



Entre sanctions massives, fuite des capitaux et dépendance aux hydrocarbures, quel avenir pour l'économie russe ? Animé par Jean-Christophe Gessler, Julien Vercueil, professeur des universités et vice-président de l'Inalco, et Philippe Pelé-Clamour, président de la commission Eurasie des Conseillers du commerce extérieur de la France, croisent leurs regards sur les scénarios possibles et leurs conséquences pour les entreprises françaises.

L'analyse de Julien Vercueil : une économie russe sous très forte tension

Jean-Christophe Gessler : Mises à part les sanctions, quels sont les effets directs de la guerre sur l'économie russe ?

JV : À partir du moment où la menace nucléaire est brandie à un niveau inédit depuis la crise des missiles de Cuba, le premier effet direct de la guerre, c'est que les perspectives d'avenir changent radicalement, en Russie comme ailleurs, ce qui a un impact sur les décisions économiques des ménages et des entreprises. Avant même l'entrée en guerre, quand la tension est devenue très forte, on a pu observer des réactions immédiates : des flux internationaux ont été interrompus ou fortement réduits par la seule perspective de conflit militaire, qu'il s'agisse d'exportation, d'importation, d'investissements directs à l'étranger ou de financements. En Russie, le risque géopolitique s'est matérialisé par la révision des projets des entreprises, puis par le changement de comportement des ménages, avec une surconsommation de produits susceptibles de manquer à l'avenir : d'abord des biens durables en provenance de l'Occident, puis, à mesure que le conflit et la chute du rouble se précisaient, des biens alimentaires stockables, ce qui a précipité les ruptures d'approvisionnement. Le système financier a été le premier affecté, la monnaie étant le lien entre le présent et l'avenir et un baromètre très volatil de la confiance : les marchés financiers ont ainsi été les premières caisses de résonance des anticipations, avec pour premiers effets directs une fuite des capitaux et un affaiblissement de la devise russe.

JCG : Puis sont venues les sanctions internationales envers la Russie...

JV : Rappelons que les sanctions préexistaient à la guerre. Depuis 2014, elles portaient sur les avoirs de certaines personnalités, mais aussi sur certaines grandes banques ou entreprises, qui ne pouvaient pas accéder à des financements en dollars à des durées inférieures à 30 jours. Le secteur pétro-gazier était également touché, en particulier par l'impossibilité d'obtenir des transferts de technologies de la part d'entreprises des pays sanctionnant la Russie, tout comme les biens à double usage, civil et militaire, à l'image des navires Mistral. Dès février-mars 2022 se sont ajoutées de nouvelles sanctions, étendant la liste des personnalités visées, mais surtout introduisant deux mesures très significatives : le débranchement de sept banques russes du système interbancaire Swift, et la privation d'accès, pour la Banque centrale de Russie, à une partie de ses réserves en devises détenues par l'Occident et désormais gelées. D'autres sanctions se sont ajoutées en avril-mai, comme la fin de la clause de la nation la plus favorisée à l'OMC, la fin des achats de pétrole et de gaz russes par les Etats-Unis et le Canada, l'extension des sanctions Swift à 75 % du système bancaire russe, contre 25 % précédemment, puis l'annonce par l'UE d'une réduction, et à terme d'une suppression, de ses achats de pétrole russe.

JCG : Comment les autorités russes ont-elles réagi ?

JV : Devant l'ampleur de la fuite des capitaux, la Banque centrale de Russie ne pouvait pas mobiliser autant de réserves qu'elle l'aurait souhaité, certaines étant gelées par les pays occidentaux : la première réaction des autorités a donc été d'augmenter les taux directeurs, de 9,5 % à 20 %, pour maintenir une certaine demande vis-à-vis du rouble. Les marchés financiers ont été fermés durant trois semaines, puis ont rouvert à des niveaux très faibles, tandis qu'un contrôle des changes très strict a été installé, dans un pays qui avait jusqu'alors une législation assez libérale, exigeant que 80 % des recettes d'exportations en devises soient revendues à la Banque centrale. Les retraits en devises des particuliers ont été interdits, et plafonnés à 5 000 dollars par semaine pour les voyages d'affaires. Dans le même temps, les autorités ont évoqué la possibilité d'un défaut sur la dette souveraine en devises, certaines échéances vis-à-vis de l'étranger pouvant être payées en roubles, tandis qu'un moratoire conditionnel sur les remboursements de prêts a été mis en place pour les ménages. La Banque centrale a aussi demandé aux banques de second rang de ne plus diffuser sur leur site internet une information économique et financière complète, illustrant l'enjeu géopolitique de l'information économique en temps de guerre. D'autres mesures ont suivi : le 23 mars, le rouble a été imposé comme monnaie d'achat du gaz russe, puis en avril, les autorités ont progressivement détendu les taux d'intérêt, d'abord à 17 %, avant de les baisser davantage, et le contrôle des changes a été progressivement assoupli, avec la fin de l'interdiction des retraits des particuliers et, le 23 mai, un relèvement des plafonds de change autorisés de 10 000 à 50 000 euros par mois.

