

La situation de l'économie russe dans le cours de la crise financière internationale

Présentation faite par

Victor V. Ivanter
Académicien,
Directeur de l'*Institut de Prévion de l'Économie Nationale*
(Académie des Sciences de Russie)

Et commentaire de

Jacques Sapir
Directeur d'études à l'EHESS-Paris
Directeur du *Centre d'Études des Modes d'Industrialisation*
(EHESS)

Paris

23 octobre 2008

Le présent document contient la transcription de la conférence donnée par M. Victor V. Ivanter le 23 octobre 2008 à l'EHESS, dans l'Amphithéâtre du 105 Bd Raspail. Le texte de la conférence a été transcrit par M. Jacques Sapir. La traduction de la conférence a été assurée par Mme Tatiana Speranskaia (CEMI-EHESS) et M. Mikhail Davydov (CEMI-EHESS).

Ce document contient aussi les questions et réponses qui ont suivi la conférence ainsi que le commentaire préparé par M. Jacques Sapir, et qui n'a pu être présenté oralement faute de temps.

Les titres et encarts dans la présentation de M. Ivanter sont de la responsabilité de Jacques Sapir.

Présentation du professeur Victor V. Ivanter :

L'impact de la crise actuelle sur l'économie et la société russe est très différent de ce que l'on avait connu en 1998. À cette époque, la population avait été directement confrontée à la réalité de la crise par la fermeture des banques, la cessation des paiements, une forte hausse des prix et l'effondrement du taux de change. Aujourd'hui, à l'exception d'une infime minorité détenant des avoirs mobiliers (moins de 1% de la population) c'est avant tout à travers la télévision que la société prend conscience de la crise. Ceci ne veut pas dire que cette dernière soit purement virtuelle en Russie, mais il est clair que ses effets n'ont rien à voir avec le traumatisme de 1998.

La crise Boursière

La dimension la plus spectaculaire de la crise en Russie réside dans l'effondrement de la Bourse. Il faut cependant rappeler que les volumes en circulation sont extraordinairement faibles. Ainsi lors de la séance du 16 septembre 2008 le cours de l'action GAZPROM a baissé de 16%. En réalité, le volume des transactions sur cette action n'avait pas dépassé les 6 millions de Dollars US, chiffre dérisoire eu égard à la capitalisation de la société. On constate des phénomènes identiques pour la très grande majorité des autres actions.

Ceci provient du fait que les entreprises ont un actionnariat en réalité très contrôlé. On estime que, dans la majorité des cas, la part « flottante » de l'actionnariat ne dépasse pas 3% à 4% de la capitalisation de la société. Dans ces conditions, on peut d'ailleurs se demander à quoi sert la Bourse de Moscou.

Contrairement aux pays capitalistes développés elle n'a pas été créée pour répondre à un besoin de financement des entreprises mais comme un acte « rituel » d'affirmation de la transition en Russie. On peut la considérer aujourd'hui comme un « casino rituel ». C'est un marché d'une très faible profondeur, où le montant moyen de l'intervention de la part d'un résident est de l'ordre de 20 000 Dollars US, elle a été avant tout une poche à spéculation pour des acteurs non-résidents.

On constate en effet que l'essentiel des transactions depuis plus de deux ans est le fait d'opérateurs non-résidents qui représentent soit des capitaux Russes expatriés et opérant depuis des places off-shore (Chypre, Luxembourg, Jersey, îles Caymans) soit des *Hedge Funds* américains ou britanniques. Ces opérateurs ont provoqué une hausse artificielle de la Bourse en 2007 (+ 70%). Ils se sont retirés ces dernières semaines. Le montant TOTAL des retraits est de 15 milliards de Dollars US, ce qui est très faible eu égard de la réalité de l'économie et de la capitalisation des entreprises.

La crise boursière ne pose de problèmes qu'à long terme, car elle risque de décourager pour longtemps les ménages russes de prendre des portefeuilles d'actions.

Les pertes les plus importantes ont été enregistrées en fait par les Fonds issus du Fonds de Stabilisation du Ministère des Finances. En effet, ces Fonds détiennent une part importante de Bonds du Trésor américains ainsi que de Bonds dits d'agence (émis par *Fannie Mae* et *Freddie Mac*). Les pertes sont estimées ici à 30 milliards de Dollars.

Les pertes subies, que ce soit par les Oligarques ou les Fonds de placement russes sont en réalité virtuelles dans la mesure où ils ne vendent pas et n'ont pas l'intention de le faire. Ceci

ne veut pas dire que la crise n'ait pas eu d'impact, mais l'effet de transmission n'a pas été boursier. Il vient de la crise internationale de liquidité.

La dimension internationale de la crise de liquidité et la réaction des autorités russes.

La crise internationale de liquidité a cependant eu un impact important sur les grandes entreprises russes ainsi que les grandes banques. Les grandes entreprises avaient développé une pratique de financement sur les marchés financiers occidentaux par emprunts collatéralisés sur des actions. Ces pratiques, qui ne sont pas exclusives aux grandes sociétés russes ont cependant été développées par ces dernières de manière systématique en raison du manque de confiance qu'elles avaient dans le système interne de crédit.

La chute de la capitalisation, combinée aux difficultés à trouver des financements-relais dans le contexte de la brutale contraction des liquidités après le 14 septembre 2008, soulevait le risque de voir le contrôle de ces groupes passer à l'étranger.

C'est la raison pour laquelle le gouvernement a doté la Banque des activités extérieures (*VEB*) a hauteur de 50 milliards de Dollars US pour se substituer aux banques occidentales défaillantes ou reprendre les opérations de portage d'actions en cours. On peut considérer que ceci constitue une version inversée du *Loans for Share* que les oligarques avaient imposé à l'État en 1996-1997.

