

L'INFLATION ET LES RISQUES GÉOPOLITIQUES PÈSERONT SUR LA CROISSANCE

Après avoir plutôt bien résisté à la pandémie et à l'effondrement des prix mondiaux du pétrole en 2020, l'économie russe a fortement rebondi en 2021. À ce jour, deux risques majeurs pèsent toutefois sur la croissance : l'inflation et le durcissement des sanctions internationales. Ces dernières peuvent renforcer le risque inflationniste. Le gouvernement dispose toutefois des capacités financières pour soutenir son économie. Les finances publiques restent solides et les risques de refinancement sont faibles. En outre, même dans le cas où un durcissement des sanctions internationales empêcherait les investisseurs étrangers d'accéder au marché secondaire de la dette russe, le gouvernement pourrait se financer sur le marché domestique.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE PÉNALISÉE PAR L'INFLATION EN 2022

Sur les trois premiers trimestres de 2021, la croissance a rebondi de 4,6% par rapport à la même période en 2020. La reprise a été tirée par une très forte accélération de la demande intérieure, et notamment de la consommation des ménages. En revanche, la contribution des échanges extérieurs à la croissance est restée négative en raison d'une forte augmentation concomitante des importations. Cette hausse marquée de la demande intérieure a généré d'importantes pressions sur les capacités de production. Celles-ci ont été utilisées à plus de 85% au troisième trimestre, un niveau jamais atteint. Dans un tel contexte, les entreprises ont augmenté leurs investissements, en particulier dans le secteur des nouvelles technologies et des activités de service (bancaire, commerce de gros et de détail). Par ailleurs, même si l'activité semble avoir légèrement décéléré au T4 2021, conjointement à la recrudescence épidémique, elle est restée robuste. En novembre dernier, le taux de chômage avait atteint un point bas de seulement 4,2%. Les pressions sur le marché du travail restaient particulièrement fortes, générant une hausse des pressions salariales. Sur l'ensemble de l'année 2021 la croissance pourrait avoir atteint 4,5%.

Les perspectives de croissance pour 2022 sont moins favorables qu'en 2021 mais elles restent supérieures au potentiel. La croissance va mécaniquement ralentir du fait d'un effet de base défavorable. En outre, même si l'économie russe devrait bénéficier de prix du pétrole élevés et d'une hausse de la production, dans le cadre des accords avec l'OPEP, l'activité économique sera pénalisée par une inflation toujours forte, au moins au premier trimestre. En décembre, l'inflation s'élevait à 8,4% en glissement annuel (g.a.) et la hausse des prix hors énergie et alimentaire atteignait 8,9% en g.a. De tels rythmes n'avaient pas été enregistrés depuis 2014-2015.

À court terme, les risques inflationnistes en Russie vont rester élevés pour deux raisons. D'une part, les tensions sur le marché du travail vont persister et, d'autre part, les risques géopolitiques vont rester élevés et peser sur le rouble. Dans son dernier rapport de comité de politique monétaire de décembre 2021, la Banque centrale russe (CBR) estimait que l'inflation pourrait renouer avec la cible de 4% d'ici la fin de l'année. Cependant, la CBR pourrait à nouveau relever ses taux directeurs dès le prochain comité de politique monétaire du mois de février après une hausse substantielle de 425 points de base (pb) en 2021. Ce durcissement monétaire va peser sur les stratégies d'investissement des entreprises. Au T3 2021, 24,4% des crédits aux PME et 42,7% des crédits aux grosses entreprises étaient souscrits à taux variables.

FINANCES PUBLIQUES : TOUJOURS SOLIDES

Sur l'ensemble de l'année 2021, le solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques devrait être légèrement excédentaire alors qu'il affichait un déficit de 4% du PIB en 2020.

