

Changement de modèle économique et choix de financement

Jacques Sapir – CEMI-EHESS

Les perspectives pour l'économie russe restent sombres pour 2016. Très certainement, la situation ne sera pas aussi mauvaise qu'elle l'était en 2015, et ce en dépit de la forte dépréciation que le Rouble connaît au début de 2016. La croissance pourrait reprendre à la fin du deuxième trimestre et atteindre, pour la fin de 2016 un taux compris entre 0,5 % et 1%. Bien sûr, les évolutions du prix du pétrole sont un facteur important, et qui explique en partie la forte dépréciation du Rouble, mais ce prix n'est certainement pas un facteur décisif. Même si les prix du pétrole devaient se situer au niveau de 50 USD le baril à la fin de 2016, l'impact sur l'économie russe en sera modéré. Le véritable problème que la Russie doit affronter est celui de son modèle de développement et du financement de celui-ci. En réalité, le choix du modèle de développement est directement lié à celui du modèle de financement. Ceci pose le problème de savoir si la Russie pourra s'extraire, ne serait-ce qu'en partie, du cadre de la globalisation financière qui pèse aujourd'hui sur ses options en matière de développement¹.

La vérité est que le modèle de développement des années 2002-2008, modèle qui s'était largement constitué dans le cadre de la globalisation financière, a épuisé ses capacités. Ceci était évident dès le début de la crise mondiale de 2008 qui avait provoqué une première remise en question. Pourtant, les autorités russes ont vécu, de 2010 à 2014, dans l'illusion d'une possible perpétuation des logiques économiques antérieures. Cette illusion a pris fin avec la montée d'un conflit entre la Russie et les pays occidentaux (conduits par les Etats-Unis), conflit qui par ailleurs montre les limites de la globalisation financière.

Ce modèle de développement, et les structures financières qui y sont liées, expliquent la très grande sensibilité de l'économie russe aux sanctions *financières* et en particulier à la rupture dans les liens avec les grandes banques occidentales. Un nouveau modèle doit donc être mis en place. Il est cependant clair que cela prendra du temps et nécessitera des efforts prolongés. Un effort tout particulier devra être consenti pour la création de nouvelles institutions. Le principal problème consistera ainsi non seulement à développer mais aussi à intensifier la diversification et la modernisation des secteurs mais aussi de comprendre que rien ne peut être vraiment réussi sans changer les règles dans le secteur bancaire et le financement. Ainsi, changer le modèle de développement implique un effort véritablement intégré. Ici, une comparaison avec le modèle de financement développé par la France dans la période de l'après-guerre (1945-1975) s'impose. La France a mis en œuvre un système de financement qui correspond à la fois à des choix fondamentaux mais aussi à des compromis pragmatiques. Ce système s'est révélé efficace pour assurer le financement de la reconstruction et de la modernisation économique de la France. Il semble même qu'il se soit avéré *efficace* dans le sens où l'utilisation de méthodes directives n'a pas correspondu à un gaspillage des ressources supérieurs à ce que l'on avait connu dans le modèle de financement précédant. Cette comparaison donc s'impose et pose le problème du rapport entre le développement de la Russie et la globalisation financière.

¹ Sur le lien entre modèle national de développement et globalisation financière, Sapir J., (2010), *La Démondialisation*, Paris, le Seuil.

I. Le modèle de développement des années 2002-2008

La croissance russe a été impressionnante depuis la crise financière 1998. Mais cette croissance a été liée à différents facteurs. Dans les années qui ont immédiatement suivie la crise de 1998, le «rebond» du PIB comme on l'appelait a été principalement lié aux effets directs et indirects de la forte dépréciation du rouble. Les produits importés sont devenus du jour au lendemain beaucoup trop cher constituant ainsi une l'ouverture d'une fenêtre d'opportunité pour les producteurs locaux. Ceci a déclenché un mécanisme de substitution aux importations. Cette situation s'est traduits par l'augmentation de leurs profits et leur a permis d'augmenter largement le niveau de production pour faire face à la demande. Ce faisant, ils ont induit tout d'abord un vaste mouvement de reconstruction des stocks (1999-2000), puis, à partir de 2001, un mouvement similaire pour les investissements.

Tableau 1
Sources de la croissance depuis 2000 (en %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Taux de croissance du PIB	10,0	5,0	4,3	7,3	7,2	6,4	6,7
Demande des ménages	3,6	4,7	4,5	4,9	5,7	6,3	7,5
Demande des administrations	0,4	-0,2	0,5	-0,2	0,3	0,4	0,9
Investissement	3,1	1,9	0,6	2,3	2,1	2,0	2,7
Variation des stocks	5,8	0,9	-1,1	0,9	1,5	1,4	0,9
Export	2,1	1,0	3,8	4,9	3,9	2,2	2,3
Import	-5,0	-3,3	-4,0	-5,4	-6,4	-5,9	-7,7
Erreurs et omissions	0	0	0	-0,1	0,1	0	0,1
Solde des effets du commerce extérieur	-2,9	-2,3	-0,2	-0,5	-2,5	-3,7	-5,4

Sources : INP-RAN *Dolgosrochnyj prognoz razvitija ekonomiki Rossii na 2007-2030 gg*, Moscou, mai 2007

La forte augmentation de la productivité du travail a permis de contenir la hausse des coûts de production et a maintenu les prix internes relativement bas. La destruction d'une grande partie des marchés spéculatifs (soit les marchés pour les GKO) a elle aussi été un facteur très positif car cela impliquait que l'épargne des entreprises ne pourraient pas être utilisée sur ces marchés et devait être principalement utilisée pour l'investissement. Ainsi, la crise financière marqua une rupture importante dans l'histoire économique récente de la Russie et, loin d'aboutir à un effondrement de l'économie permit un rebond salvateur².

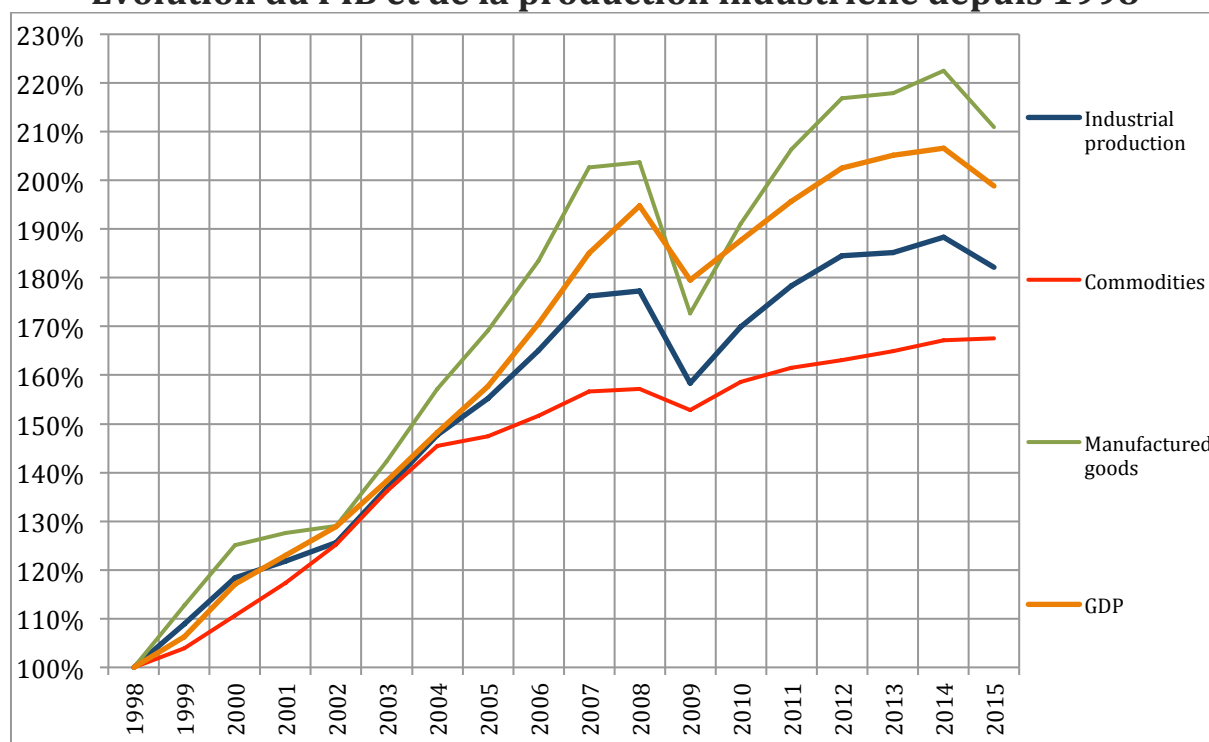
Un modèle de développement extraverti ?