JCG : Comment le système financier russe fait-il face à la situation ?

JV : Il a connu une crise initiale très violente, avant de s'adapter par la suite. La fuite des capitaux concerne les investisseurs étrangers, mais aussi les résidents, particuliers et entreprises : sur le seul premier trimestre 2022, elle est estimée à 64 milliards de dollars, ce qui a entraîné, dès les premières semaines, une très forte chute du rouble et des valeurs de la Bourse de Moscou, dont l'indice a plongé de près de 40 %. Les exportations, et plus encore les importations, se sont aussi affaîssées, tandis qu'on a observé un rapatriement d'actifs des non-résidents, en particulier des entreprises

étrangères ayant décidé de quitter la Russie, soit sous la pression des opinions publiques occidentales, soit parce qu'elles jugeaient les perspectives économiques du pays très dégradées. Dans une deuxième phase, le système financier a développé des processus d'adaptation : la chute des importations a été supérieure à celle des exportations, du fait du niveau très élevé des prix des hydrocarbures, ce qui a entraîné un redressement du rouble, favorisé par les restrictions liées au contrôle des changes. Le rouble se redressant, la Banque centrale a pu détendre ses taux d'intérêt, et a pu jusqu'à présent fournir les devises nécessaires au paiement des échéances des obligations souveraines.

JCG : Et l'inflation ?

JV : C'est un point fondamental. L'inflation a démarré avant 2022, la reprise économique russe après la crise du Covid connaissant déjà quelques déséquilibres : la Banque centrale a augmenté à sept reprises son taux directeur en 2021 sans parvenir à réduire le taux d'inflation, qui a atteint 9,5 % juste avant la guerre. La chute du rouble a ensuite provoqué une très forte accélération de l'inflation en mars, avec un taux mensuel de 16,8 %, soit 140 % en rythme annuel. Il existe traditionnellement, en Russie comme ailleurs, un phénomène de persistance des effets de l'inflation après l'impulsion initiale, l'« effet d'hystérèse » : le pic inflationniste de mars va exercer ses effets pendant un an, et même si elle n'a été que de 1,5 % en avril, soit 16 à 17 % sur un an, l'inflation restera élevée et posera des problèmes sérieux.

JCG : Quels sont les effets persistants et les projections à court terme ?

JV : Les effets sur l'offre sont très significatifs, avec un problème d'approvisionnement en composants critiques : les usines automobiles russes sont aujourd'hui à l'arrêt faute de pièces détachées, et il semble y avoir de grandes difficultés de renouvellement du matériel d'armement, sans compter de nombreuses autres industries touchées par ce manque de composants, y compris l'industrie pétrolière. L'endettement en devises des entreprises est aussi une question importante, qui aurait pu être critique si le taux de change du rouble était resté très bas, et pourrait se reposer si celui-ci venait à plonger à nouveau. Les effets sur la demande sont sans doute les plus graves, car ils concernent 65 % du PIB, le poids de la consommation en Russie : avec l'inflation, le pouvoir d'achat des ménages va fortement chuter. En comparaison, la consommation avait baissé de 9 % en 2015, dernière année de crise forte en Russie, ce qui donne un ordre de grandeur pour 2022, avec une possibilité que la chute soit supérieure. Le rôle de la rente tirée des hydrocarbures est un élément crucial : pour le gaz, on s'attend à une chute en valeur de 5 à 10 % sur l'année, l'effet prix compensant presque l'effet volume, tandis que pour le pétrole, les prévisions sont plus incertaines et dépendent notamment de la possibilité de trouver des clients de substitution à l'Europe. La deuxième variable clé est l'inflation : si elle reste aux alentours de 20 % comme le prévoit la Banque centrale pour 2022, elle rognera environ une dizaine de points sur le pouvoir d'achat des ménages, avec un effet dépressif ; globalement, les projections tablent sur une chute du PIB de l'ordre de 7 à 10 % en 2022.

