

### Rapport de voyage en Russie : Traité sur l'état de l'économie

#### Résumé

Depuis quelques années, la Russie affiche une croissance soutenue, d'où une nette amélioration de sa solvabilité. Elle serait même sur le point de s'élever au rang des pays ayant une cote de solvabilité élevée. L'apathie avec laquelle le dossier de la « réforme structurelle » est abordé est le seul facteur qui l'empêche encore d'obtenir cette cote de toutes les agences de notation, car on s'interroge encore sur la capacité du nouveau cabinet du président Poutine d'accomplir des progrès substantiels en ce domaine. Outre la forte dépendance de l'économie russe à l'endroit du secteur pétrolier et gazier, une incertitude considérable persiste quant à la trajectoire future de l'économie. Les motifs de cette incertitude sont très bien résumés par la célèbre boutade de Winston Churchill qui avait dit de la Russie qu'elle était « une énigme drapée de mystère ». Mais il avait aussi ajouté « que s'il y avait une clé à cette énigme, c'était l'intérêt national ».

Depuis le 11 septembre 2001, pratiquement tous les pays qui comptent au sein de l'économie mondiale ont redéfini ce qu'est leur intérêt national, et cela est assurément vrai pour la Russie. Il est intéressant de relever qu'avant les événements tragiques survenus à New York, l'idée que le pétrole n'était plus une marchandise stratégique gagnait du terrain, notamment au sein de l'Agence internationale de l'énergie. Aujourd'hui, plus personne ne se risquerait sur cette voie. Et comme Tim Ash de Bear Stearns le fait remarquer dans le présent rapport, le monde « d'après le 11 septembre » a été profitable à la Russie qui non seulement est riche en pétrole, mais est aussi laïque, et elle attire les États-Unis et d'autres pays comme la Chine, qui désirent diversifier leurs sources d'approvisionnement à l'extérieur du Moyen-Orient. En outre, maintenant qu'il semble admis que les cours du pétrole demeureront à des niveaux plus élevés que dans le passé, la Russie disposera, selon toute vraisemblance, des ressources budgétaires nécessaires pour poursuivre la reconquête de son statut de grande puissance pendant le deuxième mandat de Poutine.

Plus personne ne doute de la « volonté de payer » de la Russie. Cependant, sa « capacité de payer » à moyen terme est devenue le facteur qui sous-tend l'analyse de sa solvabilité. En d'autres mots, la mise en œuvre des réformes structurelles nécessaires pour imprimer aux secteurs d'activité autres que celui du pétrole l'élan nécessaire à une phase d'expansion et pour accroître la marge de manœuvre économique du pays rendrait la croissance plus viable en permettant à d'autres agents économiques de prendre la relève. Certains des points soulevés par des personnes dont les propos sont relatés dans le présent rapport soulignent le lien entre la solvabilité de l'État russe et la diversification de l'économie :

- La réforme administrative et l'amélioration de la conjoncture économique sont inextricablement liées. À défaut de progrès réels sur le plan administratif, la Russie restera peu invitante pour les investisseurs étrangers.
- La forte concentration de l'économie continue de représenter un risque énorme. Presque 40 % de l'économie est en effet concentrée dans les mains de dix grands groupes industriels.
- Le taux de rendement du secteur pétrolier est considérablement plus élevé que celui des autres secteurs réunis, d'où son attrait de beaucoup supérieur pour les investisseurs. Pour en arriver à une saine diversification, il faudra parvenir à un meilleur équilibre dans le rendement relatif du secteur pétrolier et des autres secteurs.
- Fondamentalement, la Russie est parfaitement capable de maintenir les résultats actuels pendant quatre ou cinq ans, mais il lui sera difficile de le faire à plus long terme, qu'une réforme sérieuse soit entreprise

ou non. Tout repose donc sur la réponse à la question suivante : d'où viendront les solutions commerciales? Des entreprises elles-mêmes ou d'un resserrement des contrôles?

- L'attitude des Russes face à l'investissement direct étranger (IDE) se caractérise surtout par son ambivalence. Ce malaise peut être attribué à la persistance d'une « mentalité de contrôle » qui mène à la perception que l'investissement étranger est une menace à la puissance nationale.

Tous ces propos dénotent que pour défendre de manière éclairée leurs intérêts nationaux, les Russes devront renoncer à un niveau considérable de contrôle étatique et créer un environnement propice aux investissements au sein duquel les secteurs manufacturiers et autres pourront prendre de la vigueur. La Russie a besoin d'évoluer au-delà de ce que S&P a récemment décrit comme étant un « régime politique axé sur la personnalité du président ». Il faut également que l'application sélective des lois par les fonctionnaires (solicitation de rentes), que l'un des participants a baptisée de « corruption déguisée », soit significativement réduite. En bref, l'avenir économique de la Russie repose sur l'interprétation que l'on fera au plus haut palier du pouvoir de certaines notions comme la liberté économique et l'intérêt national, ce qui semble être confirmé par le fait que, comme la Banque mondiale l'a récemment constaté, la Russie a obtenu une croissance supérieure à 5 % uniquement à la faveur de la hausse des cours du pétrole.

Pendant notre séjour, nous avons pu constater de visu, bien que de manière limitée, les tendances en émergence les plus intéressantes au sein de l'économie russe. La consommation privée croît pratiquement au même rythme que le PIB et est actuellement 34 % supérieure au niveau atteint en 1998, même si à 50 % du PIB, elle demeure relativement faible. Les réformes annoncées dans les secteurs de l'habitation, de l'éducation et de la santé amèneront une augmentation des frais exigés pour ces services et la proportion de services gratuits diminuera. Le secteur des services de la Russie devrait donc poursuivre son expansion, sous réserve, là encore, que les réformes visant à réduire les dépenses publiques soient vraiment mises en œuvre. Nos discussions avec des représentants de la société AVK Securities, la société russe de commerce de valeurs mobilières comptant la plus importante clientèle de particuliers, nous ont aidés à mieux comprendre les tendances actuelles sur le marché des titres à revenu fixe et les marchés boursiers, tendances qui témoignent d'une confiance accrue des particuliers dans l'économie russe. Un analyste a indiqué que « la structure des marchés boursiers russes ne reflète pas encore entièrement la structure de l'ensemble de l'économie ». Ce facteur mérite qu'on s'y attarde. De plus, les émissions d'obligations de sociétés sont actuellement en forte croissance. Le créneau des obligations de sociétés libellées en roubles connaît une croissance particulièrement vigoureuse, est très diversifié et offre les rendements les plus attrayants. La composition du marché a visiblement changé au cours des six derniers mois : les sociétés de télécommunications et du secteur alimentaire ont accru leur part de marché à 17 % et 10 % respectivement. Le risque de change est l'un des facteurs qui explique la croissance du marché des obligations de sociétés libellées en roubles. Comme les sociétés exercent leurs activités en roubles, elles préfèrent maintenant des obligations dans cette monnaie dans la mesure où elle reste forte et continue de s'apprécier.