En 2002, alors que la croissance semblait s'essouffler, la Russie a connu une nouvelle situation lorsque les prix des matières premières ont commencé à augmenter. Un nouveau mécanisme de croissance et de développement a commencé à mettre en place. Le grand apport financier provenant des exportations, qui s'est traduit par une balance commerciale massivement excédentaire, a commencé à pouvoir bénéficier à la

² Ivanter V. (2012), 'La transition macroéconomique et politique de la Russie', in Sapir J., (Edit.), *La Transition russe vingt ans après*, Paris, Editions des Syrtes. Voir pp. 105-107.

population. Les conséquences sociales ont été bénéfiques, et la politique publique – que ce soit au niveau fédéral ou au niveau local – a contribué à partir de 2004 à une forte réduction de la pauvreté. Mais, cette situation a aussi conduit à une augmentation rampante du taux de change (notamment à partir du début de 2006). L'augmentation du niveau de revenu, qu'il soit lié à un mécanisme direct (la reconstruction de l'économie) ou indirect (la croissance taux de change réel), a stimulé la demande interne. La consommation des ménages a commencé à s'accroître. Un nombre important d'entreprises étrangères est venu s'installer en Russie, non seulement parce que le marché interne était relativement protégé des importations, mais aussi parce que la croissance rapide de ce marché impliquait une forte hausse de la production. Ces arrivées d'entreprises étrangères ont bénéficié à l'économie russe non seulement en développant les capacités de production mais aussi en améliorant l'efficacité économique. Ce mécanisme est devenu encore plus évident avec les prix élevés des hydrocarbures à partir de 2006-2007. La croissance économique est devenu fortement liée à la consommation et l'énorme retard de la consommation cumulée depuis la fin des années 1980 a donné naissance une consommation frénétique.

Graphique 1
Evolution du PIB et de la production industrielle depuis 1998



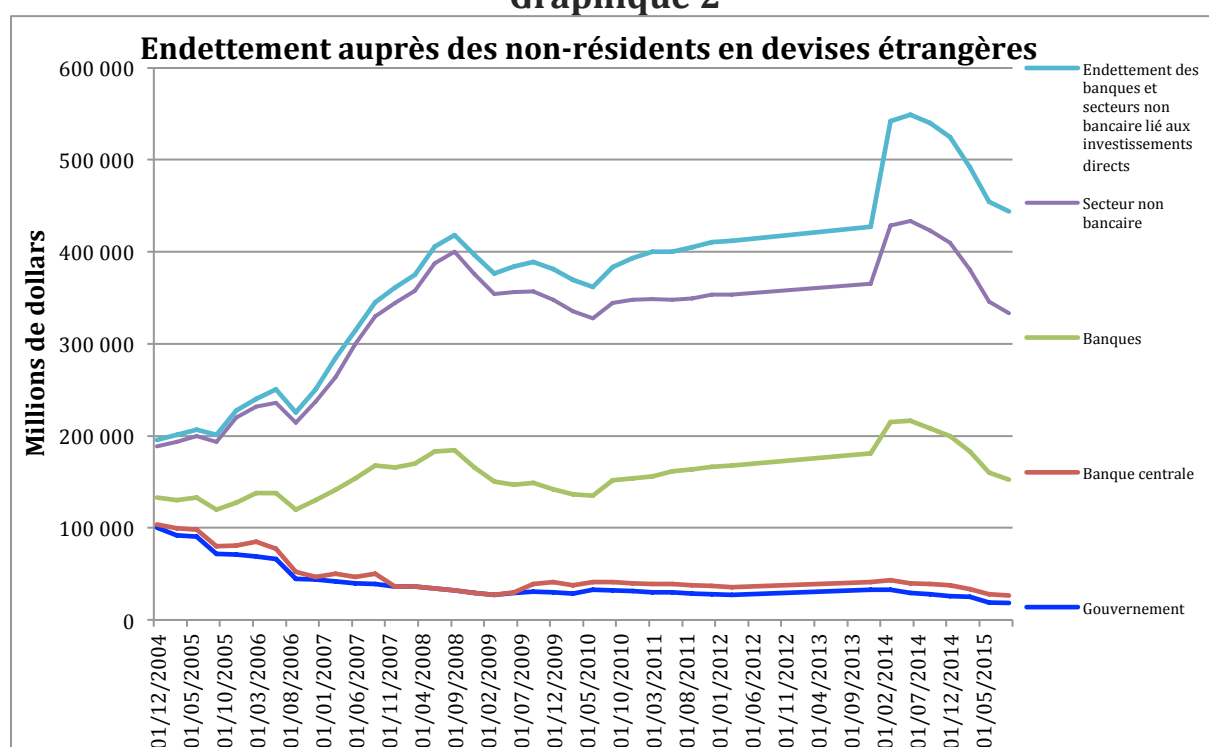
Source : Données du GKS

Le gouvernement a répondu positivement à ces développements et soutenu par l'investissement direct ou indirect le développement de l'infrastructure publique. Les « priorités présidentielles » ont eu à cet égard un effet positif. Les grands programmes d'investissement public, souvent liés à des événements internationaux (comme les Jeux Olympiques d'Hiver de Sotchi en 2014), ont permis une modernisation des équipements du pays. Dans le même temps, la Russie a en partie évité le piège d'une croissance trop déséquilibrée. Cela peut être vu dans le fait que la production de biens manufacturés a augmenté plus rapidement que le PIB. Mais le soutien à l'innovation et au

développement de petites et moyennes entreprises est resté encore faible. Ceci constitue un réel problème car très souvent les innovations sont développées dans de petites entreprises nouvellement créées.

Rétrospectivement ces années ont donné naissance à un modèle de développement très spécifique où la Russie a été non seulement spécialisée dans les matières premières à l'exportation, mais est aussi devenue dépendante, et peut être trop, du système bancaire et financier occidental pour financer son développement. Ceci constitue l'un des plus grands défis pour la souveraineté russe. Les banques et les entreprises russes ont massivement emprunté aux banques occidentales et aux marchés financiers pour financer leur développement. Dans le même temps, l'excédent commercial important que la Russie a connu a donné lieu à un mécanisme de garantie de ces emprunts. Les exportations de capitaux, alimentées par l'énorme excédent commercial, ont été utilisées comme une sorte de garantie pour les prêts occidentaux.