Il faut ici signaler que toutes les opérations de portage (prêts collatéralisés sur des actions) n'ont pas le même intérêt. L'État ne devrait intervenir que là où des entreprises stratégiques ou des opérations à caractère stratégique sont en jeu. Il devrait en être ainsi pour le contrôle de 25% des actions de Norilsk-Nickel que M. Prokhorov devait céder à M. Deripaska (*RusAl*) dans une opération reposant sur un emprunt collatéralisé. L'État ici devrait intervenir.

L'État russe va donc se retrouver en possession d'une part non négligeable du capital de ces grandes entreprises. Il pourra soit revendre ces parts une fois que les marchés financiers seront plus calmes et les cours plus élevés, réalisant ainsi un bénéfice substantiel, soit décider de garder ces titres.

Les grandes banques russes ont aussi eu recours aux marchés financiers étrangers en raison de la faiblesse du marché russe et du manque de profondeur du marché interbancaire. Ici encore, la brutale contraction des liquidités à l'échelle internationale a pénalisé les opérateurs. Le gouvernement a donc décidé de soutenir les banques, par le biais de la Banque Centrale ou par celui de la banque du Commerce Extérieur (*VTB*).

Au total, il faut ici souligner que, pour la première fois, les autorités ont su réagir efficacement et rapidement face à une crise financière. Bien sur, il faut encore attendre pour faire un bilan complet des conditions d'exécution à l'échelle locale de cette action. La bureaucratie russe peut fort bien engendrer des délais et des inefficacités dans la mise en œuvre et l'on sait que *le Diable gît dans le détail*. Cependant, la qualité de l'intervention publique doit être soulignée, à la fois par rapport aux problèmes liés à la crise internationale de liquidité et par rapport aux problèmes internes.

La dimension intérieure de la crise de liquidité et l'impact sur les entreprises et les ménages.

La crise financière internationale s'est aussi traduite par un choc de liquidité interne important qui peut constituer une menace sur la croissance. Il concerne d'abord et avant tout la stabilité des banques russes, mais il a des répercussions sur certaines activités.

La question de la stabilité des banques russes était importante en raison du souvenir de la crise de 1998 dans la population, et de la forte charge émotionnelle que ceci engendrait. La réaction du gouvernement a ici été pilotée par Vladimir Poutine directement. Il a imposé à la Douma le vote très rapide d'une loi garantissant totalement les dépôts des particuliers jusqu'à hauteur de 700 000 Roubles (19 200 Euros). Ceci protège la très grande majorité des dépôts des particuliers.

Le système initialement prévu ne couvrait les dépôts qu'à hauteur de 460 00 Roubles (100 000 Roubles couverts à 100% et 400 000 Roubles couverts à 90%). La couverture à 700 000 Roubles à 100% a largement contribué à prévenir des retraits massifs des dépôts.

Ces derniers sont aujourd'hui massivement en Roubles (86,5%) et la part des dépôts à vue était relativement faible à la veille du début de la phase active de la crise financière internationale.

Situation des dépôts de la population au 31 juillet 2008

(Source : *Bulletin of Banking Statistics*, Banque Centrale de Russie, Septembre 2008)

Total des dépôts bancaires des ménages : 5 850,44 milliards de Roubles (160,3 milliards d'Euros)

Dont :

en devises : 788,28 Milliards de Roubles (21,6 milliards d'Euros)

en Roubles : 5 062,16 Milliards de Roubles (138,69 milliards d'Euros)

Part des dépôts à vue : 18,8%

Part des dépôts à terme de 1 à 3 ans : 48,9%

Par des dépôts détenus par les 5 principales banques de Russie : 53 ;25%

En raison des facilités pour les banques que la gestion du Fonds de Garantie présentait initialement il y a eu des réticences parmi les députés à voter cette extension qui limitait le jeu possible des banques et impliquait un contrôle plus approfondi de l'État. L'engagement direct de Vladimir Poutine a été très important pour faire passer la loi rapidement et sans dénaturation.

L'intervention de la puissance publique a été importante pour éviter des phénomènes de panique. Dans plusieurs régions des entreprises ont commencé à arrêter la production et à cesser de payer leurs fournisseurs craignant un blocage des paiements bancaires. L'intervention des autorités fédérales, mais aussi locales (les Gouverneurs) a été très importante pour stopper immédiatement ce mouvement.

Il faut aussi signaler que dans la période du 13 au 20 octobre, il y a eu des tentatives de spéculation à la baisse du Rouble. Certains opérateurs ont visé un taux de change de 40 RR pour 1 Dollar en pratiquant des ventes à découvert. La Banque Centrale est intervenue massivement sur le marché pour « punir » les spéculateurs, et ce avec beaucoup d'efficacité. Cependant, la médiatisation des actions gouvernementales par la télévision a pu contribuer à inquiéter la population. Nos autorités, si elles ont pris de bonnes décisions, doivent encore apprendre à communiquer de manière adéquate.

Des sommes importantes sont été votées par la Douma pour garantir le soutien aux activités les plus sensibles à un manque de liquidité pour le financement de leur capital circulant, soit :

- Le secteur agricole.
- Le secteur des industries de défense.
- Le secteur des constructions mécaniques.
- Le secteur de la construction.

L'action publique a donc été très positive, et elle a empêché le développement d'une crise de liquidité interne induite par la crise internationale. Cependant, ceci ne signifie pas que la situation actuelle n'aura pas de conséquences sur l'activité économique.

Le choc de la crise financière sur le secteur réel en Russie.

Si une crise de liquidité et une crise bancaire ont été évitées, plusieurs secteurs d'activité doivent faire face à des difficultés importantes qui sont liées soit à la réduction du crédit à moyen terme, soit à la baisse de la demande extérieure en raison de la montée des tendances récessives que l'on connaît dans les économies occidentales.

Le secteur de la construction du logement est touché, mais principalement sur Moscou et Saint-Pétersbourg. Dans ces deux villes, on a vu se développer un marché très spéculatif. Le prix moyen du mètre carré dans le secteur « économique » avait atteint 6 000 Dollars à Moscou (contre 2000 Dollars pour une qualité équivalente dans des villes comme Khabarovsk ou Irkoutsk). Dans le secteur dit « haut de gamme » on atteignait plus de 15 000 Dollars au m². La contraction de l'activité est très nette dans le compartiment « haut de gamme » (qui cependant ne représente que 10% du total de la construction à Moscou et 1/3 du total pour le secteur non aidé). Les prix devraient aussi baisser dans le secteur dit « économique » mais non aidé sur Moscou et Saint-Pétersbourg.