Malgré sa croissance impressionnante, le marché obligataire russe conserve une taille relativement modeste par rapport à celui des pays développés. En fait, de manière générale, l'économie russe est sous-endettée. Il existe actuellement en Russie un potentiel énorme de développement du système financier, et une certaine urgence d'y arriver. La nécessité de mettre sur pied des services d'intermédiation financière qui permettraient de transformer l'épargne en investissement et d'accroître la diversification est un autre thème important qui est ressorti de nos discussions. Il est ici plus particulièrement question du secteur bancaire. Le niveau d'investissement en Russie est insuffisant, mais ce n'est pas faute d'un manque d'épargne (32 % du PIB). Globalement, seulement 5 % des investissements environ sont financés par des prêts bancaires et cette proportion à tout le moins modeste vient en grande partie des groupes industriels du secteur financier.

Le rapport comprend également le compte rendu d'une discussion avec un analyste de Fitch responsable du Kazakhstan (ce compte rendu comprend notamment une analyse comparative des atouts et des faiblesses du Kazakhstan et de la Russie), des transcriptions mettant l'accent sur l'économie infranationale de Saint-Petersbourg et finalement, une transcription de notre discussion avec Nicolas Painvin de la maison Fitch concernant le risque infra-étatique. Cette dernière transcription constitue un complément utile à un document publié par EDC en octobre dernier intitulé *The Simple Economics of Sub-sovereign Risk*.

## Table des matières

1. Mise en perspective de la conjoncture russe..... pp. 4-5  
Roger Delous, Banque Raiffeisen
2. La Russie et L'Ukraine.....pp. 6-7  
Tim Ash, Bear Stearns
3. Cote de solvabilité de l'État russe..... pp. 8-9  
Robert Richards, Alexei Novikov and Elena Anankina, *Standard & Poor's*
4. L'économie russe..... pp. 10-12  
Maxim Kulikov, Groupe d'experts sur l'économie
5. L'économie russe..... pp. 13-14-15  
Anton Stroutchenevski, Troika Dialog
6. L'économie russe et les marchés financiers.....pp. 16-17  
Svetlana Palyanova, Vitaly Okulov et Mikhail Bakulev, AVK Securities
7. Marchés boursiers et entreprises russes.....pp. 18-19  
Erik Wigertz, United Financial Group
8. Développement de la Russie et intérêts des États-Unis.....pp. 20-21  
Dorothy L. Lutter, Diane Jones et Oganek Sarkisov, Ambassade des É.-U.
9. Cadre institutionnel de la Russie.....p. 22-23  
Arnold Trakies, Ambassade de l'Allemagne
10. Les banques et la régie d'entreprise en Russie.....pp. 24-25  
Maria Tikhomirova
11. Système bancaire de la Russie..... pp. 26  
Victor Titov, Association des banques du Nord-Ouest
12. Contexte et fondement de l'économie de Saint-Pétersbourg.....pp. 27-28  
Nina Y. Oding et Andrea P. Zaostrovsev, Centre Leontief
13. Conjoncture de l'investissement à Saint-Pétersbourg..... p. 29  
Nikolai Sivach, Association des entreprises en participation de Saint-Pétersbourg
14. Innovation et technologie dans la région du Nord-Ouest de la Russie.....pp. 30-31  
Alexander Malinovski, Centre de recherche stratégique du Nord-Ouest
15. Expérience de la Banque européenne pour la reconstruction  
et le développement en Russie.....pp. 32-33  
Alexei Sheloukin, BERD
16. Kazakhstan.....pp. 34-35-36  
Nick Eisinger, Fitch Ratings
17. Risque infra-étatique.....pp. 37-38-39  
Nicolas Painvin, Fitch Ratings

## Mise en perspective de la conjoncture russe

Roger Delous, Banque Raiffeisen (Saint-Pétersbourg, janvier 2004)

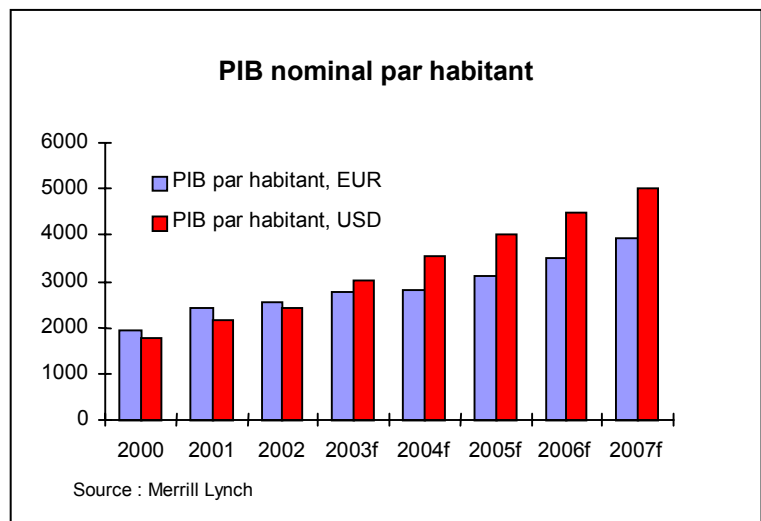
Roger Delous est vice-président et directeur général (Nord-Ouest de la Russie) pour la banque autrichienne Raiffeisen, qui voue un énorme intérêt à l'Europe centrale et à l'Europe de l'Est dans le cadre de sa stratégie globale de croissance. M. Delous fait carrière en Russie depuis plus de dix ans.

### Mise en contexte : structure de l'économie russe

- Les ingrédients de base nécessaires à l'expansion de l'économie russe hors Moscou et à sa diversification à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier sont là.
- L'économie de Saint-Pétersbourg se situe à mi-chemin entre la richesse de l'économie moscovite et la dure réalité économique des provinces plus éloignées.
- L'économie de Saint-Pétersbourg a souffert davantage que celle de la plupart des autres régions dans les années 90 à cause du tarissement des commandes militaires. À l'ère soviétique, Saint-Pétersbourg était en effet non seulement la capitale intellectuelle de la Russie, mais aussi le centre de son complexe militaro-industriel. La plupart des entreprises avaient pris l'habitude de ne travailler que pour un seul client : l'État.

### L'économie russe au cours des années 90

- Pendant les années 90, l'économie russe disposait de peu de liquidités et d'encore moins d'investissements.
- Les travailleurs touchaient leur salaire en produits qu'ils revendaient ensuite sur la rue. On voit à quel point l'économie a progressé, passant d'une sous-monetisation et du troc à une phase rapide de développement s'appuyant sur une monnaie nationale qui inspire confiance.
- Toujours pendant les années 90, personne ne voulait payer d'impôt. C'était aussi le cas pendant l'ère soviétique, car l'État possédait alors tout. En fait, à la chute de l'Union soviétique, les gens avaient perdu l'habitude de payer des impôts.
- En règle générale, les Russes n'avaient pas confiance dans leur gouvernement, ce qui explique en partie la vigueur de l'exode des capitaux.
- Cet exode des capitaux se manifestait essentiellement par le financement par la Russie d'investissements étrangers.
- La nouvelle constitution (1993) a établi de nouvelles règles du jeu, mais n'a pas procuré du jour au lendemain la stabilité à laquelle aspirait la Russie.