Graphique 2

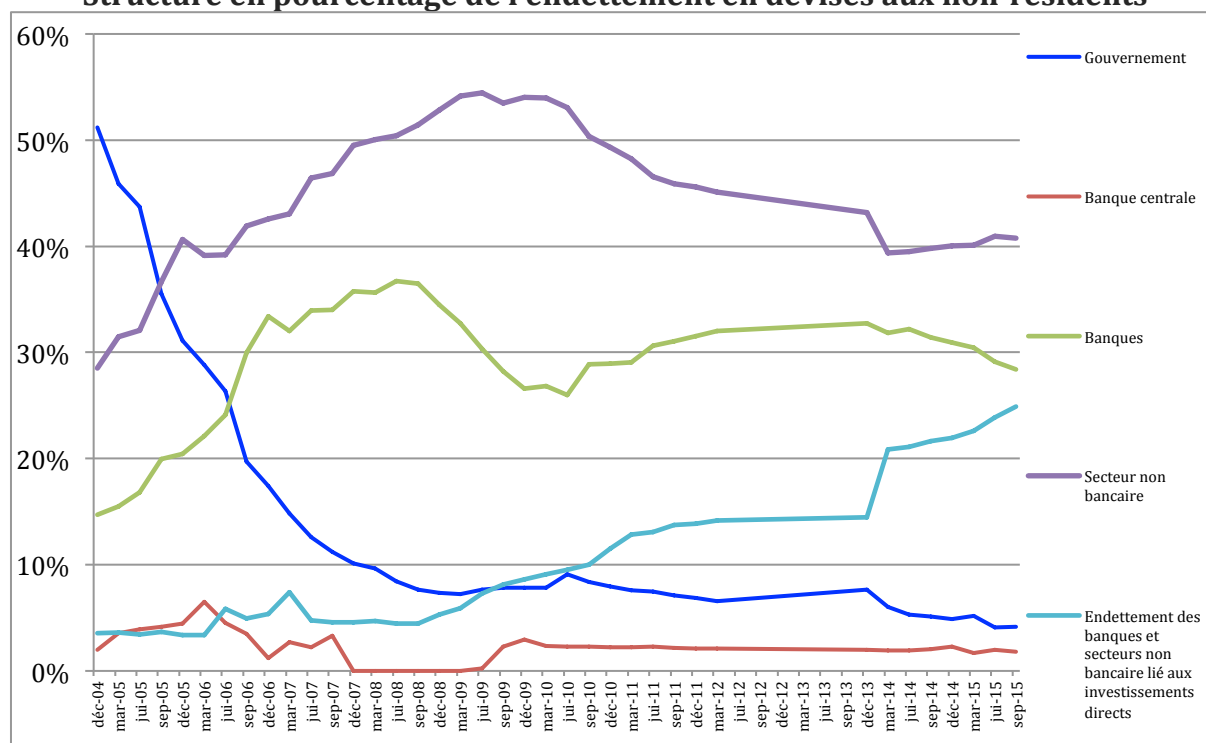


Source : Banque Centrale de Russie

Les raisons qui expliquent l'existence de ce mécanisme sont complexes. Certes, le fait que les taux d'intérêt étaient plus faibles sur les marchés financiers internationaux qu'en Russie est le facteur le plus évident. Ceci montre que la politique des taux d'intérêts de la Banque Centrale peut avoir des conséquences inattendues. Cette préférence pour des emprunts à l'étranger a d'ailleurs été renforcée par l'appréciation du taux de change réel du rouble, une appréciation très nette en 2007 et 2008. Cette appréciation tendait à faire baisser le coût d'emprunt en dollars ou en euros pour des entreprises russes. La combinaison de taux d'intérêts internes trop élevés et de l'appréciation du taux de change réel a joué un rôle important dans ce développement d'une large dépendance vis-à-vis du système financier occidental. Cependant, ce ne fut pas le seul facteur. Il convient d'y ajouter l'incertitude institutionnelle liée aux conditions des privatisations des années 1993-1998. L'inquiétude des propriétaires de l'industrie ou des intervenants

russe et la nature complexe de leurs relations avec le gouvernement russe actuel a démultiplié l'incertitude dans le système institutionnel de Russie. A ceci est venu s'ajouter le développement de la corruption, en particulier au début des années 2000. On voit donc (graphique 2) que l'endettement en devises auprès des non-résidents des acteurs économiques russes double pratiquement de début 2005 à l'été 2008. Or, dans le même temps, l'Etat (gouvernement et Banque Centrale) se désendette. L'endettement est largement le fait des banques russes (qui se procurent ainsi des ressources qu'elles ne peuvent trouver en Russie du fait de la politique monétaire et de l'absence de marché interbancaire) mais surtout du secteur non-bancaire. On constate aussi le changement de la structure de cet endettement. L'endettement de l'Etat, qui représentait plus de 50% du total en 2004, passe sous la barre des 10% en 2008. Il est, au début de l'année 2015, inférieur à 5%. Inversement, l'endettement des banques et celui des entreprises sont devenus les deux postes principaux de l'endettement en devises auprès des non-résidents (graphique 3).

Graphique 3
Structure en pourcentage de l'endettement en devises aux non-résidents

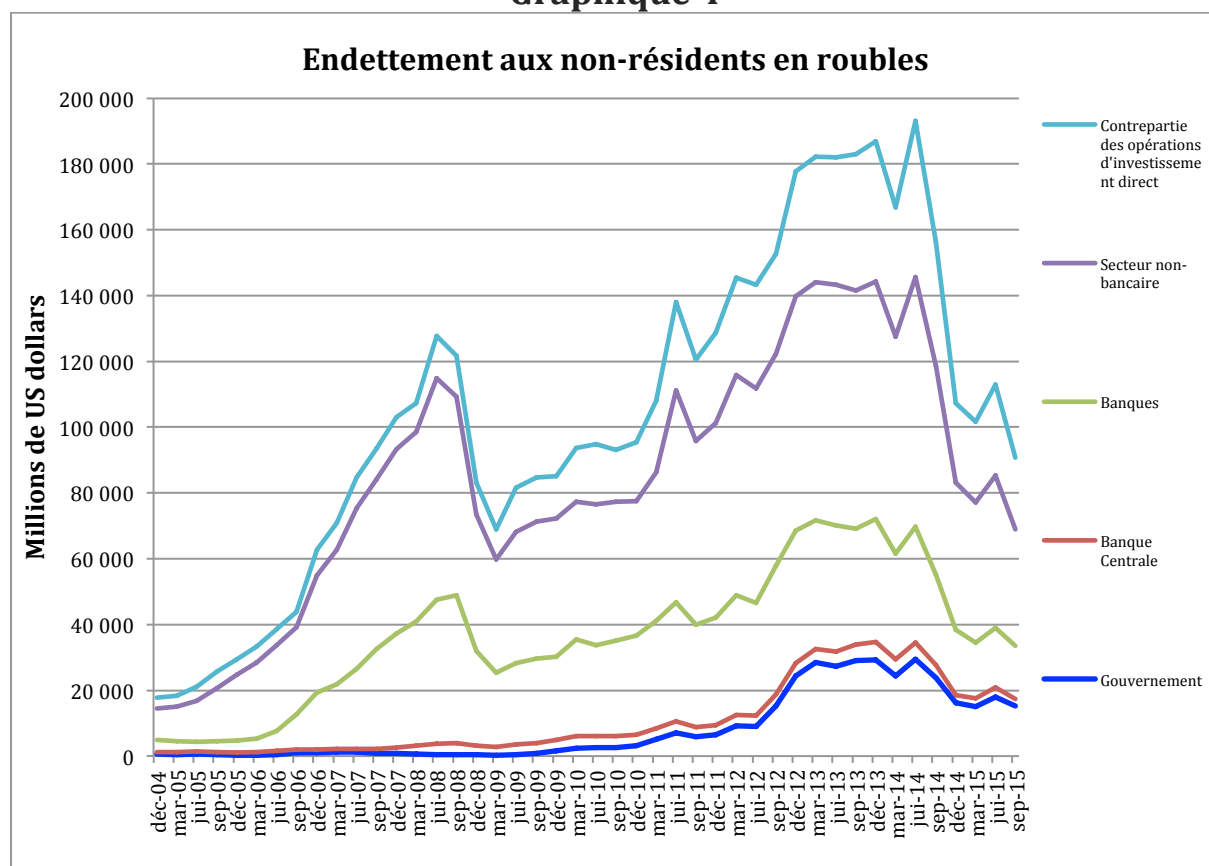


Source : Banque Centrale de Russie

La crise financière internationale provoque une baisse de cet endettement, baisse qui se poursuit jusqu'en juin 2010. Il se remet à progresser, mais à un rythme faible de juin 2010 à décembre 2013. Ceci montre que les acteurs économiques et financiers russes n'avaient pas renoncé au modèle de financement fondé sur l'étranger. Mais au sein de cet endettement on constate des mouvements différents entre le secteur bancaire et le secteur non bancaire. Le secteur non bancaire n'accroît pas son endettement jusqu'en décembre 2013. Par contre, les banques s'endettent très fortement dans la période qui va de juin 2010 à décembre 2013, avec un accroissement de 23%. Cela se traduit dans une augmentation du poids relatif de l'endettement des banques dans le total (graphique 3). Cet accroissement est lié à un pic d'activité dans les services financiers,

pic d'activité qui a profité en partie aux entreprises mais qui a servi aussi semble-t-il à des activités spéculatives. Par contre, l'endettement des entreprises s'accroît alors très brutalement dans le 1^{er} semestre 2014. En deux trimestres, l'endettement du secteur non bancaire s'est accru de 17,5%. Mais, dans le même temps on voit s'accroître l'endettement lié aux investissements directs étrangers de près de 87% sur la période. Ceci se constate dans la répartition par acteurs de l'endettement. Il y a eu un pic important de la part de l'endettement lié à l'investissement direct. Il semble bien qu'en partie ceci soit dû au secteur de l'automobile où des sous-traitants de premier et de deuxième rang sont venus s'installer sur la marché russe. Ceci correspondait à des décisions prises en 2012/2013 compte-tenu de l'importance potentielle du marché automobile en Russie. Ceci indique que les entreprises russes, mais aussi les entreprises étrangères, ont lancé toute une série de projets d'investissements à cette époque. On a atteint un sommet pour l'endettement en devises à la fin de juin 2014 avec un montant de 549 milliards de dollars.