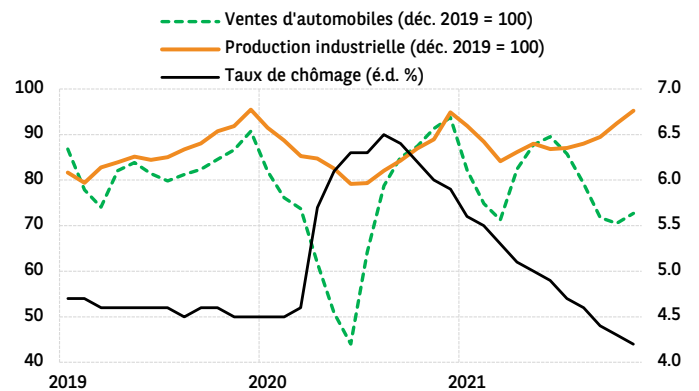
PRÉVISIONS

	2019	2020	2021e	2022e	2023e
PIB réel, variation annuelle, %	2.0	-3.0	4.5	3.0	1.8
Inflation, IPC, var. annuelle, %	4.5	3.4	6.7	6.3	4.1
Solde budg. du gov. et des adm. % PIB	1.9	-4.0	0.2	1.1	0.5
Dette publique, % du PIB	13.8	19.3	18.0	16.2	15.0
Balance courante, % du PIB	3.8	2.3	6.0	5.0	3.2
Dette externe, % du PIB	28.5	31.6	30.8	29.2	29.0
Réserves de change, mds USD	425	445	462	485	499
Réserves de change en mois d'imports	15.1	17.6	17.5	16.5	16.2

TABLEAU 1

E. ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS
SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

INDICATEURS D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ROSSTAT, BNP PARIBAS

Cette consolidation est le résultat d'une très forte augmentation des recettes budgétaires, lesquelles affichaient sur les onze premiers mois de l'année une hausse de plus de 24% par rapport à l'année 2019. Les finances publiques ont principalement bénéficié de la forte hausse des prix et de la production de pétrole : les revenus issus des activités pétrole et gaz ont constitué plus de 80% des recettes du gouvernement fédéral contre seulement 40% en 2019. Les recettes fiscales ont aussi profité du dynamisme de la consommation des ménages et des hausses des profits des entreprises. Par ailleurs, le gouvernement a réduit de près de 5% ses dépenses par rapport à la même époque en 2020, qui restent néanmoins très supérieures au niveau qui prévalait avant la crise de la Covid-19.

La consolidation des finances publiques devrait se poursuivre en 2022 et 2023. Le gouvernement prévoit notamment qu'au cours des deux prochains exercices le surplus atteigne respectivement 1% et 0,2% du PIB. En 2024, il prévoit un déficit de seulement 0,3% du PIB qui devrait être financé par des émissions obligataires sur le marché domestique.

Hormis une baisse des prix du pétrole, à court terme, le principal risque porte sur une hausse plus forte que prévu de l'inflation alors même que 42% de la population russe est fortement dépendante des aides du gouvernement. Selon l'agence de notation Moody's, toute hausse de l'inflation de 1 point de pourcentage pourrait entraîner une hausse des dépenses publiques de 0,2% du PIB.

Le gouvernement dispose cependant de marges de manœuvre budgétaires confortables pour soutenir son économie en cas de choc. En 2021, la bonne tenue des finances publiques et le dynamisme du PIB nominal devraient avoir permis de réduire la dette publique à seulement 18% du PIB (vs. 19,3% du PIB en 2020).

Par ailleurs, la valeur des actifs du fonds souverain (*National Wealth Fund*) reste très confortable. Le fonds permettrait au gouvernement non seulement de financer ses projets de développement mais aussi de faire face à un choc sur les prix du pétrole, comme en 2020. Au 1^{er} décembre 2021, il s'élevait à plus de USD 185 mds, soit l'équivalent de 12% du PIB. En 2022, la valeur du fonds devrait être augmentée de plus de USD 41 mds (2,5% du PIB). Ce montant correspond aux achats d'actifs effectués en 2021 par la banque centrale pour le compte du ministère des Finances conformément à la règle fiscale en vigueur selon laquelle le gouvernement doit épargner les excès de recettes pétrolières dès lors que le prix du pétrole excède USD 40 le baril.

