150 %,

les banques avaient en fait financé une part élevée de leurs prêts par l'emprunt extérieur (200 milliards de dollars fin septembre 2008), sous la forme surtout de prêts consortiaux ou de lignes de crédit ouvertes par les banques mères. Des grandes entreprises ont eu largement recours aux marchés financiers internationaux, et accumulé une dette extérieure d'environ 300 milliards de dollars.

Entre la fin de 2000 et le troisième trimestre de 2008, le portefeuille de prêts des banques a progressé à un taux annualisé moyen de plus de 50 %, soit presque aussi rapidement qu'en Ukraine, où le ratio crédit au secteur privé/PIB a atteint 63 % et où le système bancaire fait déjà face à de graves difficultés. Néanmoins, le ratio crédit/PIB encore relativement modeste de la Russie est quelque peu trompeur en ce sens qu'il reflète la croissance sans précédent du PIB nominal qui, en dollars, a été multiplié par huit entre 1999 et 2008, du fait de la hausse rapide des cours des produits de base.

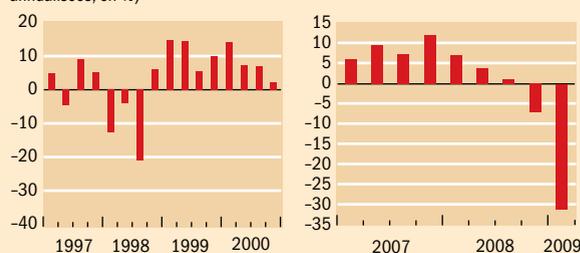
Devant une telle progression du crédit, il est difficile pour les banques et les autorités de contrôle de veiller à ce que les modèles et les règles de gestion des risques adéquats soient en

Graphique 2

### Anatomie d'une crise

Il reste à voir si l'économie russe rebondira aussi rapidement en 2009 qu'en 1999.

(en glissement trimestriel, données corrigées des variations saisonnières et annualisées, en %)



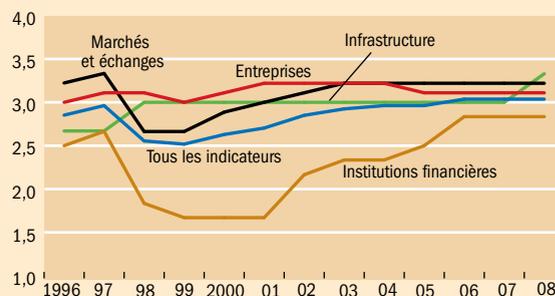
Sources : Rosstat; autorités nationales et estimations de la BERD.

Graphique 3

### Transformer l'économie

Certaines réformes ont marqué le pas après la crise de 1998.

(indicateurs de transition, 1996-2008, min = 1; max = 4,33)



Source : indicateurs de transition de la BERD.

Note : La BERD suit les réformes des pays en transition dans plusieurs domaines – restructuration des entreprises, marchés et échanges, infrastructure, institutions financières – et établit les indices de réforme respectifs de 1 à 4+ (les réformes sont d'autant plus profondes que la valeur est élevée).

place. Le soutien financier de la banque centrale peut temporairement aider les banques à refinancer les prêts à problème, mais à terme, la qualité fondamentale des actifs dépend de l'état de l'économie réelle. Il est donc important de mettre au point des plans de restructuration et de recapitalisation du système bancaire.

Jusqu'à présent, les efforts déployés pour consolider le système bancaire aujourd'hui bien plus développé ont surtout porté sur l'apport de liquidités dont les banques, pour ainsi dire écartées des marchés internationaux, ont grand besoin. En outre, les clients, particuliers ou entreprises, de beaucoup de banques (régionales ou de taille moyenne, notamment) ont retiré rapidement leurs

## «Contrairement à 1998, l'État a suffisamment de ressources pour stimuler fortement la demande et cibler les transferts sociaux vers ceux que la crise touche très durement.»

dépôts en septembre 2008. Les autorités ont alors élargi la couverture de l'assurance-dépôts et injecté massivement des liquidités en accordant des prêts garantis ou non aux banques.

Par contre, la dette en monnaies étrangères n'a guère posé de problème en Russie. Seulement 25 % des prêts intérieurs aux entreprises et un neuvième environ des crédits à la consommation étaient libellés en monnaies étrangères, soit beaucoup moins que dans la plupart des autres marchés pays d'Europe, alors qu'en juillet 1998, le ratio de dollarisation atteignait 42 %.