Graphique 4



Sources : Banque Centrale de Russie

Puis, l'impact des sanctions financières s'est fait sentir. Cela a entraîné un second mouvement de désendettement des acteurs russes, et il est intéressant de constater qu'il fut nettement plus important sur le secteur bancaire que pour le secteur non bancaire. L'endettement s'est contracté de 29% pour les banques et de seulement 17% pour les entreprises non bancaires. L'endettement lié aux investissements directs étrangers ne s'est, quant à lui, contracté que de 4,5%. On voit donc que l'impact des sanctions financières a été très différent suivant les acteurs économiques. De plus, si l'on observe les crédits consenties par des non-résidents à des acteurs russes en roubles (graphique

4), on constate que les prêts en roubles ont suivi ceux en dollars jusqu'en 2012. Mais à partir de cette date, on note un effondrement des crédits aux banques tandis que ceux consentis au secteur non-bancaire et ceux liés aux investissements directs s'effondrent à partir de juillet 2014. Cela confirme bien et la dépendance du crédit (quel que soit la monnaie dans laquelle ce crédit est consenti) aux non résidents, et l'impact tant de la crise de 2008 que des sanctions financières prises à partir de juin 2014 (et de la menace implicite que représentait pour les banques occidentales le « précédent Parisbas »). D'une manière générale on constate qu'il y a eu un ensemble de facteurs qui a induit cette préférence pour l'utilisation de mécanismes financiers étrangers. Cela explique pourquoi les banques russes et les grandes entreprises sont devenues si dépendantes en monnaie étrangère, même si dans une large mesure des capacités de financement internes existent et auraient pu être utilisés pour financer le développement économique. Cette dépendance a eu des conséquences importantes sur les entreprises et les banques à partir du second semestre 2014. Elle a induit une vulnérabilité stratégique de la Russie. Mais, compte tenu de l'importance de l'excédent commercial de la Russie, et de la présence d'une forte épargne, on est en droit de se demander si ce recours aux banques et aux marchés financiers occidentaux a été justifié.

Le temps n'attend pas

Ce modèle de développement a été effectivement minée par la crise financière mondiale 2008-2010. Cette dernière avait provoqué l'interruption brutale d'une bonne partie des flux de financement extérieurs³. Le choc sur l'économie russe fut donc important, même s'il est incontestable qu'il fut aggravé par des erreurs évidentes de politique économique. Les crédits obtenus sur les marchés financiers étaient devenus de plus en plus répandus avec des taux de plus en plus accessibles. Mais, la situation s'inverse complètement dès le début de la crise de 2008⁴. En raison de la crise de liquidité qui paralyse l'action des banques, les crédits deviennent inaccessibles et les taux bancaires s'élèvent à plus de 20% dans certaines banques. « *Non, nous n'avons jamais effectué de crédit à la banque. Il est impossible de le faire car le taux d'intérêt s'élève à 24 %.* »⁵ Et pourtant le budget d'Etat prévoyait des sommes très conséquentes pour soutenir le fonctionnement des banques pour qu'elles n'interrompent pas leurs activités, budget qui devait en principe et en partie aider à soutenir l'activité des PME par le crédit pendant la crise. « *Les principaux succès de la politique économique du gouvernement à la fin du mois de janvier 2009 furent l'interruption des faillites en masse des grandes entreprises russes et en particulier des banques, le soutien de l'économie « hors de l'eau » la préservation de la stabilité sociale.* »⁶ Mais les banques ne se pressèrent pas à distribuer les aides aux PME sous forme de crédits à taux raisonnables. En effet, étant déresponsabilisés et ne jouant

³ Sapir, J., (2009), 'From Financial Crisis to Turning Point. How the US 'Subprime Crisis' turned into a worldwide One and Will Change the World Economy' in *Internationale Politik und Gesellschaft*, n°1/2009, pp. 27-44.

⁴ US Congress, JEC, (2007), *The Subprime lending crisis – The economic impact on Wealth, Property Values and Tax Revenues, and How We Got There*, Report and Recommendations by the Majority Staff of the Joint Economic Committee, US-GPO, Octobre 2007.

⁵ Gourova, Anna, entrepreneur dans le domaine de la décoration, Moscou, 2010. Cité dans la thèse de Mme Anna Khlopova-De Montfort, thèse soutenue au printemps 2016.

⁶ Nekipelov, A. (2012), 'l'instauration d'une économie de marché en Russie' in, sous la direction de Jacques Sapir, *La transition russe, vingt ans après, L'instauration d'une économie de marché*, Paris, Edition des Syrtes, 2012, p. 110

pas un rôle actif dans l'économie du pays, elles n'assument pas leur rôle de soutien envers les PME.

Le retour à ce qui semblait constituer une situation « normale » à partir de la seconde moitié de 2010 à entretenu l'illusion d'une possible perpétuation de ce modèle. Mais ce modèle s'est effondré lorsque les États-Unis et l'Union européenne ont mis en œuvre les mécanismes des "sanctions". Il convient ici de comprendre que l'on ne parle pas des sanctions frappant des individus ni des sanctions matérielles qui ont été le plus souvent contre-productives⁷. Mais, les sanctions financières, coupant les banques russes et les grandes entreprises d'une grande partie de l'accès aux marchés financiers occidentaux, ou contraignant au moins sérieusement leur capacité à emprunter de l'argent, ont créé de graves difficultés. Ces dernières ont été aggravées avec l'énorme baisse des prix du pétrole et ceci a conduit à un affaiblissement extrême du rouble (graphique 5).

Graphique 5
Taux de change du rouble pour 1 US dollar



Source : Données de la Banque Centrale et calculs réalisés au CEMI-EHESS.

Il est vrai que le gouvernement russe a mis en œuvre une priorité sur le développement d'un secteur de la fabrication moderne dès les années 2012-2013. Mais, quand la crise ukrainienne a commencé à remodeler les relations internationales, la Russie n'avait pas rompu avec son modèle traditionnel de développement ni avec sa dépendance envers les marchés financiers internationaux. Dans une certaine mesure la crise dans les relations internationales pèse aujourd'hui pour rendre le changement de modèle à la

⁷ Asford E., « Not-so-Smart sanctions », in *Foreign Affairs*, January-February 2016, <https://www.foreignaffairs.com/articles/russian-federation/2015-12-14/not-so-smart-sanctions>

fois une nécessité absolue, mais aussi une entreprise très difficile. Jusqu'à présent, la Russie est toujours pris au milieu d'une sorte de nouvelle «transition», mais le temps lui est compté.

Bien évidemment la Russie a besoin de développer un secteur industriel fort pour servir tout à la fois le marché intérieur et pour pouvoir prendre pied le marché d'exportation comme exportateur de biens manufacturés. Il est clair qu'à cet égard la forte baisse du rouble crée une situation favorable. Ainsi, la responsable de la Banque Mondiale pour la Russie, Mme Birgit Hansl⁸ voit dans la dépréciation actuelle du Rouble les signaux d'une prochaine croissance de l'économie Russe.

Ceci est parfaitement dans la ligne de la version d'octobre 2015 du rapport *World Economic Outlook* du Fond Monétaire international. Mais, une telle évolution ne signifie pas qu'il faille arrêter le développement du secteur des produits de base. En fait, le secteur du pétrole et du gaz pourrait devenir des grands consommateurs de produits manufacturés russes. La question principale ici est plus de savoir comment assurer le développement de produits manufacturés sans compromettre la production de matières premières. Ceci pose non seulement un problème de développement de nouvelles productions, mais aussi celui du changement de toute la structure de l'industrie russe car un nombre important de nouvelles entreprises devront être créées pour développer ces nouvelles productions. Mais, ceci pose aussi le problème des structures de financement capables de soutenir ces nouvelles entreprises. Ce développement est donc un défi pour une industrie habituée à compter sur de grands groupes intégrés.

Des progrès ont été réalisés dans la bonne direction. Certaines branches industrielles ont mieux résisté à la crise actuelle que la moyenne de l'économie. Certains ont même connu une croissance réelle par rapport à 2014. Ceci est en partie lié à l'énorme dépréciation du taux de change du rouble qui a eu pour effet de stimuler la compétitivité des produits manufacturés et pour une autre partie à l'essor des exportations d'armes (qui sont des biens manufacturés).

Mais quel que soit les facteurs qui sont derrière cette montée en puissance des exportations de biens manufacturés, cette dernière prouve que la Russie dispose d'un fort potentiel d'exportation pour les produits manufacturés. La part des biens de consommation produits en interne est également en augmentation rapide sur le marché intérieur. Néanmoins, l'investissement est encore et toujours un problème déterminant pour les branches avec un fort potentiel. Nous sommes à nouveau face à la difficulté de définir un nouveau modèle de développement intégré et les structures financières qui lui sont associées.

La question du Rouble

En fait, on peut se demander si le gouvernement russe n'a pas délibérément usé de l'arme d'une dépréciation du Rouble au début de l'année 2014 pour favoriser le changement structurel d'une économie jusque là trop dépendante tant de la finance internationale que du cours des matières premières.