### Conclusions

- Pendant ses dix premières années d'existence, la nouvelle économie russe a été très axée sur les ressources naturelles et dominée par les oligarques. La famille eltsine y exerçait une influence déterminante.
- Poutine a alors reçu une vague d'appuis qui lui ont procuré l'élan nécessaire pour amorcer une série de réformes visant à stabiliser l'économie, à renforcer l'État et à amener le pays sur le chemin d'une croissance plus rapide et plus viable.

- L'histoire de Yukos était tout cela à la fois. L'argent conserve beaucoup de son importance sur la scène politique locale et les mesures prises dans l'affaire Khodorkovsky visaient à servir d'exemple aux autres oligarques.

## La Russie et L'Ukraine

Tim Ash, Bear Stearns (Londres, janvier 2004)

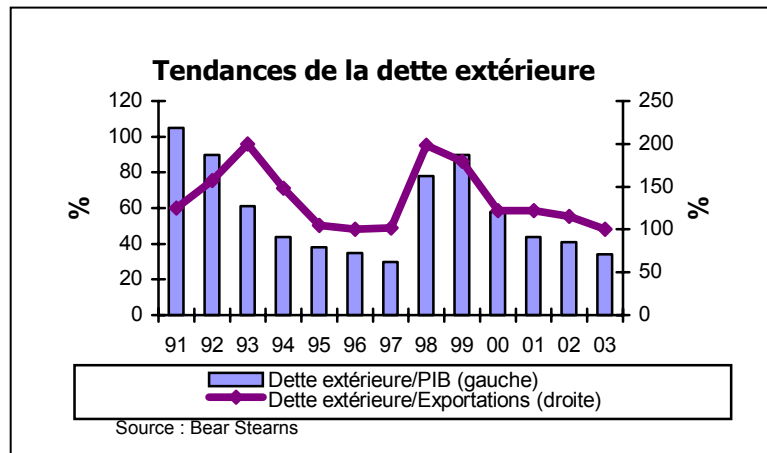
Tim Ash couvre la Turquie, la Russie et l'Ukraine pour la maison Bear Stearns. Il compte plus de dix années d'expérience en Russie. La maison Bear Stearns s'intéresse aux euro-obligations et M. Ash est très positif lorsqu'il parle de l'avenir de la Russie dans le contexte des émissions d'obligations. Il a mentionné en passant que la Chine est devenue un acteur important sur le marché du pétrole en Asie centrale où, bien sûr, la Russie exerce une influence considérable. Le Kazakhstan, notamment, se trouve dans la sphère d'influence géopolitique de Moscou et, « en dernier recours, la Russie accroîtrait la sécurité au Kazakhstan si on y percevait un problème ».

### Risque de crédit de la Russie

- La situation géopolitique s'est améliorée considérablement en Russie après les événements du 11 septembre 2001. La Russie est laïque, riche en pétrole et les États-Unis désirent diversifier leurs sources d'approvisionnement à l'extérieur du Moyen-Orient.
- La dette russe est peu élevée et décroît constamment. Plus personne ne remet en question la volonté de payer de l'État russe.
- M. Ash a abordé le sujet de la cote de crédit du pays qui, selon lui, devrait être rehaussée: « a) La gouvernance des sociétés chinoises n'est pas supérieure de beaucoup à celle des sociétés russes. b) Pourquoi l'Arabie saoudite détiendrait-elle une cote de solvabilité élevée et pas la Russie? »
- Le maintien des cours du pétrole à un niveau élevé joue en faveur de la Russie dans la mesure où la reprise mondiale se poursuit. La production pétrolière russe a récemment augmenté de 10 % par année et la croissance des exportations pétrolières devrait se poursuivre au rythme de 8 % à 10 %. En outre, la Russie gagne des parts de marché au profit des pays de l'OPEP. « Les Russes font valoir qu'ils ne font que reprendre la part soviétique du marché mondial. Quoi qu'il en soit, la Russie est actuellement extrêmement bien positionnée. »

### Poutine : un homme qui ne doit rien à personne et qui peut être dangereux

- La mission qui motive le président Poutine est simple : ramener la Russie au rang des grandes puissances mondiales. Cette mission est compatible à la « volonté de payer » de la Russie qui est maintenant incontestable. Sur ce dernier plan, la dynamique a changé de manière décisive en janvier 2000 lorsque Poutine, qui s'opposait à la position de Kasayanov, a décidé que la Russie ne se présenterait pas devant le Club de Paris, affirmant « qu'une grande puissance n'a pas recours au Club de Paris ».
- Poutine dirige le pays d'une main de fer. Selon M. Ash, des rumeurs courent depuis longtemps sur l'implication des forces de sécurité dans la planification des attentats à la bombe à Moscou il y a quelques années afin de justifier le retour des forces russes en Tchétchénie.
- Au départ, la Tchétchénie a permis à Poutine de sortir victorieux des élections de 2000. Maintenant, elle constitue un des moyens utilisés par le Président pour maintenir son emprise sur le pouvoir en rappelant au peuple russe la menace de désintégration qui plane au-dessus de sa tête et en soulignant son caractère impitoyable. L'intervention des forces russes était en quelque sorte un avertissement : « Ne contestez pas le pouvoir central, car vous allez rapidement constater que je n'accorde pas beaucoup de valeur à la vie humaine ».



- Khodorkovsky a donc commis une erreur de calcul en franchissant une ligne pourtant tracée clairement. En fait, il n'est pas faux de penser que les oligarques nuisent actuellement au développement de la Russie et que leur élimination faciliterait la vie aux investisseurs étrangers.
- M. Ash a cependant indiqué que parmi les oligarques, il faut faire des distinctions. Il y a ceux qui ont les mains un peu sales et ceux qui ont du sang sur les mains. Ces derniers sont jugés inacceptables pour la plupart des investisseurs étrangers. De nombreuses banques procèdent à des vérifications préalables approfondies afin de bien distinguer entre les deux. Il importe de souligner que si la fusion YukosSibneft/Exxon avait eu lieu, Khodorkovsky serait devenu intouchable.
- Le plus important risque pour Poutine est que personne n'ose plus diriger le pays sous ses ordres.
- Facteur accessoire, lors de notre dernière soirée en Russie, nous avons vu à la télévision française une entrevue avec Vladimir Fedorovski, un romancier russe qui vit à Paris et qui a déjà été un des principaux conseillers de Gorbatchev. Il avait plusieurs choses intéressantes à dire au sujet de Poutine et de la politique russe en général.
- Poutine est un grand manipulateur et il est l'homme des services secrets. En fait, nul ne peut vraiment comprendre l'histoire russe sans d'abord comprendre le rôle important qu'y jouent les services secrets.
- Les Russes aiment les figures autoritaires et ne sont pas prêts à vivre dans une véritable démocratie. Gorbatchev a déjà déclaré à Fedorovski : « Je suis un mauvais tsar parce que pour être un bon tsar, il faut avoir du sang sur les mains. » En ce sens, on peut dire que la complicité alléguée de Poutine dans les attentats à la bombe de Moscou en font un « bon tsar », ce qui explique peut-être en partie sa grande popularité.
- Federovski a aussi mentionné que c'est Ivan le Terrible qui, le premier, a instauré un règne de terreur en Russie et que cette tradition s'est perpétuée jusqu'à aujourd'hui. Les Russes sont un peuple métissé, à cheval entre l'Europe et l'Asie, et il est bien connu que les Asiatiques apprécient les « hommes forts ». En corollaire, les Russes, du fait de leur histoire, ont complètement perdu confiance dans les gens qui exercent le pouvoir.
- La plus grande partie de l'histoire russe s'est déroulée dans un genre d'autarcie sociale et politique. Cela explique pourquoi, après l'effondrement de l'Union soviétique, l'ouverture au monde a été si tumultueuse et douloureuse. La Russie est un pays qui s'adapte difficilement à la nouveauté.