En conséquence, la récente dépréciation du rouble n'a pas eu d'effet immédiat très négatif sur la qualité des bilans des entreprises moyennes et des portefeuilles de prêts des banques. Cependant, du fait du vif retournement de l'activité et de la croissance très forte du système bancaire, le nombre des prêts improductifs pourrait augmenter rapidement à l'avenir.

### À situations dissemblables, réactions différentes

Le contraste entre les situations explique peut-être en partie une autre différence importante entre 1998 et 2008 : la réaction des autorités. En 1998, il manquait à la Russie les ressources, et probablement la volonté politique, pour réagir à la crise. Le plus important à vrai dire a été ce que les autorités n'ont pas fait : chercher à sortir de la crise de manière quantitative. Le gouvernement et, ce qui est quelque peu surprenant, le gouverneur de la banque centrale, Victor Gerashchenko, ont résisté aux nombreuses pressions en faveur de la création de monnaie, et l'économie réelle a rebondi rapidement.

Cette fois, la nature de la crise est fondamentalement différente : son origine est externe et les autorités disposent de bien plus de ressources. Leur réaction a aussi été beaucoup plus énergique sur le plan monétaire et budgétaire.

Le collectif budgétaire de 2009 prévoit une relance substantielle, le déficit fédéral, qui devrait atteindre jusqu'à 8 % du PIB

en 2009, puis sans doute 5-6 % en 2010, étant surtout financé par les réserves budgétaires accumulées. Les nouvelles dépenses discrétionnaires (4,1 % du PIB) conjuguent des mesures axées sur la demande (surtout des dépenses sociales) de l'ordre de 2 % du PIB et sur l'offre (aides ciblées à des entreprises et des industries) allant jusqu'à 1,3 % du PIB, ainsi que des mesures pour les banques d'environ 0,8 % du PIB.

La crise de 1998 a amené à revenir sur plusieurs réformes structurelles, surtout dans le secteur financier, mais aussi dans la libre concurrence, l'intégration commerciale et la privatisation et la restructuration des entreprises (voir graphique 3). Cependant, la crise a peut-être aussi conduit à une série de réformes structurelles à moyen terme importantes (restructuration du secteur de l'électricité, réforme fiscale, mise en place d'une assurance-dépôts et réforme des retraites, par exemple).

Il est trop tôt pour évaluer l'effet de la crise actuelle sur le programme de réformes. La montée du chômage (estimé à 9,5 % en février 2009), la chute des revenus, la forte inflation (13 % en glissement annuel), la faiblesse de la demande de biens manufacturés et le recul à court terme des besoins en infrastructure peuvent rendre politiquement attrayantes des mesures administratives comme le contrôle des prix ou des tarifs douaniers, les obstacles aux échanges et les subventions ciblées aux entreprises en difficulté. Certaines de ces mesures ont déjà été expérimentées à petite échelle. Par exemple, les droits sur les voitures d'occasion importées ont récemment été relevés.

### Que va-t-il se passer?

Comme en 1998, le retour de l'activité dépendra de facteurs externes, surtout le rythme de la reprise mondiale, la trajectoire des cours du pétrole et le coût du capital sur les marchés internationaux, étant donné les besoins immenses de la Russie en investissement dans le secteur industriel et en infrastructure.

Toutefois, le rythme de la reprise dépendra beaucoup plus qu'en 1998 de la réaction des autorités, étant donné le rôle prépondérant de l'État et les liens beaucoup plus étroits entre le système financier et l'économie réelle.

Contrairement à 1998, l'État a suffisamment de ressources pour stimuler fortement la demande et cibler les transferts sociaux vers ceux que la crise touche très durement. Cependant, employer des crédits publics d'une façon productive qui stimule la demande globale sans créer de goulets d'étranglement reste un objectif ambitieux en Russie. En particulier, la capacité de l'État de gérer de vastes programmes d'infrastructure est toujours limitée. Étant donné que le secteur financier joue maintenant dans l'économie russe un rôle beaucoup plus influent que dans les années 90, le coût potentiel pour l'économie réelle d'un effondrement du système bancaire pourrait être très élevé, de même que le coût de politiques budgétaires peu judicieuses. Le gouvernement russe devra avancer prudemment au cours des mois à venir. ■

*Erik Berglöf, Alan Rousso et Alexander Plekhanov sont respectivement économiste en chef, directeur de la Stratégie et analyse et économiste à la Banque européenne pour la reconstruction et le développement.*