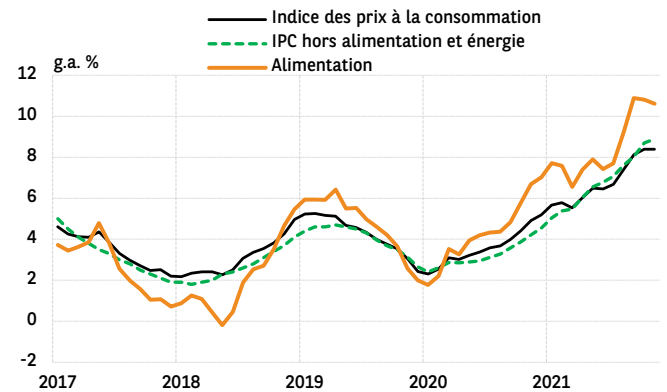
Un autre risque à ne pas négliger est celui d'un durcissement des sanctions internationales. Il pourrait non seulement peser sur les coûts de financement du gouvernement mais aussi le contraindre à se financer exclusivement sur le marché domestique. Néanmoins, à horizon des trois prochaines années, les besoins de financement du gouvernement sont modestes. Sur la période 2022-2024, les obligations arrivant à échéance constituent l'équivalent de seulement 2,8% du PIB, dont l'essentiel est constitué d'obligations domestiques (les eurobonds à échéances 2022 et 2023 s'élèvent à USD 5 mds, soit 0,3% du PIB). En outre, la part de la dette détenue par les étrangers est faible (moins de 14% de la dette totale) et l'épargne domestique est suffisante pour faire face à de nouvelles sanctions qui contraindraient les achats de dette publique par les investisseurs étrangers sur le marché secondaire. Fin novembre 2021, les non-résidents détenaient 20,5% des obligations domestiques. Par ailleurs, le gouvernement et la CBR ont cherché à réduire leur dépendance vis-à-vis du dollar. Le ministère des Finances a émis davantage d'eurobonds en euros et la CBR a réduit la part des réserves de change détenues en dollars (elle s'élevait à seulement 16,4% au T2 2021 vs 22,2% un an plus tôt).

SECTEUR BANCAIRE : BONNE RÉSISTANCE À LA CRISE

Le secteur bancaire a bien résisté à la crise induite par l'épidémie de la Covid-19. La profitabilité a augmenté, les ratios de solvabilité sont restés satisfaisants et la qualité des actifs, bien que toujours fragile, s'est légèrement améliorée.

Les profits des banques étaient en hausse de plus de 20% sur les onze premiers mois de l'année 2021 par rapport à la même époque en 2019. Au T3 2021, le rendement par actif et le rendement des capitaux propres s'élevaient à 2,2% et 21,5% respectivement (vs. 1,6% et 18,6% avant la crise). Ce bon résultat était principalement dû à la baisse des provisions, en excès.

TAUX D'INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CBR, BNP PARIBAS

Pourtant, après avoir bénéficié d'une souplesse pendant la crise de la Covid-19, les banques ont dû reporter l'intégralité de leurs créances douteuses à partir du 1^{er} juillet 2021. Néanmoins, les restructurations des crédits des ménages et PME les plus fragiles étaient encore possibles. Fin septembre 2021, la CBR estimait que 15,2% des prêts aux grandes entreprises, 14,4% des prêts aux PME et 4,2% des prêts aux ménages avaient été restructurés depuis mars 2020. Elle considérait qu'entre 20 et 30% des prêts restructurés pourraient faire défaut.

Néanmoins, les dernières données publiées par les banques sont encourageantes. Grâce aux mesures de soutien adoptées par le gouvernement et la banque centrale, la qualité des actifs ne s'est pas dégradée. Fin novembre 2021, la part des actifs considérés comme risqués s'élevait à 16,8% (des crédits totaux), un niveau inférieur de 0,8 pp à celui qui prévalait avant la pandémie. Le FMI estimait pour sa part que la part des seules créances douteuses avait baissé de 10% fin 2019 à 7,5% au T3 2021.

Au total, les ratios de solvabilité sont restés acceptables : le *Capital Adequacy Ratio* (CAR) atteignait en moyenne 12,4% au T3 2021, soit un niveau supérieur au seuil réglementaire de 9%. À noter que le degré de dollarisation a légèrement baissé. La part des dépôts et des crédits bancaires libellés en devises s'élevait à 23,5% et 15,4% respectivement en octobre 2021. La légère amélioration de la qualité des actifs bancaire reflète en partie la consolidation de la situation financière des entreprises. Leur dette est restée contenue (41,4% du PIB en novembre 2021) et leur EBITDA couvrait 6,8 fois le paiement de leurs intérêts fin 2021.

En revanche, la situation financière des ménages a continué de se fragiliser conjointement à la hausse de leur endettement (+4 pp depuis la crise en dépit des mesures prises par les autorités pour freiner le crédit aux ménages). Leur dette, bien que toujours contenue, s'élevait à 20,9% du PIB en novembre 2021. Au T2 2021, la CBR estimait ainsi que le remboursement des prêts aux ménages représentait en moyenne 10,2% de leur revenu disponible, un niveau jamais atteint jusque là. Bien que l'essentiel du crédit aux ménages soit constitué de prêts hypothécaires, les risques portent davantage sur les crédits non garantis, dont la valeur par emprunteur a augmenté selon la CBR.

Johanna MELKA

johanna.melka@bnpparibas.com