En même temps l'activité de la construction ne faiblit pas en province. Cependant, là, la construction de logements se fait essentiellement dans le secteur aidé et subventionné, soit par des aides fédérales soit par les autorités locales et municipales. Il est probable que certains programmes du secteur « économique » mais non aidé seront repris par les autorités locales sur la base de subventions accordées par le budget Fédéral. Au total, le rythme de la croissance de logement devrait ralentir, mais le volume des constructions continuera à croître. En fait, il y aura un double déplacement, du secteur non aidé vers le secteur aidé et de Moscou et Saint-Pétersbourg vers la province. La baisse des prix sur Moscou devrait être favorable pour les jeunes ménages qui ont besoin d'un logement.

Le secteur de la métallurgie a aussi été touché. Ce secteur n'a survécu à la crise des années 1990 que par une spécialisation vers les produits dits « bas de gamme » et spécifiquement de 1^{ère} à 3^{ème} transformation. Les aciers spéciaux et produits dits de 4^{ème} transformation sont importés. Or, la demande pour les produits « bas de gamme » baisse actuellement avec la forte contraction de l'activité de la construction en Europe et aux Etats-Unis. Par contre, la vitalité de l'industrie automobile russe implique des besoins croissants en produits de 4^{ème} transformation.

L'activité des principaux centres de production (Tcherepovetz, Lipetsk, Magnitogorsk) a été ralentie. Certains groupes ont donc des problèmes importants, mais ils relèvent d'erreurs de stratégie industrielle. L'État sera probablement amené à soutenir le secteur, mais faut-il « sauver le soldat Mordashov » ?

Le véritable problème de la métallurgie russe est celui d'une remontée de filière et non d'un simple soutien à l'activité. La crise actuelle devrait être une bonne occasion pour lancer un débat sur la stratégie des grands groupes métalliers et mettre en place une stratégie de remontée de filière dans ces secteurs. Il est possible que le programme de développement de

la flotte civile et militaire, impulsé par le Président Medvedev, soit l'occasion d'impulser un tel changement de stratégie. Il impliquerait cependant une modernisation des équipements et du capital fixe, ce qui pourrait nécessiter une action spécifique de l'État pour favoriser les investissements.

La Chimie connaît, dans une moindre mesure, un problème de ce type. Ici aussi ce qui est en cause est une spécialisation inadéquate sur produits de base et de bas de gamme.

Globalement cependant, la situation de l'économie russe reste très saine. L'IPEN-ASR (*INP-RAN*) prévoit un taux de croissance de 6% à 6,5% pour 2009.

Stabilité des moyens de l'intervention publique

L'ampleur des interventions publiques ces dernières semaines a soulevé la question des moyens qui ont été engagés. En fait, les marges de manœuvre des autorités restent très importantes.

Le budget a été calculé pour 2008 sur la base de 70 Dollars le baril de pétrole. Or, si la partie concernant les revenus du budget est bien exécutée, la partie concernant les dépenses a pris du retard en raison des délais bureaucratiques dans l'engagement des fonds pour certains programmes, mais aussi en raison de la pénurie de bureaux d'études pour réaliser assez vite les études de faisabilité. Il faut savoir que le budget 2008 a un solde positif d'exécution supplémentaire aux prévisions de 60 Milliards de Dollars.

Tableau 1
Budget consolidé de la Fédération de Russie (montants trimestriels)

	Montants trimestriels du PIB en milliards de roubles	Recettes du budget consolidé en milliards de roubles	Dépenses du budget consolidé en milliards de roubles	Solde budgétaire en milliards de roubles	Solde en % du PIB
Q1 2006	5661,8	1989,5	1274,2	715,3	12,6%
Q2	6325,8	3395	2707,6	687,4	10,9%
Q3	7248,1	2227,7	1499,4	728,3	10,0%
Q4	7545,4	3013,6	2894	119,6	1,6%
Q1 2007	6747,9	2530,2	1754,7	775,5	11,5%
Q2	7749,1	3164	2475,1	688,9	8,9%
Q3	8826,6	3209,2	2491	718,2	8,1%
Q4	9663,7	4464,9	4657,8	-192,9	-2,0%
Q1 2008	8838,1	3334,2	2335,9	998,3	11,3%
Q2	9522,9	4209,5	3179,6	1029,9	10,8%

Source : Ministère des Finances et *Bulletin of Banking Statistics*, Banque Centrale de Russie, Moscou, divers numéros.

Les réserves de la Banque Centrale de Russie sont toujours considérables. On estime que 15 milliards de Dollars sont sortis quand des non-résidents ont liquidé leurs positions en Bourse. Cependant on reste très au-dessus des 500 milliards de Dollars, même après la totalité des actions engagées contre la spéculation sur le change (532 Milliards au 20 octobre 2008). On est donc dans une situation très satisfaisante.

Les prix des hydrocarbures sont appelés à être très volatils dans les mois qui viennent. Par contre, les prix du gaz devraient être plus stables et ne devraient pas baisser de manière significative.

Quelle réforme pour le système monétaire international.

Il ne fait aucun doute que l'économie mondiale a besoin d'une réforme en profondeur du système monétaire et financier. Cette réforme ne peut cependant être impulsée qu'en combinant la responsabilité commerciale et financière des acteurs. Aujourd'hui, cela signifie que la Chine et l'Europe sont les deux acteurs qui peuvent porter une telle réforme. La Russie, en raison de ses faibles liens commerciaux avec les Etats-Unis, ne saurait être un acteur central d'un tel processus même si elle participera activement à toute tentative pour construire un système plus juste et plus efficace que le système actuel.