Le Rouble a été affecté par le prix du pétrole et par un mouvement de dépréciation correspondant à la correction de la surévaluation relative qu'il avait connue depuis 2007. En fait on voit trois facteurs qui ont pesé sur le taux de change :

⁸ Hansl B., « With the ruble depreciation, 'Made in Russia' could once more become a worldwide trademark », *Brookings Institution*, Washington DC, 3 novembre 2015.

<http://www.brookings.edu/blogs/future-development/posts/2015/11/03-ruble-depreciation-russia-hansl>

1. La volonté du gouvernement de stopper le mouvement de surévaluation du taux de change réel au début de 2014.
2. Les effets des sanctions financières qui ont empêché les entreprises russes de faire « rouler » leurs dettes et qui ont provoqué une forte demande pour le Dollar fin 2014, contexte qui a permis le déclenchement d'une spéculation *politique*, qui a été contrée violemment par la Banque Centrale de Russie.
3. La nécessité de laisser fluctuer le taux de change suivant les prix du pétrole pour maintenir les équilibres budgétaires en Russie.

De ce point de vue, il est important de se souvenir des chiffres quant aux ressources budgétaires de la Russie. Ces chiffres montrent (tableau 2) que si le rôle du secteur des hydrocarbures est mineur dans la production, il est déterminant pour la fiscalité et le développement du secteur financier.

Tableau 2
Impact sur le budget des exportations d'hydrocarbures (en % des recettes)

	En % du Budget consolidé				
	2010	2011	2012	2013	2014
Huile (brut et produits dérivés)	28.5	31.9	32.7	32.2	33.2
Gaz	2.3	3.2	3.7	4.3	4.1
Autres	69.2	64.9	63.6	63.5	62.7

Source: FCS, Federal Treasury of Russia

On constate alors que si le secteur des hydrocarbures représente à peine 10% du PIB il joue un rôle tout à fait central dans la fiscalité russe. Il s'en déduit qu'un lien doit exister à la fois entre le prix du brut et l'équilibre budgétaire, mais aussi entre ce prix du brut et le taux de change du rouble contre le dollar. Si l'on regarde les résultats depuis décembre 2013 en corrigeant le taux de change nominal de l'écart d'inflation entre la Russie et les autres pays on constate que le taux de change *réel* du rouble s'est fortement déprécié par rapport au niveau initial. Si l'on admet que le Rouble était surévalué d'environ 12% en décembre 2013, cela veut dire que le taux de change *réel* est aujourd'hui déprécié de plus de 40%.

Ce changement est en train d'avoir des conséquences profondes sur l'économie. Les producteurs russes gagnent désormais des marchés, que ce soit en Russie, face aux produits importés, ou à l'exportation. Et cela se traduit par une poussée de l'investissement dans certains secteurs comme les équipements électrotechniques (+30%), la chimie (+23%), les constructions mécaniques (+18) ou les matières plastiques et le caoutchouc (+15%). Ces chiffres sont importants, car ils indiquent que c'est l'industrie russe toute entière qui, du fait de la dépréciation du Rouble, est en train de se moderniser et de se transformer. Ceci est entièrement cohérent avec les travaux des chercheurs du Fonds Monétaire international⁹. On peut le constater en détail en lisant le troisième chapitre du *World Economic Outlook* pour octobre 2015 ainsi que la note publiée à ce sujet sur *RussEurope*¹⁰. Ces travaux indiquent que les mouvements des

⁹ Daniel Leigh, Weicheng Lian, Marcos Poplawski-Ribeiro, Viktor Tsyrennikov, « Exchange rates still matter for trade », document posté sur le site du CEPR le 30 octobre 2015,

<http://www.voxeu.org/article/exchange-rates-still-matter-trade#.Vjhy77aVWtw.twitter>

¹⁰ Voir la note du 7 novembre 2015 « L'Euro et le FMI », <http://russeurope.hypotheses.org/4446>

taux de change ont bien des effets importants sur les flux commerciaux¹¹. Un pays qui déprécie sa monnaie de 10% peut compter sur un gain de commerce d'environ 1,5%, toutes choses étant égales par ailleurs. Le gain peut même aller de 0,5% à plus de 3%. Il n'y a donc pas de « déconnexion » entre le commerce international et les prix, bien au contraire¹². En fait la stratégie des firmes fait bien une place importante au prix du produit¹³. Encore faut-il que le financement de ces firmes soit bien assuré. L'un des points importants du *World Economic Outlook* d'octobre 2015 réside dans l'importance qu'il donne – à juste titre – sur les institutions financières nécessaires pour qu'un pays puisse profiter pleinement de la dépréciation de sa monnaie. Or, la réaction somme toute très modérée de l'économie russe à la forte dépréciation du change montre bien qu'il y a un problème majeur avec les institutions financières.

Tableau 3
Résultats pour l'année 2016

	PIB	Commerce de détail	Salaires réels	Chômage	Construction	Industrie
janv-16	-2,60%	-6,40%	-3,60%	5,80%	-4,20%	-2,70%
févr-16	-0,60%	-4,70%	0,60%	5,80%	0,40%	1,00%
mars-16	-1,80%	-6,20%	1,50%	6,00%	-1,40%	-0,50%
avr-16	-0,70%	-5,10%	-1,10%	5,90%	-5,90%	0,50%
mai-16	-0,60%	-6,40%	1%	5,60%	-9,00%	0,70%
juin-16	-0,60%	-6,20%	1,10%	5,40%	-10,50%	1,70%
juil-16	-0,80%	-5,10%	-1,30%	5,30%	-2,90%	-0,30%
août-16	0,20%	-5,00%	2,70%	5,20%	-2,00%	0,70%
sept-16	-0,70%	-3,40%	1,90%	5,20%	-6,80%	-0,80%
oct-16	-0,50%	-4,20%	0,40%	5,40%	-0,80%	-0,20%
nov-16	-0,40%	-4,10%	1,70%	5,40%	1,40%	2,70%
déc-16	-0,30%	-3,50%	1,50%	5,30%	2,00%	3,30%
Moyenne pour l'année	-0,8%	-5,0%	0,5%	5,5%	-3,3%	0,5%
Moyenne 2ème semestre	-0,4%	-4,2%	1,2%	5,3%	-1,5%	0,9%

Source : GKS

La question récurrente du « trilemme » de politique monétaire et le contrôle des capitaux

Cela soulève une question importante. Le gouvernement russe pourrait-il concevoir vraiment ce changement de modèle, et mettre en œuvre une réelle politique de

¹¹ Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Ernesto Talvi, "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises." *NBER Working Paper 12101*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2006.

¹² Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, "The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited." In *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, edited by Richard H. Clarida, pp. 339–76, Chicago, University of Chicago Press, 2007.

¹³ Burstein, Ariel, and Gita Gopinath, "International Prices and Exchange Rates." In *Handbook of International Economics*, Vol. 4, édité par Gita Gopinath, Elhanan Helpman, et Kenneth Rogoff, Amsterdam, North-Holland, 2014. Voir aussi, Campa, José Manuel, and Linda S. Goldberg, "Exchange Rate Pass-Through into Import Prices." in *Review of Economics and Statistics*, Vol. 87, n°4, pp. 679–90, 2005.

diversification de l'économie, sans refonte massive du système de financement¹⁴? Jusqu'ici, le gouvernement a promis de persévérer dans sa volonté d'utiliser des mécanismes fondés sur le marché. Il n'y a rien de mal ici. Mais cela dépend beaucoup du genre de mécanismes fondés sur les marchés qui sont utilisés et aussi de quels marchés qui servent de référence. La présence d'« échecs de marché » est un fait bien connu en économie¹⁵. Ces « échecs de marché » imposent des mesures réglementaires et institutionnelles spécifiques. C'est en particulier le cas avec les contrôles de capitaux, qui pourraient permettre de « lisser » les fortes fluctuations du taux de change. On sait, depuis la formulation du fameux « trilemme monétaire »¹⁶, qu'un pays ne peut pas avoir simultanément un taux de change stable, une politique monétaire indépendante et active et des marchés de capitaux ouverts. Tout pays, ou toute zone monétaire, est donc forcé d'ajuster en permanence le taux de change en raison de la réduction (éventuelle) du solde de la balance des paiements ou bien d'imposer des restrictions sur les transferts de capitaux car ces derniers se révèlent fortement procycliques¹⁷, ou bien de construire une politique monétaire qui prendra en compte la politique monétaire d'autres pays (et qui perdra alors son autonomie par rapport aux objectifs particuliers de la politique économique) s'il veut maintenir un taux de change relativement stable. Le problème de la stabilité financière est ainsi lié à celui de la stabilité monétaire¹⁸. On sait aussi qu'un taux de change laissé aux seules forces du marché peut être entraîné à la baisse ou à la hausse par des spéculations à court voire très court terme¹⁹. C'est ce qui a entraîné un retour en grâce de l'idée de contrôles des capitaux et cela y compris au sein du FMI²⁰.