JCG : Quels sont les scénarios envisagés à moyen terme ?

JV : On peut proposer trois scénarios simples, reposant sur deux variables. La première, la plus importante à mon sens, est le devenir de la rente tirée des hydrocarbures : soit elle se maintient à court terme, parce que les prix restent élevés et que l'UE ne se

désengage pas fortement de ses achats de pétrole et de gaz russes, soit elle s'assèche. Dans le premier cas, on n'aurait pas de crise systémique, mais une récession inflationniste, faisant perdre du pouvoir d'achat aux ménages et augmentant la pauvreté sans situation cataclysmique, avec un Etat prenant sans doute davantage de place dans l'économie russe. La deuxième variable, exogène, est l'attitude de la Chine : si elle intervient de manière forte pour compenser le retrait de l'UE, sur le plan financier, la demande de pétrole ou la fourniture de biens et de technologies, on observerait une réorientation progressive de l'insertion internationale de la Russie vers l'Asie, la rendant semi-asiatique plutôt qu'européenne. Si son soutien reste faible, elle prendra quelques parts de marché sans se substituer aux Occidentaux, et le déclin socio-économique de la Russie serait plus prononcé, l'économie restant rentière mais davantage marginalisée. Le troisième scénario est celui d'un assèchement à court terme de la rente, par une action occidentale forte ou une chute des prix, conduisant à une crise très profonde, un Etat contraint d'intervenir davantage en creusant de nouveaux déséquilibres, notamment inflationnistes, et une Chine limitée dans son soutien : cette combinaison entraînerait une dépression économique ouverte et une très haute instabilité politique.

L'éclairage de Philippe Pelé-Clamour : les entreprises françaises face à un choix stratégique

JCG : Qu'est-ce que la guerre en Ukraine a changé pour les entreprises françaises présentes en Russie ?

PPC : Avant le 24 février, nous étions dans un monde où tout était encore possible : exporter, mettre en place des contrats de licence et de franchise, construire des alliances, mener des acquisitions, implanter et diriger des filiales. Renault, par exemple, avait commencé en exportant, puis en nouant des alliances dans les années 1995-2000, avant de conduire des acquisitions emblématiques comme Avtovaz. À partir du 24 février, tout a commencé à changer, et nous sommes entrés de manière assez brutale dans une nouvelle réalité : toutes les entreprises, qu'elles soient cotées au CAC 40, au SBF 120, sur des bourses régionales, ou qu'elles soient familiales, PME, ETI, sociétés de private equity ou coopératives, se sont interrogées sur ce qu'elles devaient faire face à ce conflit, aux répercussions éthiques et potentiellement problématiques pour leur image.

JCG : Comment les entreprises ont-elles réagi ?

PPC : D'après nos observations, la réaction n'est pas du tout la même selon que l'on est un groupe coté, une entreprise familiale, un fonds d'investissement ou une coopérative. Un groupe comme Renault a mis deux mois avant d'annoncer son retrait, mais l'avait préparé en amont via sa cellule de crise. Dans ce processus, toutes les grandes entreprises ou ETI ont mobilisé leur conseil d'administration : la gestion de cette crise n'a pas relevé uniquement du comité exécutif ou du patron local, mais a constitué une vraie problématique au niveau du conseil d'administration et de ses différents comités, risques, audit, stratégique. Notre dernière étude a démontré ce rôle : 78 % des entreprises interrogées ont confirmé l'implication de leur conseil d'administration dans cette crise, un indicateur clair que les différents scénarios propres à chaque entreprise ont pu y être partagés. Concernant les entreprises familiales, elles sont liées à des