## **Ukraine**

- La situation politique en Ukraine est très mauvaise. « On n'est pas en Georgie, mais on pourrait facilement se croire au Bélarus. »
- L'Ukraine est en fait une chasse gardée de Gazprom. Si jamais il y avait un litige commercial avec la Russie, l'Ukraine tomberait. En fait, la forte croissance de l'Ukraine au cours des dernières années a résulté de l'amélioration des relations avec la Russie depuis que Poutine en est devenu le président.
- Kuchma dépend de Poutine et les États-Unis ont été achetés par l'envoi de troupes ukrainiennes en Iraq.
- Il n'y a eu aucune réforme structurelle en Ukraine comparativement à la Russie. L'Ukraine est complètement dominée par les oligarques.

## Cote de solvabilité de l'État russe

*Robert E. Richards, Alexei Novikov et Elena Anankina, Standard & Poor's (Moscou, janvier 2004)*

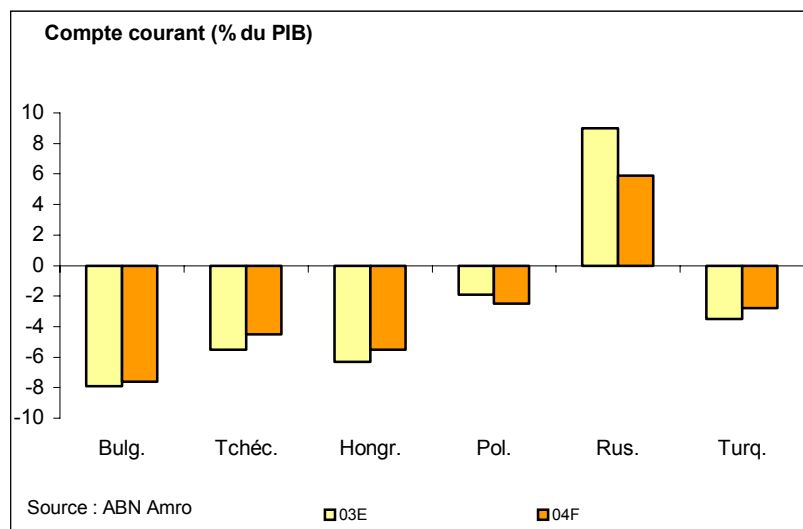
Rob Richards, Alexei Novikov et Elena Anankina sont, respectivement, directeur administratif, directeur et directrice adjointe du bureau de S&P à Moscou. M. Richards compte de nombreuses années d'expérience et a séjourné pendant une période considérable en Asie de l'Est pour le compte de S&P. M. Novikov est responsable de l'analyse des finances publiques russes tandis que M<sup>me</sup> Anankina s'occupe des titres de créance de sociétés en Russie.

### Russie et Asie

- La Russie ne bénéficie pas d'une culture aussi entrepreneuriale que celle des pays d'Asie de l'Est.
- En Russie, la relève politique est assez bien définie, une affirmation qu'on hésiterait à faire en parlant, par exemple, de la Chine. Cependant, le risque d'autoritarisme est beaucoup plus élevé en Russie. Par conséquent, S&P se concentre dans une mesure considérable sur le risque politique à cause de la possibilité toujours présente d'une crise. L'évolution exacte de la situation politique en Russie au cours des mois à venir reste très incertaine.
- Le niveau de tolérance à la corruption et à la sollicitation de rentes en Russie est plus élevé qu'en Asie de l'Est.

### Les titres souverains en Russie

- Les institutions russes sont faibles. Comme nous l'avons vu dans l'affaire Khodorkovsky, l'appareil judiciaire intervient parfois de manière sélective.
- Le ministère de l'Économie s'acquitte à la perfection de son rôle de « sage ».
- Les comptes courants et les comptes budgétaires de la Russie sont sains. Toutefois, « sur le plan conceptuel, ces comptes sont purement quantitatifs et ne disent rien sur la qualité ».
- La réforme des régimes de retraite a été un échec. L'objectif était de passer d'un système non provisionné à un système provisionné, de permettre aux régimes de retraite autres que publics de croître. (On voulait notamment favoriser un transfert des obligations d'État vers les actions en créant un système de régime de retraite du genre des régimes 401k aux États-Unis.) Cette réforme visait à accroître les rendements.
- Elle a échoué parce que le public n'a pas été informé de son existence. Par conséquent, seulement 2 % de la population est passée des régimes de retraite de l'État aux gestionnaires privés d'actif.
- Les risques liés à la mise en œuvre de cette réforme en Russie sont élevés parce que les institutions y sont faibles. Toutes les institutions ont leur propre programme et l'administration n'accorde pas suffisamment d'importance aux aspects stratégiques.
- Cette situation soulève des inquiétudes en ce qui concerne les plans de réforme administrative. Il y a un manque général de responsabilisation des gestionnaires à tous les paliers de l'administration. Les fonctionnaires sont submergés par la bureaucratie et par les rapports à produire, et ils ne sont donc pas à proprement parler des gestionnaires.