Le véritable problème d'une possible réforme du système monétaire et financier international est qu'il n'est pas sur que les pays européens veuillent réellement assumer leurs responsabilités. Nous voyons bien que certains d'entre eux se contentent du système actuel, que ce soit dans le domaine monétaire ou plus généralement de la sécurité internationale.

Or, la crise actuelle n'est pas le produit de la « globalisation », qui est un phénomène très ancien, mais de l'américanisation des processus économique et financiers. Si les Etats-Unis ne disparaîtront pas de la scène internationale et resteront un acteur très puissant, ils doivent s'accommoder d'une position plus égale. Mais ceci signifie que les autres pays doivent prendre leurs responsabilités.

Questions et réponses.

Q1 : Quelles sont vos prévisions quant à l'évolution des prix du pétrole et au choc que ceci pourrait exercer sur l'économie russe.

On ne peut parler de « choc » sur l'économie russe car le pétrole est revenu à son prix de la fin de l'été 2007. À moyen terme cependant il ne faut pas s'attendre à une baisse durable des hydrocarbures. Les principaux champs exploités ont passé leur point d'efficacité. Les coûts d'exploration et les coûts écologiques feront monter les prix de production des hydrocarbures. La Russie a très peu investi en exploration ces 15 dernières années et nous ne pouvons pas perpétuer les pratiques écologiques datant du temps soviétique, qui étaient catastrophiques.

La croissance en Russie va d'ailleurs consommer de l'énergie. Nous devons être plus efficace dans notre utilisation du gaz (dont 25% seulement est exporté) et dans le même temps nous devons mettre le gaz à la portée de tous les citoyens russes.

Ceci veut dire que l'Europe doit diversifier ses approvisionnements. La Russie restera un grand centre de production, mais deviendra aussi un pays de transit des hydrocarbures. Le Kazakhstan et le Turkménistan ont accepté d'utiliser les réseaux de transport russes. Ceci implique des investissements importants. Le coût de ces investissements doit logiquement être au moins en partie porté par les pays consommateurs.

Q2 : Les banques russes à capitaux occidentaux seront-elles soutenues par le gouvernement russe ?

Les mesures adoptées par le gouvernement concernent tous les établissements bancaires de droit russe. Les banques russes à capital occidental, mais de droit russe sont donc incluses par nature dans les mesures prises.

Q3 : Quels sont les problèmes techniques que les banques russes rencontrent.

Les banques russes, du moins les plus importantes, sont aujourd'hui au niveau des banques occidentales en ce qui concerne l'ingénierie financière. Ceci pose d'ailleurs un problème car notre réglementation en ce qui concerne les banques est encore beaucoup trop libérale. La crise financière actuelle devrait être un signal pour créer un système bancaire plus performant et plus efficace, avec une meilleure structure de réglementation.

Q4 : Quels sont vos doutes en ce qui concerne la capacité de la Russie à fournir les besoins de l'Europe occidentale. Comment les liens entre la Russie et l'Asie Centrale vont-ils évoluer.

Il faut, à l'évidence, renforcer et améliorer les infrastructures assurant le transport du gaz et du pétrole. Ceci est nécessaire à la fois pour le développement des gisements russes, mais aussi pour assurer le transit du gaz et du pétrole en provenance d'Asie Centrale.

Il y a des projets, comme NABUCCO, qui ne correspondent à aucune réalité économique et qui constituent en réalité un gaspillage de ressources. Aujourd'hui, des projets comme le *South Stream* et le *North Stream* offrent les meilleurs compromis entre le coût, la stabilité des approvisionnements et la connexion sur des réserves de longue durée.

Il faut aussi moderniser les infrastructures existantes. De ce point de vue, il es dommage que certains pays fassent passer un point de vue politique avant la logique économique. La Pologne aurait pu être un pays de transit important si elle n'en avait pas décidé autrement.

Q5 : Comment voyez-vous évoluer le taux de croissance de l'économie russe ?

Pour la Russie, l'évolution de la situation économie que en Europe est plus importante que ce qui se passe aux Etats-Unis. Je ne vois pas de raison de penser que l'on puisse connaître un scénario catastrophe. Par contre, il est clair qu'il faut stabiliser et renforcer les mécanismes internes de crédit en Russie.

Q6 : Certains affirment que la baisse des prix du pétrole aura des conséquences catastrophiques sur le budget russe et qu'il est calculé sur un prix de 95 Dollars le baril.

Ceci est de la fantaisie pure et simple. Les documents de la loi de Finances sont très clairs. Le calcul du budget est fait sur la base de 60 Dollars le baril. Mais, la presse russe, contrairement à ce que l'on dit à l'étranger, est libre et on peut même y écrire des âneries. Il y a une mode du « catastrophisme » de la part de certains journalistes.

En fait, si l'on regarde les données du budget, compte tenu de l'excédent primaire qui est prévu dès le départ et du fait que certaines dépenses ne peuvent être exécutées faute de préparations suffisantes, on arrive à un excédent énorme. Le point d'équilibre réel du budget russe correspond à un prix du baril entre 35 et 40 Dollars en moyenne sur l'année.

Pour les raisons techniques que j'ai avancées, le prix moyen annuel du baril ne devrait pas tomber sous les 60 Dollars, même si on peut avoir des fluctuations importantes à très court terme compte tenu de la dimension spéculative prise par les marchés des matières premières.

Cependant, il faut aussi ajouter que les budgets sociaux sont trop faibles et qu'il serait nécessaire que les dépenses publiques soient augmentées dans certains secteurs. Il y a une marge considérable pour le faire, même aujourd'hui.

Commentaires de Jacques Sapir.