¹⁴ Moiseev A. (2015), « "Импортозамещение" денежно-кредитной политики », [La politique Monétaire de substitution aux importations] *Document de Travail de l'IPEN-RAN*, Moscou, <http://ecfor.ru/pdf.php?id=pub/moiseev01>

¹⁵ Ou Market Failures. Sur ce point Stiglitz J.E. (1989), 'Markets, Market Failures, and Development', in *The American Economic Review*, Vol. 79, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and First Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1989), pp. 197-203. Besley T., (1994), 'How do Market Failures Justify Interventions in Rural Credit Markets?', in *World Bank Research Observer*, vol.9, n°(1), pp. 27-47. Rodrik D., (2008), 'The Real Exchange Rate and Economic Growth' in *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2008, pp. 365-412.

¹⁶ Obstfeld M., Jay C. Shambaugh et Alan M. Taylor (2004), 'The Trilemma in History : Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policy and Capital Mobility', *Working Paper 10396*, NBER, Cambridge, Ma.

¹⁷ Kaminsky G.L., C.M. Reinhart and C.A. Végh (2004), 'When it Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies', *Paper prepared for the NBER 19th Conference on Macroeconomics*, 13 Août 2004, IMF, Washington DC.

¹⁸ Goodhart, C.A.E., and D.P. Tsomocos (2007), 'Analysis of Financial Stability', *Working Paper 2007 FE04*, Oxford UK, Oxford Financial Research Center, Oxford.

¹⁹ Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart. (2002), 'Fear of Floating', in *Quarterly Journal of Economics* Vol. 117 (May), pp. 379-408. Borenzstein, E., J. Zettelmeyer, et T. Philippon (2001), Voir aussi Gallagher K., B. Coelho, (2010) 'Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand', *PERI Working Paper Series*, n° 213, Amherst (Ma.), University of Massachusetts Amherst, janvier, Monetary Independence in Emerging Markets: Does the Exchange Rate Regime Make a Difference ? *IMF Working Paper WP/01/1*, IMF, Washington DC.

²⁰ Ostry J. *et al.*, (2010) 'Capital Inflows: The Role of Controls', *International Monetary Fund Staff Position Note*, Washington (D. C.), FMI. Voir aussi Buiter W., (2009), "The return of capital Controls", in *VoxEU*, February 20th, 2009, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3104>. Blanchard, O. and J.D. Ostry, (2012), 'The Multilateral approach to capital controls' on *Vox EU*, 11 Décembre, URL: <http://www.voxeu.org/article/multilateral-approach-capital-controls>. Beattie

Pour la Russie, il était important de bénéficier d'un taux de change relativement stable et surtout d'éviter de fortes appréciations et dépréciations dont le potentiel déstabilisateur sur l'économie est grand. C'est pour cela qu'il était nécessaire de construire une politique monétaire raisonnable. Mais, cette dernière a été en fait basée sur la politique monétaire de la Réserve Fédérale (FED) et de la BCE. Cela a donc conduit à l'"importation" d'une doctrine de politique monétaire par la Banque Centrale qui n'était pas nécessairement adaptée à la situation économique de la Russie, et ceci alors même que cette politique « importée » était mise en cause dans ses pays d'origine²¹. Ceci s'est donc traduit par l'adoption de politiques monétaires²² inspirées par le « nouveau consensus macroéconomique »²³, et en particulier par le ciblage de l'inflation²⁴. Or, le rôle de la Banque Centrale ne pouvait se réduire à la simple lutte contre l'inflation. Cette dernière pouvait parfaitement avoir une dimension structurelle. La politique de ciblage de l'inflation (*Inflation Targeting*) s'est avérée une impasse²⁵, ce qui était prévisible en raison ses contradictions théoriques de cette politique²⁶. La réaction de la Banque Centrale en décembre 2014 quand, devant une crise momentanée, elle augmenta fortement les taux d'intérêts, provoqua un choc important dans l'économie russe. Les taux augmentèrent très fortement dans les relations entre les banques. Ceci se traduisit par une forte hausse des taux envers les clients.

De fait, la politique de la Banque Centrale face à la crise du taux de change du rouble de décembre 2014 fut typique d'une doctrine qui reste marquée par le « Nouveau Consensus Monétaire »²⁷, que ce soit dans ses objectifs ou dans ses méthodes. L'utilisation du taux d'intérêt pour tenter de contenir une crise spéculative de taux de change et pour combattre l'inflation est logique uniquement dans le cadre théorique de ce « Consensus »²⁸. On sait qu'une hausse du loyer de l'argent, quand s'ouvrent des

A. (2012), 'IMF drops opposition to capital controls', in *Financial Time*, 3 décembre, URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e620482e-3d5c-11e2-9e13-00144feabdc0.html>

²¹ Fullwiler, S.T., et G. Allen, (2007), "Can the FED target Inflation? Toward an Institutional Approach" *Journal of Economic Issues*, Vol. 41, n°2/2007, p. 485-494.

²² Central Bank of the Russian Federation, (2008), *Guidelines for the Single State Monetary Policy in 2009 and for 2010 and 2011*, Document approved by the Board of Directors, October 17th, 2008, Moscow, Octobre 2008

²³ Goodfriend M., et R.G. King, (1997), "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy" in Bernanke B.S., and J.J. Rotemberg (edits), *NBER Macroeconomic Annual 1997*, MIT Press, Cambridge, MA. Voir aussi Wynne, M.A. (1999), *Core Inflation: A Review of Some Conceptual Issues*, ECB Working Paper n°5, Banque Centrale Européenne, Francfort.

²⁴ Sapir J., (2010), 'La Russie dans la crise internationale 2008-2009 : un premier bilan', *Revue d'études comparatives est-ouest*, vol. 41, n° 3, septembre, pp. 5-42

²⁵ Papadimitriou D. et L.R. Wray, (2007), "Targeting Inflation: The Effect of Monetary Policy on the CPI and its Housing Component", *Public Policy Brief n° 27*, Annandale-on-Hudson, (NY), The Levy Economics Institute of the Bard College.

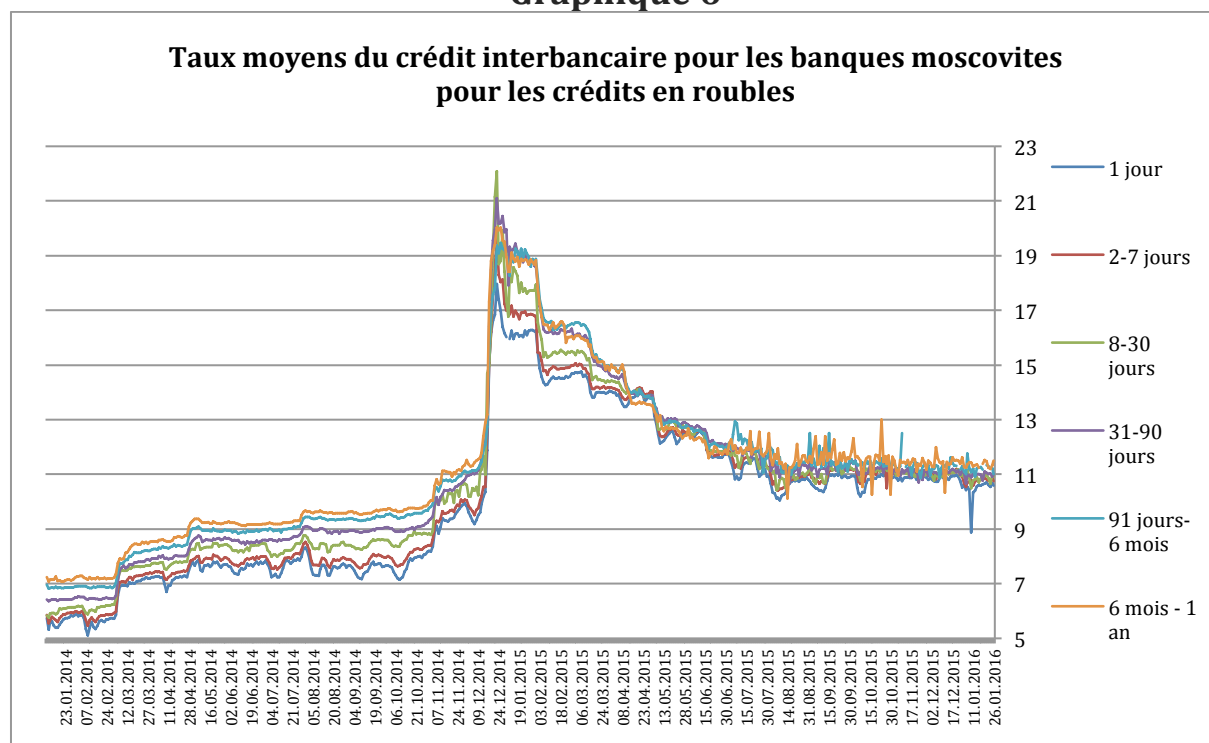
²⁶ Arestis P., et M. Sawyer (2008), "A Critical Reconsideration of the Foundation of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32, n° 5, pp. 761-779

²⁷ Bernanke B.S., et F.S. Mishkin (1997), 'Inflation Targeting: A New framework for Monetary Policy' in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n°1/1997, pp. 97-116. Voir aussi Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin et A.S. Posen, (1999), *Inflation Targeting: Lessons from International experience*, Princeton University Press, Princeton, N.J..