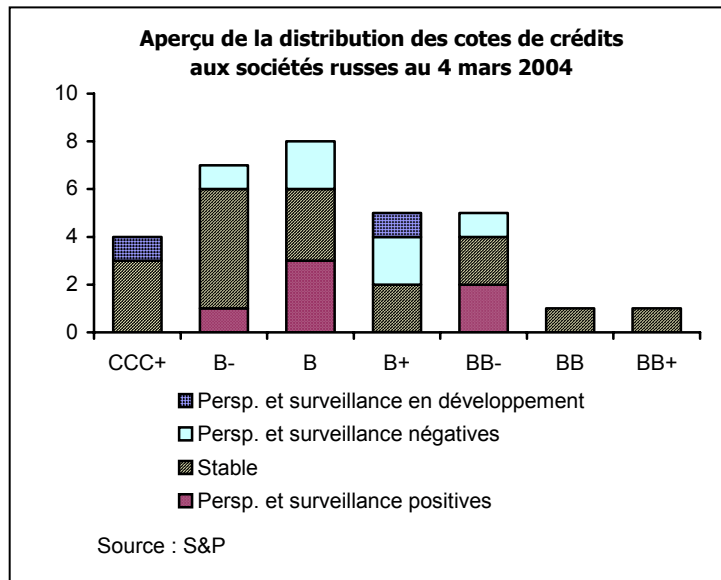




- « Ce genre de monstre étatique hérité de l'ère soviétique continue d'exister. Toutefois, les caractéristiques négatives de ce système ne doivent pas être exagérées, car le système a évolué depuis le début des années 90. »
- Une des contraintes importantes nuisant au développement est l'incapacité relative de la société et des gestionnaires de s'organiser en s'appuyant sur un processus décisionnel représentatif des intérêts de la majorité, plutôt que sur un processus qui s'inspire d'idées « marginales ».
- « Les économistes avancent de nombreuses idées, mais les idées marginales et les idées plus conventionnelles reçoivent le même poids. Une multitude d'idées émergent, reflétant la diversité des modèles mentaux. Mais la question principale revenant à choisir quelle démarche il faut entreprendre devient extrêmement problématique. »
- De nombreuses personnes n'ont pas la moindre idée de ce qu'est une véritable maximisation des bénéfices et de la valeur. Les liquidités sont détournées vers des entités contrôlées.
- Selon un vieux proverbe russe, « C'est L'Église qui est propriétaire des usines de lampions. » Cette idée, qui continue de prévaloir dans la culture russe, est que chaque personne devrait être en mesure de tirer un avantage indirect de l'activité économique. La Russie demeure une culture axée sur les négociations d'initiés.

### Forte concentration de l'économie russe

- Le niveau de concentration de l'économie russe continue de représenter un risque énorme. Presque 40 % de l'économie est dominée par dix grands groupes industriels.
- Ainsi, même si l'économie russe est déjà fortement dépendante du pétrole et du gaz, cette dépendance est encore accrue par le fort degré de concentration industrielle.
- Les entreprises doivent être grosses et puissantes parce que certaines questions se règlent uniquement au plus haut niveau politique.



- La forte concentration de l'industrie nuit aussi à la diversification de l'économie.
- Les holdings industriels exportent beaucoup, mais ont un faible taux de pénétration du marché intérieur. Le tiers de la production sidérurgique russe, par exemple, va au secteur pétrolier et gazier, tandis que l'utilisation d'acier dans le secteur des machines et de l'équipement est instable. Sous le régime soviétique, une forte proportion de la production intérieure d'acier était réservée à un usage militaire. La Chine importe aussi une quantité considérable d'acier russe.

- La plus grande partie de l'IDE dans les secteurs autres que pétrolier est réalisée sous la forme de projets pilotes.
- Des entreprises des secteurs autres que pétrolier (transformation des aliments et commerce de détail) ont affiché une croissance rapide grâce à la dévaluation du rouble après le défaut de paiement de la Russie. Toutefois, lorsque le rouble reprendra le terrain perdu une bonne partie de cette croissance sera éliminée.
- Les perspectives globales en matière d'IDE sont faibles. Le gouvernement ne semble pas capable de créer un environnement propice à l'IDE ni de contribuer à une plus grande diversification de l'économie.
- La réforme administrative et l'amélioration du contexte des investissements sont inextricablement liées. À défaut de véritables progrès dans la réforme administrative, le contexte des investissements en Russie demeurera peu attrayant pour les investisseurs étrangers.

- « L'application sélective de la loi par les fonctionnaires s'explique par la sollicitation de rentes. Cela contribue à la création d'un environnement relativement hostile pour de nombreux investisseurs étrangers. »
- La Russie possède peu de talents en gestion. Même si son capital humain est élevé, il est en voie de se dissiper.
- La capacité de croissance des entreprises moyennes est mince. Il y a eu bien peu d'histoires de réussite dans le secteur des PME.

### **Système bancaire russe**

- Le système bancaire n'a pas évolué beaucoup au cours des dernières années.
- Cette stagnation pose un problème à la Russie, car afin de bâtir une économie diversifiée, la Russie doit pouvoir compter sur des institutions financières solides disposant d'un capital de risque diversifié.

## L'économie russe

Maxim Kulikov, Groupe d'experts sur l'économie (Moscou, janvier 2004)

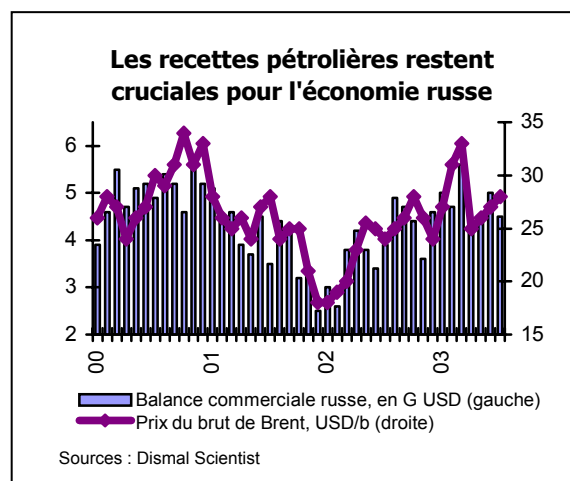
Maxim Kulikov est le directeur général du Economic Expert Group (GEE), un groupe de recherche indépendant. Le GEE s'acquitte actuellement d'un mandat à la demande du ministère de l'Économie et du ministère des Finances de Russie.

### Observations générales sur l'économie

- De manière générale, l'économie est en bonne santé et semble pouvoir maintenir son rythme de croissance actuel.
- Cette croissance vient surtout des exportations et de la hausse des cours du pétrole. Sur le plan du volume, les exportations de pétrole se sont accrues l'an dernier de 17 %, année sur année.
- La demande intérieure est en croissance. La plus grande partie de cette demande intérieure additionnelle a été comblée par des producteurs étrangers.

### Syndrome hollandais de répartition improductive des ressources

- Le taux de rendement du secteur pétrolier est considérablement plus élevé que celui des autres secteurs et il attire donc plus d'investissements.
- Le problème de diversification de l'économie persiste. En outre, toute la demande intérieure est en quelque sorte liée au secteur pétrolier. Par conséquent, lorsque les cours du pétrole baissent, l'effet est ressenti dans toute l'économie.
- Afin d'arriver à la diversification nécessaire, il faudra atteindre un meilleur équilibre entre le rendement relatif du secteur pétrolier et celui des autres secteurs. On n'y arrivera qu'en augmentant le fardeau fiscal comparatif des entreprises du secteur pétrolier.
- Il n'y a aucun consensus sur la manière de diversifier l'économie. « Le problème de la diversification permet de créer de beaux slogans, mais le gouvernement sera-t-il en mesure, par ses politiques, de les concrétiser? »