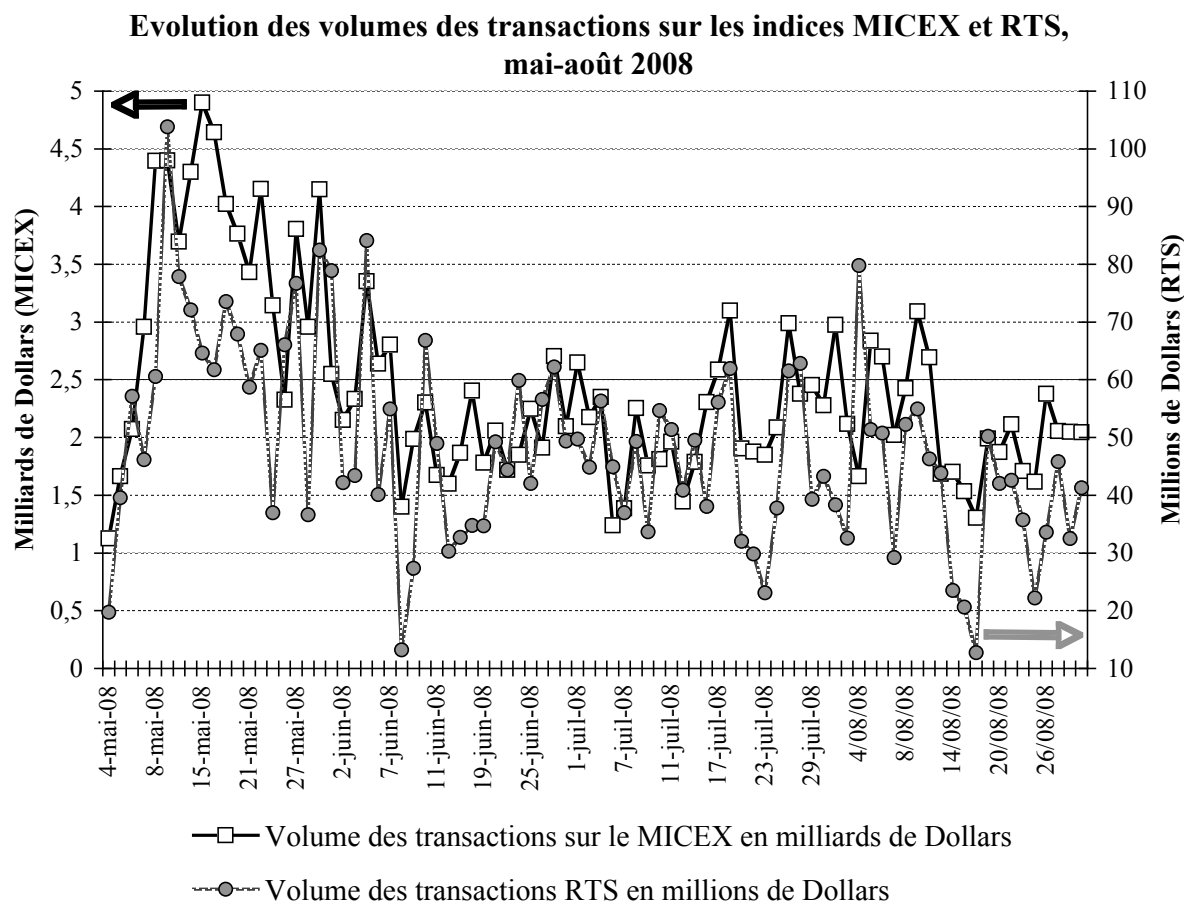
(Pour des raisons de temps, la salle devant être laissée à une autre réunion, ces commentaires n'ont pas été présentés oralement).

La présentation faite par Victor Ivanter donne une vision très précise de la situation réelle de l'économie russe. Il ne fait aucun doute que la Russie est un des pays les mieux armés pour traverser la crise actuelle. Il faut cependant revenir sur certains des points abordés pour apporter quelques précisions.

Quelle robustesse pour le système financier russe.

Les marchés financiers russes sont caractérisés par l'étroitesse du volume des transactions (Cf : Graphique 1). Nous avons deux marchés, avec deux indices, le RTS (qui est l'indice « historique ») et le MICEX, dérivé du marché interbancaire des changes. Les volumes, même au mois de mai 2008, alors que l'on avait une hausse des cours, sont très faibles.

Graphique 1



Source : Banque Centrale de Russie, *Bulletin of Banking Statistics*, numéros de juin à septembre 2008, Moscou.

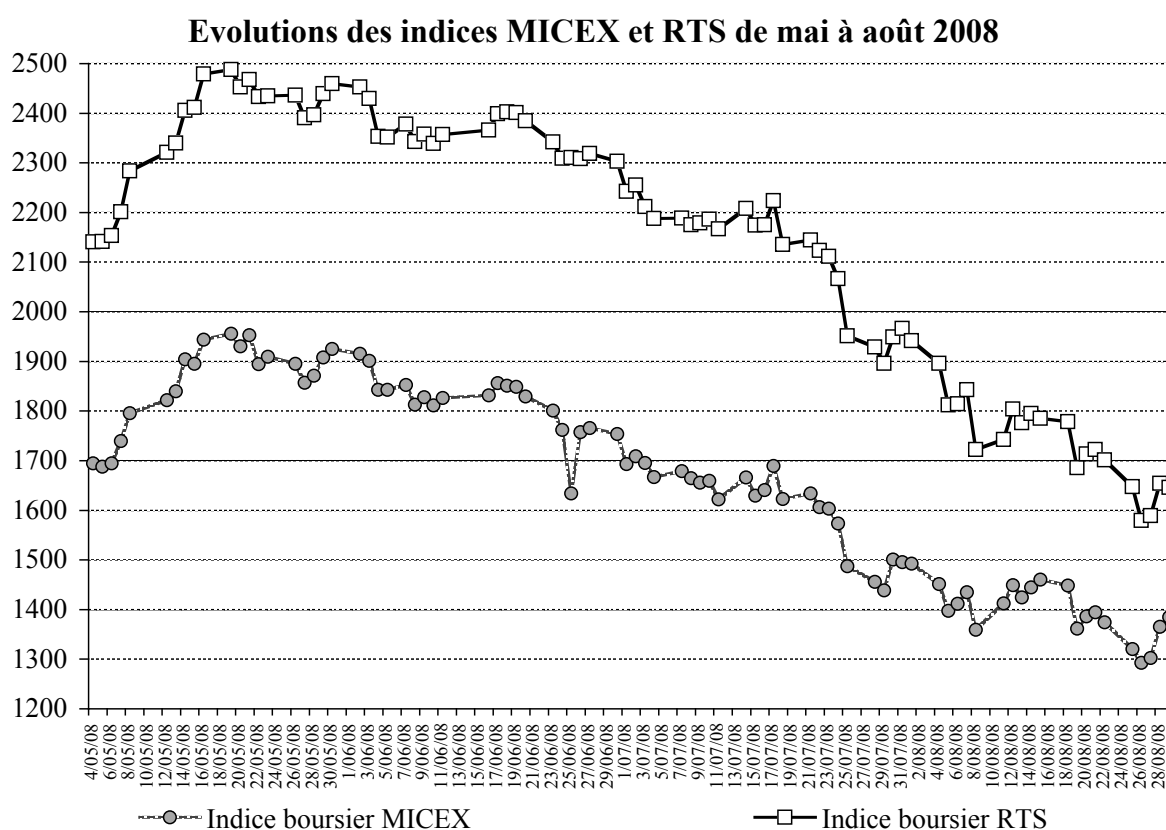
Pour l'indice RTS, qui est celui le plus observé hors de Russie, le montant maximum des transactions a été 105 millions de Dollars. Le montant moyen sur un mois est proche de 40 millions. L'indice MICEX correspond à des volumes beaucoup plus importants mais sur des