²⁸ Kim S., et S.-H. Kim (2007), 'Financial Panic and Exchange Rate Overshooting During Currency Crises', *International Economic Journal*, mars 2007, Vol. 21, n°5, pp. 71-90. Svensson, L.E.O.

perspectives de gains spéculatifs très importants, n'a qu'une très faible capacité à limiter des comportements spéculatifs²⁹. Le coût à payer dans le développement économique pour des résultats qui ont été très limités s'est avéré excessif.

Graphique 6



Source : Banque Centrale de Russie

L'alternative était la fermeture du marché des capitaux ; mais cela aurait impliqué une réduction potentielle de l'investissement direct étranger. Cependant, on a historiquement constaté que la fermeture du marché aux flux de capitaux à très court terme (ce que l'on appelle la « hot money ») n'a pas empêché l'investissement étranger direct.

Au contraire, dans un certain nombre de cas, cela l'a stimulé. On avance alors l'argument qu'un contrôle des capitaux aurait entraîné l'incapacité des sociétés russes à exporter des capitaux à l'étranger. Or, la conquête des marchés étrangers (et la croissance externe des entreprises du secteur minier³⁰) a été considérée comme une partie naturelle de la croissance des entreprises nationales. Pourtant, certains experts, comme l'académicien Sergueï Glaziev³¹, ont considéré que la fermeture du marché des capitaux constituait une étape nécessaire dans le développement de l'économie russe. Ceci provient principalement de ce que les capitaux étrangers sont pour leur grande majorité

(1999), " Inflation targeting as Monetary Policy Rule" in *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n°3/1999, pp. 607-654.

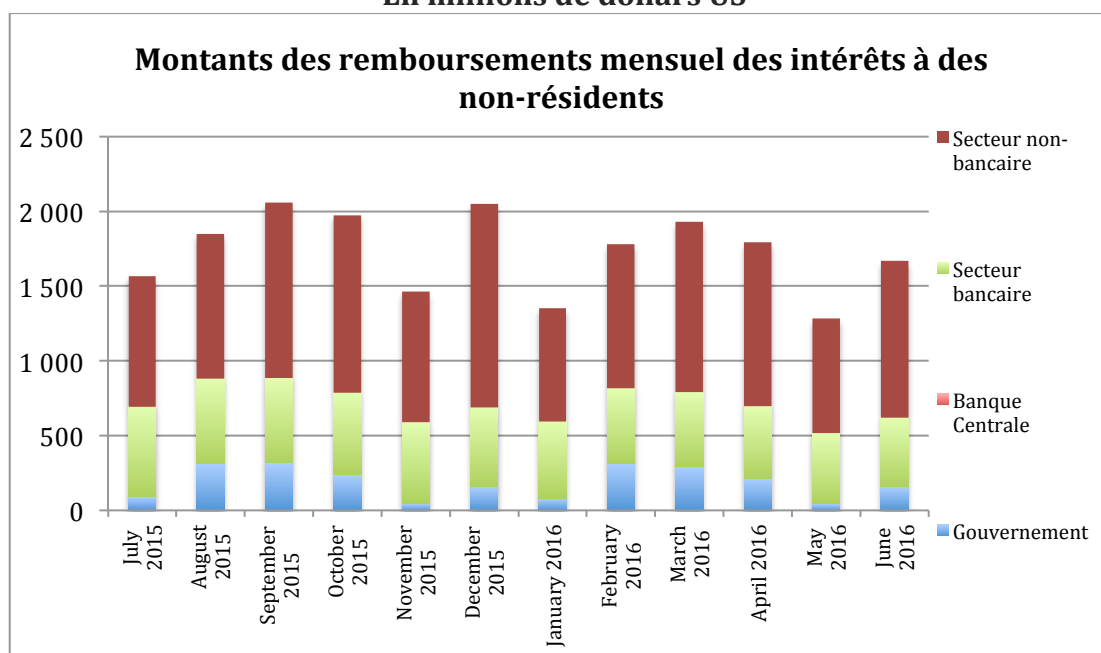
²⁹ Weber A., W. Lemke and A. Worms, (2008), "How Useful is the Concept of the Natural Real Rate of Interest for Monetary Policy", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32, n°1, pp. 49-63.

³⁰ Durand, C., (2007), « Pourquoi les firmes métallurgiques russes s'internationalisent-elles ? Une perspective institutionnelle et systémique », in *Revue d'études comparatives est-ouest*, vol. 38, n°1, mars, pp. 151-194.

³¹ Glaziev S., (С. Глазьев) 2015, 'О таргетировании инфляции' [Le Ciblage de l'Inflation] in *Voprosy Ekonomiki*, N°9/2015, pp. 1-12.

constitués par des placements spéculatifs à court terme qui visent à engendrer des revenus et qui ne peuvent pas devenir de véritables investissements en actifs fixes. Sergueï Glaziev défend depuis des années l'idée que la Russie ne pourra atteindre un développement durable qu'en se retirant partiellement du système financier international³². Il faut aussi signaler qu'un spécialiste de la finance comme Robert Shiller considère depuis le début des années 2000 que le système financier est largement devenu la proie de comportement de jeu sans correspondance avec les réalités du développement économique³³. On constate d'ailleurs aujourd'hui que le modèle de financement que l'économie russe a suivi a conduit à une charge en intérêts importante au profit des non-résidents (graphique 7).

Graphique 7
En millions de dollars US



Source : Banque Centrale de Russie

Ce problème caractérise d'ailleurs l'ensemble des pays en développement, que l'on appelle aujourd'hui « émergents »³⁴. En outre, Glazyev - dans son travail³⁵ - introduit une dimension supplémentaire au trilemme habituel, le qualifiant alors de « quadrilemme ». Il considère en effet que l'opportunité d'émettre une monnaie de réserve a joué un rôle particulier dans l'atténuation des effets de la crise financière mondiale. A l'inverse, Shibanov reste fidèle à la position *pré-2010* du Fond Monétaire

³² Glazyev S. Yu. et G.G. Fetisov, (2013), 'On the strategy of sustainable development of Russia's economy' in *Economic and Social Changes*, n° 25 (1/2013), pp. 18-28 ?

³³ Shiller R.J. (2005), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2^{ème} édition

³⁴ Gallagher K.P., Griffith Jones S. and J.A. Ocampo (eds), (2012), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Pardee Center for the Study of the Longer Range Future, Boston University. Rodrik D., and Arvind Subramanian, (2009), 'Why Did Financial Globalization Disappoint?' in *IMF Staff Papers*, Volume 56, Number 1, pp. 112-138.

³⁵ Glaziev S. (2015), 'Эксперименты ценою в суверенитет' [Les expériences du coût de la souveraineté] in *Ekspert* n°28 (951).

International et rejette les contrôles de capitaux, soutenu en cela par la référence à l'expérience de pays comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud³⁶.

Le problème de la volatilité des taux de change peut être, selon cet auteur, largement résolu par des prises en pension de titres en devises. Shibanov reste fidèle au cadre théorique du « Nouveau Consensus Macroéconomique », alors que ce dernier est désormais largement contesté³⁷. Quant à la capacité d'une mesure technique de remplacer le contrôle des capitaux, elle semble faire bon marché de la question du risque de liquidité et de contagion³⁸. Le cas du Mexique montre bien la nature très destructrice de la forte volatilité des changes³⁹. Seuls des contrôles de capitaux sont en mesure de prévenir les phénomènes de contagion qui se manifestent lors des grandes crises financières avec une force particulière, mais qui caractérisent les marchés financiers d'une manière très générale⁴⁰.