- Par ailleurs, il vaut la peine de souligner que la plus grande partie des recettes à l'exportation des sociétés pétrolières russes sont libellées en dollars américains, tandis que les coûts de ces mêmes entreprises sont en général libellés en roubles. Par conséquent, toute appréciation du rouble entraînera un resserrement des marges d'exploitation, ce qui réduira les bénéfices et affaiblira la position de trésorerie. Toutefois, l'amplitude de ce phénomène sera modulée par les fluctuations des cours du pétrole et du gaz naturel en USD. Si ceux-ci restent élevés, l'effet de l'appréciation du rouble s'en trouvera amoindri.
- En 2003, le rouble s'est apprécié de plus de 16 % en termes réels par rapport au USD. Malgré tout, la balance des paiements russe, l'essor du revenu intérieur, les dépenses des ménages et le crédit sont autant de facteurs qui permettent de croire que le rouble demeure substantiellement sous-évalué.
- Selon Merrill Lynch, Gazprom est la société la plus exposée au risque de change lié au rouble (70 % de ses dépenses d'exploitation sont payées en roubles), suivie par Yukos (49 %) et par LUKoil (36 %). Les recettes en euros de Gazprom (exportations de gaz naturel) lui permettent de couvrir ses besoins de trésorerie autres qu'en USD (c'est-à-dire en roubles et en euros).
- Merrill Lynch indique notamment ce qui suit : « Selon notre analyse des effets d'une appréciation du rouble de 10 % sur le USD sur les bénéfices *pro forma*, il semble que LUKoil (6,7 %) soit la plus vulnérable et que Yukos (3,3 %) soit la moins vulnérable. Gazprom (5,7 %) se situe au centre. Dans l'ensemble, ces sensibilités sont inférieures à ce à quoi nous aurions pu nous attendre et pourraient être contrebalancées par une simple augmentation de 1 USD le baril du cours du pétrole. »

## Réforme fiscale

- Le fardeau fiscal global a été réduit considérablement.
- À l'heure actuelle, toutefois, les recettes fiscales restent inchangées.
- Celles-ci sont fortement tributaires des cours du pétrole. Le taux d'imposition du secteur pétrolier est progressif et indexé en fonction des cours internationaux du pétrole.
- Même si le fardeau fiscal global a diminué, il n'y a pas eu de diminution connexe des obligations de l'État russe. Les dépenses demeurent élevées et compte tenu de la contribution disproportionnée du secteur pétrolier aux recettes fiscales, une forte diminution des cours du pétrole fragiliserait les comptes budgétaires de l'État.

## Réforme administrative et réforme de la fonction publique

- Kulikov ne croit pas qu'il y aura des progrès substantiels dans le dossier critique qu'est la réforme de l'administration et de la fonction publique.
- Un des problèmes importants de la fonction publique reste la manière dont elle est financée :
  - Les salaires y sont trop bas.
  - Ces bas salaires entraînent du gaspillage, la sollicitation de rentes et l'application sélective de la loi.
  - Pour ramener les salaires au niveau du marché, il faudrait que l'État accepte d'engager des dépenses massives, ce qui est impossible compte tenu du grand nombre de fonctionnaires.
  - Il devient par conséquent nécessaire de reconsidérer sérieusement le rôle de l'État.
  - « Le gouvernement doit adopter une stratégie ciblée beaucoup plus étroitement plutôt que d'essayer de tout faire à la fois. À l'ère soviétique, les services de santé et d'éducation étaient gratuits. Le maintien des dépenses (et des obligations) de l'État à un niveau élevé fait la preuve qu'il faudra se résoudre à mettre la hache dans l'universalité des services. L'administration devrait concentrer la prestation de services aux personnes vraiment dans le besoin. »

<b>Le nouveau cabinet russe<sup>1</sup></b>	
<b>Mikhail Fradkov</b>	<b>Premier ministre</b>
Alexander Zhukov	Premier ministre adjoint
Dmitry Kozak	Chef de cabinet
Alexei Kudrin	Finances
German Gref	Développement économique et Commerce
Viktor Khristenko	Industrie et Énergie
Sergei Lavrov	Affaires étrangères
Sergei Ivanov	Secrétaire à la défense – Conseil de sécurité russe
Igor Levitin	Transports et Communications
Yuri Chaika	Justice
Rashid Nurgaliyev	Intérieur
Sergei Shoigu	Situations d'urgence
Mikhail Zurabov	Santé et Développement social
Yuri Trutnev	Ressources naturelles
Alexei Gordeyev	Agriculture
Alexander Sokolov	Culture et Médias de masse
Andrei Fursenko	Éducation et Science
Source : Merrill Lynch	

## Conclusions

- La Russie a désespérément besoin d'IDE. Le problème ne se situe pas au niveau des liquidités; la banque centrale éprouve même des ennuis à stériliser les entrées actuelles de fonds. Ce dont la Russie a véritablement besoin, c'est de la technologie et des compétences étrangères en gestion, des éléments cruciaux qui accompagnent inmanquablement l'IDE.

<sup>1</sup> Dans ce nouveau cabinet, le nombre de ministres a été réduit de 30 à 17.

## L'économie russe

*Anton Stroutchenevski, Troika Dialog (Moscou, janvier 2004)*

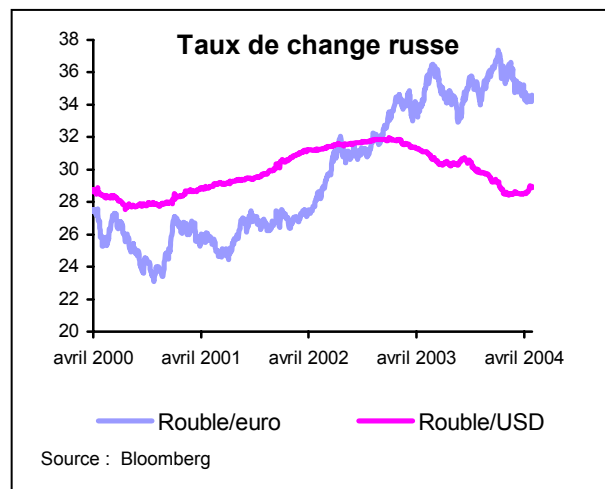
Anton Stroutchenevski est économiste au service de la recherche de Troika Dialog, une société de recherche indépendante de Moscou.

### **Contexte : rendement macroéconomique en 2003**

- La croissance du PIB réel a été de 7 % en 2003.
- Au même moment, l'inflation était à la baisse.
- Le ratio M2/PIB se situait aux environs de 25 % à la fin de 2003, comparativement à 22 % à 23 % au début de cette même année.
- La masse monétaire a crû de près de 50 % en termes absolus, ce qui est sain pour l'économie russe.
- « Il y a un fort degré de corrélation entre la faiblesse du PIB par habitant et la faiblesse de la monétisation de l'économie. En Slovénie, pays dont la cote de crédit est nettement supérieure à celle de la Russie, le ratio M2/PIB est de 65 %. Au cours des années à venir, la masse monétaire continuera de croître plus rapidement que le PIB en termes absolus. »
- La monétisation croissante stimulera l'investissement, ce qui est une condition essentielle au développement de la Russie, car les investissements y sont encore très bas comparativement à d'autres pays de la région.
- Le gonflement des réserves russes indique que la croissance de la masse monétaire est appelée à se poursuivre. La croissance des réserves de change découle aussi de la forte croissance des exportations russes. Simultanément, il convient de mentionner que les exportations autres que pétrolières sont demeurées stables au cours de la dernière décennie et que tous les changements aux exportations tiennent compte de la quantité de pétrole exportée et de son prix.