titres très variés (incluant des options monétaires). Il reste cependant très faible par rapport à la capitalisation des sociétés russes avec un montant maximum inférieur à 5 milliards de Dollars et un montant mensuel moyen de la transaction quotidienne d'environ 2 milliards de Dollars. Pour les deux compartiments, le volume des transactions a baissé de manière significative dès le mois de juin.

L'analyse de l'évolution des indices montre que les cours sont très largement le résultat de décisions d'investisseurs non-résidents, avec un très fort impact de la situation des institutions financières américaines et britanniques.

On constate en effet que les cours montent très fortement durant le mois de mai 2008, restent stables pendant une grande partie de juin et commencent à baisser fortement en juillet (Cf : Graphique 2).

Graphique 2



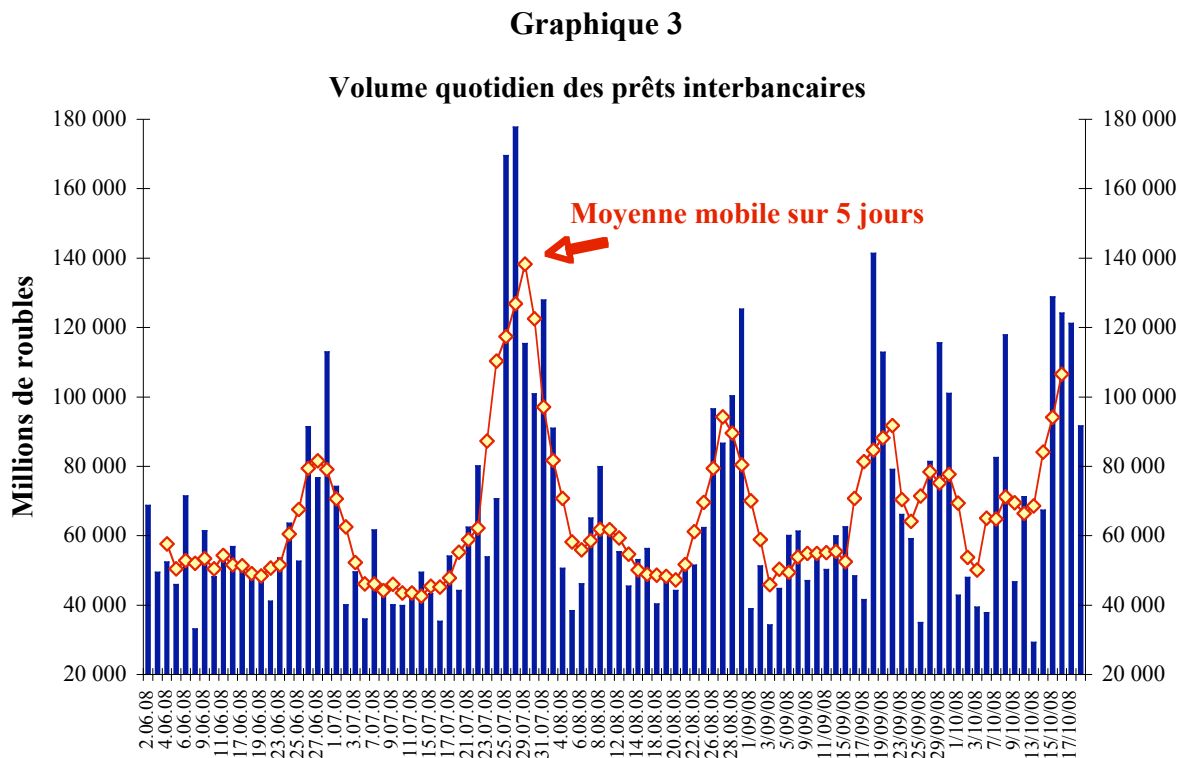
Source : identique au Graphique 1.

Le marché russe des valeurs mobilières semble avoir été très attractif tant que les institutions financières américaines et britanniques n'ont pas été confrontées à une contrainte de liquidité forte. Celle-ci apparaît dès la fin du mois de juin quand la situation sur les marchés monétaires commence à se tendre en raison des inquiétudes suscitées par la situation financière de *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, les principaux garants du marché hypothécaire américain.