investissements dont la temporalité n'est pas boursière, mais plutôt générationnelle : elles s'interrogent entre prélever sur le patrimoine pour continuer à financer certaines opérations, maintenir une base pour la transmettre à la génération suivante, ou procéder à une radiation d'actifs pour quitter le marché. En échangeant avec certains de ces actionnaires, j'observe qu'unaniment, et dans le grand secret de cette gouvernance si spécifique, elles ont souvent décidé de maintenir une présence, le groupe Mulliez avec Auchan étant l'exemple le plus emblématique, mais d'autres sont restées du fait de gros investissements fonciers, en pariant sur un horizon gagnant à dix ans. Il existe toutefois parfois un désaccord entre générations, entre ceux qui ont bâti et décidé d'aller en Russie et ceux qui arrivent aujourd'hui au pouvoir et considèrent que rester serait immoral. L'arbitrage familial ne porte donc pas uniquement sur la protection du patrimoine, mais aussi sur un débat intergénérationnel à dimension éthique. Enfin, pour les entrepreneurs français à l'étranger, la situation est très préoccupante, tant pour ceux restés en Ukraine que pour ceux présents en Russie, sans qu'aucun dispositif public ne permette de venir les soutenir.

JCG : Quelles sont finalement les options qui s'offrent aux entreprises ?

PPC : On peut distinguer trois types de scénarios. Le premier est une sortie pour des questions réputationnelles, avec d'abord un plan social pour les salariés, puis l'abandon de l'investissement avec une provision. Le deuxième est une sortie via ce qu'on pourrait appeler un « local LBO » : c'est le cas d'une filiale de Dalkia, groupe EDF, réalisant 3,5 millions d'euros de chiffre d'affaires, reprise par son équipe de direction locale, ou encore de Schneider Electric, qui réalisait environ 2 % de son chiffre d'affaires en Russie, soit 580 millions d'euros, via une filiale de 3 500 personnes également reprise par son management local. On ne connaît pas les pactes d'actionnaires ni les méthodes et montants d'évaluation, mais c'est un moyen pour les grands groupes d'étanchéifier au maximum leur situation vis-à-vis des sanctions internationales, tout en maintenant l'emploi et en gardant la possibilité d'un retour. Le troisième scénario, à l'inverse, consiste à rester, à réfléchir à ce que l'on peut faire avec les sanctions, et à s'adapter pour maintenir l'entreprise sur place : L'Oréal et Danone, par exemple, n'ont pas annoncé de retrait à ce jour et continuent d'opérer. La problématique n'est bien sûr pas la même selon le pourcentage de chiffre d'affaires réalisé localement : il est beaucoup plus facile de se retirer quand le pays ne pèse que 2 ou 5 % du chiffre d'affaires mondial que lorsqu'on y réalise 10 ou 15 %, un volume qu'il faudra retrouver ailleurs, au risque de mettre en danger l'équilibre de l'entreprise et, potentiellement, l'emploi en Europe et en France.

JCG : Quel est le raisonnement des entreprises qui choisissent de rester ; comment réagissent-elles au name and shame ?

PPC : Elles font un double pari, à la fois sur l'arrêt du conflit, qui finira bien par céder un jour la place à la voie diplomatique, et sur la persistance d'un marché local russe en valeur rouble opérable. Toute la question sera ensuite de savoir comment transférer les résultats : les entreprises qui resteront devront s'autofinancer sur la base du marché intérieur, sans possibilité de recapitalisation par les maisons mères. Les décisions sont donc complètement différentes selon la typologie de l'entreprise. Sur la question du name and shame, il est sans doute encore un peu tôt pour se prononcer : beaucoup d'entreprises ont été dénoncées pour avoir continué à opérer en Russie, ce que l'on peut comprendre au regard des souffrances endurées par les Ukrainiens dans ce conflit.

hybride voulu par la Russie, mais une entreprise n'est pas un Etat, elle peut décider de se maintenir dans des territoires qui ne sont pas forcément dotés d'un haut niveau de démocratie, c'est un choix qui lui est propre. Ces entreprises ont l'habitude d'être exposées au name and shame de courants d'activisme ou à la critique des pouvoirs publics, et celles qui ont pris la décision de rester pensent qu'un jour la crise prendra fin et qu'elles retrouveront alors leurs actifs, industriels et immobiliers, dont elles veulent éviter la spoliation, sachant que ce n'est pas forcément le rôle de l'Etat de protéger les actifs des entreprises dans cette situation. On assiste ainsi à plusieurs niveaux de réponse, entre des entreprises qui décident de partir, d'autres qui annoncent leur départ mais restent un peu quand même, et des entreprises plus discrètes qui restent en espérant un temps meilleur : selon une étude des CCE, 50 % des entreprises interrogées ont cessé leurs activités en Russie, 26 % les ont arrêtées partiellement, et 24 % ont maintenu leur présence sur le territoire russe.