### **Politique de change**

- En 2003, le rouble s'est apprécié de 20 % en termes réels par rapport au dollar américain.
- Cette donnée n'est toutefois pas la plus importante, car le poids relatif de l'euro dans la balance commerciale russe est d'environ 52 %. Le taux de change croisé réel entre le rouble et l'euro est demeuré essentiellement le même.
- L'augmentation du taux de change effectif réel du rouble était de 4,1 % par rapport à un panier de marchandises, mais grâce à la productivité accrue de la main-d'œuvre, les producteurs nationaux n'ont pas régressé.
- Le taux de change entre le rouble et le dollar américain se situe aux environs de 28,6, mais en terme de parité de pouvoir d'achat, il est plutôt de 12 roubles par USD. Par conséquent, le taux de change effectif réel du rouble augmentera inévitablement. La banque centrale (CBR) maintiendra sa politique qui consiste à essayer de ralentir l'appréciation du rouble.
- Autre fait intéressant, en avril, le gouverneur de la banque centrale a réitéré son engagement à l'endroit de la politique « d'appréciation réelle contrôlée » de la monnaie. Il a aussi confirmé les attentes de la banque de limiter en 2004 l'appréciation du rouble à 7 % après pondération en fonction des échanges. La CBR entend « proposer » une réglementation plus stricte des emprunts à l'étranger des banques russes et des sociétés non financières afin de freiner l'accumulation de réserves (la CBR juge non souhaitable que les réserves de devises franchissent le seuil de 100 milliards USD; elles sont



actuellement d'environ 84 G USD). En 2003, les entrées de capitaux venant d'emprunts à l'étranger des banques russes et des institutions non financières se sont élevées à 26 G USD, ou 5,9 % du PIB.

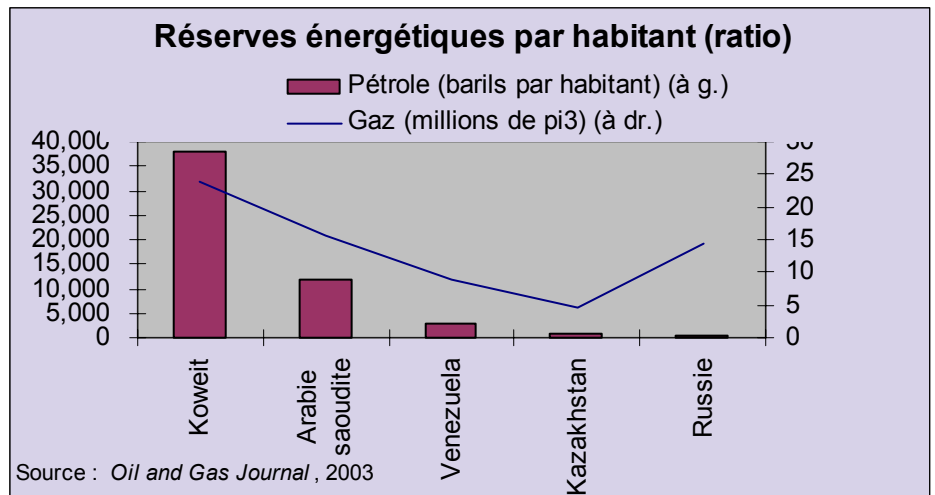
### Productivité de la main-d'œuvre

- Après le défaut de paiement de 1998, il y a eu à la fois une dépréciation réelle du rouble et la création d'une capacité excédentaire considérable. À la fin de 2002, on est arrivé à mettre un terme à la situation de surcapacité. Les entreprises russes ont fait une bonne lecture de la situation et elles ont aussitôt commencé à investir dans la construction de nouvelles usines. Ces investissements ont contribué à une meilleure répartition de la main-d'œuvre et à des gains de productivité. Les travailleurs licenciés ont été absorbés par le secteur des services.
- « La productivité de la main-d'œuvre s'est accrue grandement après la crise grâce surtout à une meilleure gestion et à des investissements en capital. La productivité de la main-d'œuvre constituera un vecteur de croissance à moyen terme. »

### Économie russe : diversification et réformes

- L'économie russe est trop monolithique et cette situation n'est pas appelée à changer rapidement à cause du poids important du secteur pétrolier et gazier.
- « La principale préoccupation est le manque de progrès dans la réforme des services publics. Les réformes ne sont pas populaires au sein de la population russe, même si celle-ci comprend que la croissance de la richesse à laquelle on a assisté après 1998 était dans une large mesure attribuable aux réformes. »
- Le rythme des réformes après les élections présidentielles sera établi par : a) les personnes qui seront désignées aux postes clés du cabinet; b) à la personne qui sera désignée premier ministre. Ces deux points sont maintenant clairs et donnent des raisons d'être optimiste.

- Selon M. Stroutchenevski, deux grands enjeux semblent préoccupants : a) l'absence de réforme de Gazprom – « Gazprom est le trou noir de l'économie russe »; b) la diminution de la bureaucratie – « Comment compter sur les bureaucrates pour procéder aux réformes quand celles-ci supposent qu'ils devront abandonner leur propre pouvoir? » En ce qui concerne le développement économique,



M. Stroutchenevski déclare ce qui suit : « Fondamentalement, l'économie russe pourrait continuer d'obtenir les mêmes résultats au cours des quatre ou cinq prochaines années, avec ou sans réforme. Tout repose sur un seul élément : d'où viendront les solutions commerciales? Émaneront-elles des entreprises elles-mêmes ou devra-t-on mettre en œuvre des contrôles étatiques accrus? Dans quelle mesure la liberté économique sera-t-elle autorisée à s'étendre à de nouveaux secteurs? En d'autres termes, dans quelle mesure l'administration va-t-elle promouvoir et mettre en œuvre des politiques susceptibles de réduire son propre pouvoir au profit des entreprises? Même si l'économie peut continuer d'obtenir les mêmes résultats au cours d'une période de quatre à cinq ans, avec ou sans réforme destinée à accroître la liberté des marchés, on ne peut assurément pas s'avancer à plus long terme. »

## Services

- Le secteur des services sera le vecteur de croissance le plus important à l'avenir.
- Le secteur alimentaire est celui qui connaît le plus de succès sur le plan de la compétitivité, mais son potentiel de croissance n'est pas illimité.
- La fabrication de machines et d'équipement pourrait aussi être intéressante et devenir « un modèle de croissance axée sur l'investissement ».
- Les services et les investissements sont liés à l'évolution des préférences des ménages. En outre, les secteurs de la restauration, du divertissement et des services financiers contribuent de manière importante à la croissance de la monétisation dont il a été précédemment question.

## L'économie russe et les marchés financiers

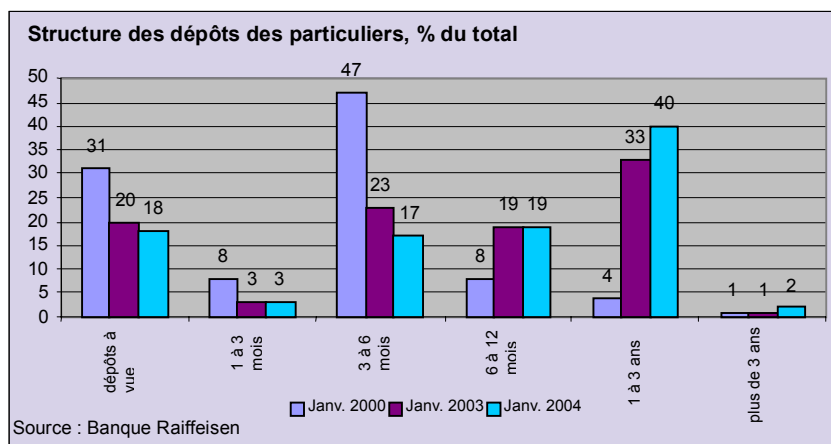
Svetlana Palyanova, Vitaly Okulov et Mikhail Bakulev, AVK Securities  
(Saint-Pétersbourg, janvier 2004)

La société AVK Securities a été créée en 1993. Elle offre un large éventail de services et d'instruments à sa clientèle. Elle est la société de commerce des valeurs mobilières comptant sur la plus importante clientèle en Russie. AVK prévoit la poursuite d'une forte croissance des marchés boursiers en Russie, ce qui contribuera à une plus grande diversification de l'économie et à une diminution du risque.