Ces deux institutions devront être sauvées par le gouvernement américain à la mi-juillet 2008. Cependant, les difficultés qu'elles connaissent induisent des tensions dès la fin du mois de juin. C'est à ce moment que les indices boursiers russes commencent à baisser. Le processus va s'accélérer avec la montée des tensions sur le marché monétaire à partir de fin juillet 2008. Il est clair que des opérateurs non-résidents liquident leurs positions sur la Bourse de Moscou

pour récupérer de la liquidité dont ils ont besoin. Cependant, ce mouvement est relativement faible en volume. La baisse des cours provient surtout de l'absence d'acheteurs. On constate d'ailleurs que la guerre d'Ossétie du Sud n'a aucun impact dans ce processus, qui est bien déterminé par un repli des investisseurs en raison de la montée de la contrainte de liquidité aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne.

L'évolution du marché interbancaire russe (Cf : Graphique 3) confirme cette analyse. Les données permettent ici d'intégrer les événements de septembre et de début octobre.



Source : Banque Centrale de Russie, URL du site <http://www.cbr.ru>

Les volumes des transactions quotidiennes sont relativement faibles jusqu'à la fin du mois de juillet, car les banques russes utilisent peu le marché interbancaire domestique. En moyenne, les montants sont compris entre 3 et 5 milliards de Dollars, avec des pics de fin de mois qui correspondent au dénouement de positions mensuelles.

Cependant, le pic de fin juillet est particulièrement notable, car les marchés financiers occidentaux sont sous le choc du récent sauvetage de *Fannie Mae* et *Freddie Mac*. Si le mois d'août est caractérisé par un retour à la normale (la guerre d'Ossétie du Sud ne provoque qu'une petite poussée le 8 août), on voit se multiplier les pics de volume de transaction à partir du 19 septembre 2008, soit quand la crise financière mondiale entre dans une phase aiguë à la suite des conséquences de la faillite de *Lehman Brothers* et du sauvetage de l'assureur *AIG*. Ces pics vont se multiplier en octobre, à l'exception du 13 octobre, qui correspond à l'annonce coordonnée par les Banques Centrales d'une baisse des taux directeurs.

On peut tirer de ces éléments deux conclusions qui convergent avec les remarques faites par Victor Ivanter :

- Les évolutions des indices boursiers russes n'ont aucune signification quant à la situation de l'économie du pays. La Bourse de Moscou est bien un « casino » sans réelle signification économique.
- La sensibilité de l'économie russe à la crise financière mondiale traduit en premier lieu le sous-développement du marché interbancaire interne et du crédit domestique, et la faiblesse de l'intermédiation bancaire en Russie. Si le système bancaire avait été mieux structuré et organisé – un thème récurrent des séminaires Franco-Russes de ces dernières années – la dépendance vis-à-vis des marchés financiers extérieurs aurait été plus faible, et l'impact de la crise aurait probablement été négligeable.

Ampleur de la crise en Europe.

Sans entrer dans une logique de scénario « catastrophe » on peut penser cependant que l'appréciation formulée par Victor Ivanter sur la situation en Europe et aux Etats-Unis est probablement trop optimiste.

Même si la crise de liquidité semble partiellement surmontée, les banques n'ont pas significativement modifié leur politique de contraction du crédit, en particulier par l'annulation des facilités de paiement et de découvert faites aux entreprises.

Dans les pays qui ont adopté le système de crédit hypothécaire ajustable sur la valeur du bien (Etats-Unis, Grande-Bretagne et Espagne), la baisse brutale de valeur des biens immobiliers vient amplifier la contraction du crédit. Aux Etats-Unis on peut estimer que cette situation va produire une contraction de la dépense des ménages de 2,5% à 3%. Un effet similaire est à attendre dans les « clones » britanniques, irlandais et espagnols.

L'effondrement de l'immobilier et des Bourses induit un puissant effet de richesse négatif¹. Dans tous les pays où la protection sociale et les retraites sont fondées sur des *fonds de pension*, on est confronté à la perspective de baisses importantes du montant des prestations. Ceci devrait entraîner une hausse importante de l'épargne des ménages, entraînant une contraction supplémentaire du volume de la consommation.

La baisse des valeurs mobilières va aussi atteindre les entreprises qui ont placé en Bourse une partie de leur fonds de roulement. La perte de ces fonds de roulement, dans une situation de brutal rationnement du crédit, va contraindre les entreprises à réduire le volume de production et va provoquer une brutale montée des faillites. Même des mesures d'exonération fiscale (comme en France) seront très certainement insuffisantes. L'ensemble de ces éléments conduit à prévoir une récession importante.

Aux États-Unis, le PIB devrait reculer de 2% à 3% dès le 4^{ème} trimestre 2008 et ce pour une durée d'au moins 3 trimestres. L'effet se fera sentir au Mexique mais aussi au Canada. C'est l'ensemble de la zone ALENA (ou NAFTA) qui devrait être en récession au début de 2009.

Dans la Zone Euro, la récession sera particulièrement sévère en Espagne en Irlande et en Grande-Bretagne. Dans ce dernier pays, le PIB a déjà reculé de 0,5% dans le troisième trimestre², et le mouvement devrait s'amplifier durant l'hiver. L'effondrement des marchés de consommation de biens durables le montre³. En dépit des mesures de soutien à l'économie, le

¹ M. Donahue and A. Avramenko, "Decomposing Consumer Wealth Effects: Evidence on the Role of Real Estate Assets Following the Wealth Cycle of 1990-2002", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 7, Issue 1, Article 25, available at <http://www.bepress.com/bejn/vol7/Iss1/Art25>.

² Jennifer Ryan « U.K. GDP Shrinks, First Recession Since 1991 Looms (Update2) » in *Bloomberg.com*, 24 octobre 2008 URL <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aK0m3LW89onI&refer=home>

³ Laurence Frost « Peugeot Cuts Goals, Production, on Market 'Collapse' (Update2) », *Bloomberg.com*, 24

PIB devrait reculer d'au moins 1,5%. L'Allemagne et la France entreront en récession dès la fin de l'année 2008 et le PIB pourrait y reculer de 0,5% à 1%. L'Italie devrait connaître une baisse du PIB d'environ 1% à 1,5%. Les pays du BENELUX seront aussi touchés, en particulier par la conjonction des récessions allemandes et françaises.