L'idée de « quadrilemme » avancée par Glaziev correspond en réalité à un article important qui fut publié en 2008⁴¹. Cet article introduit effectivement la quatrième dimension - la présence de réserves de devises. Il est clair que le fait d'avoir des réserves de change permet à un pays d'avoir le temps de mener une politique monétaire indépendante, sans contrôle circulation des capitaux et de maintenir un taux de change stable. Mais, le coût d'une telle politique est assez élevé⁴². Ainsi, la Russie a tenté de limiter le mouvement du taux de change du rouble au détriment de ses réserves de change en 2008. Ceci a entraîné une forte baisse du montant des réserves. Il semble bien que cette expérience ait convaincu les dirigeants de la Banque Centrale de Russie de laisser flotter le rouble. Cette politique a été mise en place dès la fin de 2013. Aussi, quand les prix du pétrole se sont mis à baisser, les dirigeants russes ont laissé le rouble se déprécier et ils n'ont utilisé les réserves de change que pour limiter l'impact du remboursement des dettes extérieures des banques et des sociétés, remboursement

³⁶ Shibanov A., (2015), 'Сергей Глазьев и политика ЦБ РФ' [Sergey Glaziev et la politique de la BCR] in TrV-Nauka, № 190, pp. 6-7

³⁷ Goodhart, C.A.E., (2008), "The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face facts", paper presented to the 12th Conference of the Research Network *macroeconomics and Macroeconomic Policy*, Berlin, Germany, 31 Octobre - 1^{er} Novembre 2008. Galbraith J. K., (2008), "The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary Consensus", *Policy Note 2008/1*, Annandale-on-Hudson, (N.Y.), The Levy Economics Institute of Bard College. Rodrik D., and Arvind Subramanian (2009), "Why Did Financial Globalization Disappoint?" op.cit.

³⁸ Cifuentes, R., G. Ferruci et H. Song Shin, (2005), "Liquidity Risk and Contagion", *Journal of the European Economic association*, Vol. 3, n° 2-3 (April-May), pp. 556-566.

³⁹ Hutchison M. N. et I. Noy (2002), "Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow reversals and Output Loss in Emerging markets", *Economic Policy Research Unit*, Institute of Economics, University of Copenhagen, 2002

⁴⁰ Gallegati, Mauro, Bruce Greenwald, Matteo G. Richiardi, and Joseph E. Stiglitz, (2008), 'The Asymmetric Effect of Diffusion Processes: Risk Sharing and Contagion', in *Global Economy Journal*, 8, 3, 2008, available at <http://www.bepress.com/gej/vol8/iss3/2>

⁴¹ Aizenman J, Menzie D. Chinn et Hiro Ito, (2008), 'Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time' in *NBER Working Paper No.14533*, Cambridge, Ma.

⁴² Rodrik D., (2006) "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", *International Economic Journal*, Vol. 20, n°3, pp. 253-266.

devenus nécessaires du fait des sanctions financières et de l'incapacité de refinancer cette dette.

C'est ce qui conduit, en conséquence, Glazyev à formuler ainsi l'un des aspects du « quadrilemme »: "Si la Banque nationale ne dispose pas d'un monopole sur la question d'une monnaie de réserve mondiale et si elle maintient ouverte le mouvement transfrontalier de capital, elle ne peut pas contrôler le taux de change ou les taux d'intérêt⁴³."

Existe-t-il une alternative ?

On mesure alors l'intérêt que peut soulever l'expérience de la France, mais aussi celle d'autres pays, qui ont fait fonctionner pendant des décennies leurs économies dans des cadres fortement réglementés en ce qui concerne le financement des entreprises, et dans le cadre d'un contrôle des capitaux pour les relations entre ces économies et le marché mondial. Les prêts consentis à des secteurs spécifiques de type spécifique pour des entreprises à faibles taux d'intérêt soit pour couvrir capital circulant ou investissement en capital fixe ont été une caractéristique des économies européennes dans les années 1950 jusqu'au début des années 1980. Parce que la Banque Centrale et le ministère des Finances sont encore très prudents, et la prudence pourrait être bien expliqués par les souvenirs douloureux de la crise de 1998, le système de financement de la Russie est resté très peu développé⁴⁴.

Un problème majeur ici est le sens à donner à la politique de « ciblage de l'inflation » qui est suivie par la Banque Centrale officiellement depuis 2013. On l'a dit, ce ciblage de l'inflation est vivement discuté dans les pays occidentaux et cette politique n'est probablement pas indiquée pour la Russie dans la situation actuelle⁴⁵, car l'inflation présente une importante dimension structurelle⁴⁶. De plus, on peut montrer qu'un taux trop faible de l'inflation peut s'avérer un obstacle au bon fonctionnement de l'économie⁴⁷. Mais se pose alors la question de savoir quel est le niveau « normal » de l'inflation pour un pays donné, et ceci ne peut être dissocié de l'état des structures, tant matérielles qu'institutionnelles de ce dit pays. C'est ce qui justifie la notion d'inflation structurelle que l'on a développée par ailleurs.

De plus, présenter 4% comme la cible d'inflation lorsque l'inflation réelle est d'environ 13% est certainement la meilleure façon de perdre sa crédibilité. Il est un fait que les objectifs de la Banque Centrale sont multiples. Une Banque Centrale doit jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, mais elle doit aussi avoir son mot à dire dans l'organisation et la mise en forme du système bancaire ; enfin elle doit aussi assurer le financement de l'économie pour permettre que les objectifs de développement soient atteints. Le taux d'inflation ne peut être déterminé en abstraction à ces objectifs car l'inflation est elle-

⁴³ Glaziev S. (2015), 'Эксперименты ценою в суверенитет' op.cit..

⁴⁴ Speranskaia, T., (2005), Les enjeux de la croissance économique russe et les sources de son financement », *AcComEx*, Chambre de commerce et d'industrie de Paris, Septembre-Octobre, n°65.

⁴⁵ Sapir J., (2010), 'What Should Russian Monetary Policy Be' in *Post-Soviet Affairs*, Vol. 26, n° 4, Octobre-Décembre 2010, pp ; 342-372.

⁴⁶ Sapir, J., (2006), "Kakim dolzhen byt' uroven' infljicii? (O znatchenii davnykh diskucij dlja opredelenija segodnjachej strategii razvitija Rossii)" in *Problemy Prognozirovaniia*, n°3/2006, pp. 11-22.

⁴⁷ Akerlof G.A., W.T. Dickens et G.L. Perry, (1996) "The Macroeconomics of Low Inflation" in *Brookings Papers on Economic Activity*, n°1/1996, pp. 1-59. Andersen T.M. (2001), "Can Inflation Be Too Low ?" in *Kyklos*, vol. 54/2001, Fasc.4, pp. 591-602

même le résultat de déséquilibres structurels⁴⁸. Il est évident que depuis le printemps 2015, la Banque Centrale de Russie a assoupli sa position concernant le ciblage de l'inflation même si elle n'a pas changé de discours et continue de faire figurer l'objectif d'inflation (4%) à côté du chiffre de l'inflation réelle⁴⁹. Mais elle n'a pas encore mis au point une stratégie intégrée qui pourrait jouer main dans la main avec la stratégie économique. Cela crée un problème d'incohérence dans la politique économique du gouvernement car le ministère des Finances et la Banque Centrale poursuivent des objectifs divergents.

Le principal problème auquel la Russie est confrontée aujourd'hui est donc bien de réorganiser son secteur de financement pour permettre aux entreprises émergentes d'avoir la possibilité de se développer vraiment et de réduire fortement son exposition à la finance internationale. Pour ce faire, le gouvernement russe doit admettre qu'il aurait besoin d'un déficit budgétaire plus important que les 3% prévus jusqu'à présent pour 2016 et probablement jusqu'en 2018 (quelque chose qui pourrait être fait assez facilement en raison de l'inflation). Mais, il est encore plus important qu'il élabore une nouvelle structure de financement canalisant l'épargne russe vers les nouveaux secteurs et des entreprises et qu'il se protège des fluctuations de la finance globalisée. Il n'y a donc pas d'alternatives à un système de contrôle des capitaux, à la condition que ses fonctions en soient bien précisées et que la politique de la Banque Centrale change radicalement, cette dernière abandonnant tout lien avec le ciblage d'inflation et se dégageant de l'influence idéologique du « nouveau consensus monétaire ».

Ceci est une priorité absolue pour le gouvernement. Néanmoins il faut comprendre que cette priorité induirait un changement institutionnel considérable non seulement dans le secteur bancaire, mais aussi dans la façon dont la Banque Centrale gère la politique monétaire et dans les pratiques utilisées par le ministère des Finances.

⁴⁸ Sapir, J., (2006), "Kakim dolzhen byt' uroven' infljacji?", op.cit..

⁴⁹ Voir la page d'accueil du site de la BCR : <http://www.cbr.ru/eng/>