L'impact sur l'économie russe sera notable. Une prévision de croissance de 5% à 5,5% pour 2009 me semble plus probable. Cependant, elle signifierait encore un écart de 7 points avec la situation des pays de la zone Euro à l'avantage de la Russie. Les travaux réalisés par les membres du CEMI confirment entièrement l'analyse qui a été faite par Victor Ivanter sur la nature spécifique des problèmes de la métallurgie russe⁴.

Les évolutions du système monétaire international et la position de la Russie.

Le retour à des poussées spéculatives sur les taux de change a été signalé par Victor Ivanter. En fait, nous ne sommes qu'au début de ce phénomène, qui va être très brutalement amplifié par l'explosion des dettes dans les pays développés.

Le déficit public américain pour l'année fiscale 2009 (septembre 2008-août 2009) atteindra au moins les 10% du PIB si on additionne l'ensemble des dépenses nécessaires en raison de la crise. Il avoisinera les 6% à 8% pour 2010. Les Etats-Unis ne reviendront pas à un déficit proche des 3% du PIB avant l'année fiscale 2012.

La dévalorisation brutale du capital des Fonds de Pension couvrant les retraites, touchant une fraction importante de la population, devrait conduire à l'extension de garanties publiques aux systèmes privés de retraite, avec un coût budgétaire particulièrement élevé. Les « clones » européens des Etats-Unis devraient connaître des tendances analogues.

Les pays engagés dans le modèle néolibéral de croissance et qui devront en sortir en catastrophe sous l'effet de la crise, auront donc un besoin de financement d'environ 20% à 25% du PIB pour l'ensemble des 3 prochaines années pour les seules administrations publiques.

Les entreprises, quant à elles, devant faire face à une brutale contraction de la demande devront elles aussi s'endetter pour ne pas compromettre irrémédiablement leur survie. Le besoin total qu'elles exprimeront pourrait atteindre au total entre 8% et 10% du PIB d'ici 2011. Le besoin total d'endettement cumulé sur les 3 années à venir sera donc de 28% à 35% du PIB.

Pour les autres pays développés aussi, le besoin d'endettement des administrations se fera sentir pour contenir le chômage et sauver les banques. On peut estimer à 12%-15% du PIB le besoin total de financement (administrations et entreprises) pour les trois années qui viennent dans les pays développés n'ayant pas complètement sombré dans le modèle néolibéral.

Il ne fait donc aucun doute que les pays développés auront des besoins de financement massifs. Il est peu probable que l'épargne puisse les couvrir. Une alternative raisonnable serait de procéder *politiquement* à la destruction d'une partie des dettes existantes, par des rémissions de créances pour les ménages et des défauts organisés pour les dettes d'entreprises et des administrations. Mais, une telle alternative raisonnable est peu probable. L'alternative,

octobre 2008, URL : <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601110&sid=aQVax4SZZ9EU>

⁴ Voir : C. Durand, « Pourquoi les firmes de la métallurgie russes s'internationalisent-elles? Une approche institutionnelle et systémique », *Revue d'Études Comparatives Est-Ouest*, 38 (1), pp. 151-192. Republié dans *La Russie. Géographie des territoires*, Revue d'études comparatives Est-Ouest - Hors série 2007

qui est la plus probable, consistera en un fort accroissement de l'inflation et une monétisation d'une partie des dettes.

La politique monétaire va redevenir un élément important des politiques économiques et devra être directement intégrée à ces dernières. De fait, quand on voit que la FED accorde des crédits aux entreprises américaines⁵, il est clair que l'on s'est engagé sur cette voie.

Ceci signifie la fin du dogme de l'indépendance des Banques Centrales tel qu'il a dominé la politique économique depuis plus d'une génération. Nous irons, sous une forme ou une autre à une re-nationalisation des Banques Centrales, ne serait-ce qu'en raison des mauvaises dettes qu'elles ont du accepter dans leur bilan depuis le début de 2008. En effet quand pour reconstituer la liquidité des banques on a décidé que les Banques Centrales prendraient en pension des titres que leurs remettraient les banques on a accepté un transferts à leur bilan d'une partie des créances « pourries » du système bancaire. Il faudra donc bien recapitaliser les Banques Centrales elles aussi. Si l'on ajoute à ce problème celui de la cohérence d'une politique économique dans les contraintes que l'on a énoncées et qui découlent de la crise, on voit bien que le statut actuel des Banques Centrales devient une impossibilité.

Le retour à la souveraineté monétaire a aussi un volet important en matière de gestion des taux de change. Dans des économies qui connaîtront des taux d'inflation importants, largement structurels, mais à des niveaux différents, il deviendra impératif de pouvoir procéder à des dévaluations régulières. L'importance des dettes accumulées sera telle que laisser des mécanismes de marché définir les parités entre les devises serait prendre un risque considérable et même inconsidéré. Il est probable que nous devons assister à quelques épisodes violents de spéculation sur les taux de change avant que les gouvernements comprennent la leçon⁶.

L'introduction de mécanismes de contrôle des flux de capitaux et de contrôle des changes sera rapidement une nécessité fonctionnelle dans le contexte de l'après-crise. Notons que, sur ce point la Chine, jouit déjà d'une belle avance puisqu'elle n'a jamais accepté de libéraliser son marché des changes, et ce à très juste raison.

⁵ Craig Torres et Bryan Keogh « Fed Offers GE, Citigroup Commercial Paper Subsidies (Update4) », in *Bloomberg.com*, 15 octobre 2008, URL :

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=ahXpRJ2bFKc0&refer=exclusive>

⁶ J. Sapir, « How deep the US Dollar could go ? » in *real-world economics review*, n°. 48, octobre 2008. Ye Xie, « Dollar Intervention Risk 'Meaningful' on Volatility » *Bloomberg.com*, 29 septembre 2008, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a.bfBX1EE59Q&refer=home>