### L'économie russe en 2003

- En 2003, la croissance s'est accélérée en Russie et cette croissance semble durable.
- La tâche la plus difficile consistait à ramener l'inflation à 12 %. Le seuil de 10 % est la prochaine étape importante à franchir.
- La masse monétaire s'est considérablement accrue l'année dernière, ce qui indique que les attentes de rendement sur le marché obligataire sont nécessairement inférieures.
- Il est très intéressant d'étudier de plus près l'évolution des enjeux structurels au sein de l'économie :

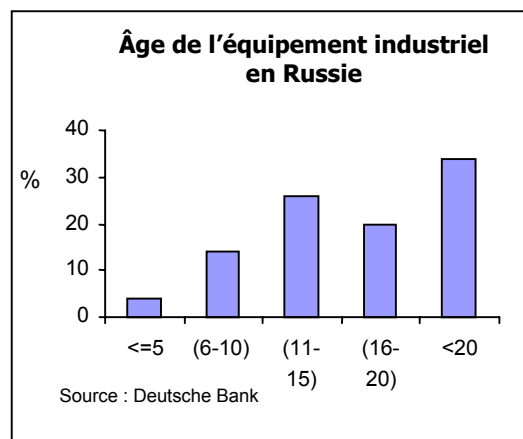
- Le secteur bancaire prend de la vigueur. Les dépôts sont non seulement en croissance, mais ils le sont de plus en plus à long terme, ce qui démontre une confiance accrue dans l'économie.
- L'économie se diversifie de plus en plus. Avant 1998, les secteurs des biens non exportables étaient en plein marasme. Aujourd'hui, tous sont en croissance. Le secteur de la transformation des



- aliments est un bon exemple de l'accroissement de la demande intérieure. Les Russes achètent de plus en plus d'aliments transformés localement.
- Les clients d'AVK sont maintenant plus intéressés à diversifier leurs placements, un revirement radical dans leur comportement et leur démarche.
- Au cours des années 90, le monde de l'investissement était pyramidal en Russie. Les gens commencent maintenant à s'intéresser aux fonds communs.
- La gouvernance des entreprises s'est améliorée, ce qui a dans une large mesure contribué à la transition des investissements spéculatifs vers les valeurs mobilières. Fondamentalement, les gens sont davantage disposés qu'auparavant à placer de l'argent à long terme.

### Marchés obligataires

- La structure du marché obligataire est différente de celle du passé.
- Initialement, le marché obligataire était concentré dans les courtes échéances et caractérisé par les célèbres « GKO ».
- Le gouvernement fédéral russe émet maintenant des obligations de 15 ans et les administrations régionales, des obligations de dix ans. De plus, l'intérêt sur ces obligations est inférieur au taux





- d'inflation, ce qui démontre la confiance à long terme dans l'économie.
- Les obligations de sociétés sont un secteur en émergence sur un marché qui a bénéficié d'une croissance robuste au cours des deux dernières années. Cette croissance devrait se maintenir, car les nouvelles lois fiscales régissant le commerce des valeurs mobilières entrées en vigueur en 2004 diminuent l'impôt à payer sur les nouvelles émissions, ce qui minimise les coûts pour les émetteurs. En réduisant ainsi les « frais d'admission », la nouvelle loi permet à des émissions de moindre envergure d'être mises sur le marché, ce qui contribue à sa diversification.
  - L'émission d'obligations est considérée par les sociétés russes comme une meilleure stratégie de financement que l'actionariat, car les entreprises conservent ainsi le contrôle sur leur organisation en maintenant un nombre fixe d'actionnaires. De plus, les banques qui prêtent aux entreprises exigent en général que celles-ci ouvrent d'abord un compte chez elles.
  - Les entreprises se trouvent actuellement en plein processus de mise à niveau de leur équipement et de leur infrastructure, et elles trouvent les fonds nécessaires en émettant des obligations. Mentionnons, à titre d'exemple, que l'âge moyen de l'équipement dans le secteur de l'électricité et celui de l'énergie est de 70 ans.

### **Marchés boursiers**

- Les marchés boursiers russes ont connu une très bonne année en 2003 grâce aux développements favorables survenus au sein de l'économie russe et sur les marchés mondiaux.
- Le RTS (la bourse russe) a affiché une croissance de 57 % l'an dernier, une des plus élevées sur les marchés en émergence du monde. La capitalisation boursière totale de la RTS (à l'exclusion de Gazprom) est de 200 G USD.
- La structure des marchés boursiers russes ne reflète pas fidèlement l'économie dans son ensemble. Toutefois, même si les actions du secteur pétrolier et gazier dominent encore, les titres des entreprises actives dans des secteurs autres que celui du pétrole commencent à enregistrer de meilleurs résultats.
- Ces entreprises sont notamment actives dans les secteurs de la métallurgie, de l'électricité et des télécommunications. Au début de 2003, les actions des entreprises dans ces secteurs étaient sous-évaluées. Toutefois, la croissance affichée l'an dernier a éliminé ces distorsions et rétabli l'équilibre entre le secteur pétrolier et les autres secteurs sur les marchés boursiers.

## Marchés boursiers et entreprises russes

*Erik Wigertz, United Financial Group (Moscou, janvier 2004)*

Erik Wigertz est co-responsable de la recherche et directeur administratif du United Financial Group (UFG). À ce titre, il assume notamment la responsabilité du secteur des métaux, du génie, des produits de consommation et de l'automobile.

### **Mise en contexte : faiblesse persistante du secteur manufacturier**

- Dans les années ayant précédé immédiatement le défaut de paiement de la Russie, les dirigeants d'entreprise ne savaient pas comment commercialiser leurs produits. De plus, dans le secteur manufacturier, les entreprises n'offraient pas des produits répondant aux besoins de la population. Le développement des produits avait cessé à la fin des années 60 et au début des années 70.
- Jusqu'à la fin des années 60, la conception industrielle russe soutenait la comparaison avec celle des Américains. Mentionnons notamment que les réacteurs russes destinés aux avions à réaction et aux fusées étaient en fait plus perfectionnés et de meilleure qualité que ceux produits en Occident. Encore aujourd'hui, les satellites utilisent des dispositifs de lancement occidentaux et des réacteurs russes.
- Dans des circonstances normales, les gens n'achèteraient probablement pas les automobiles construites en Russie. Mais les droits perçus sur les voitures étrangères importées fabriquées il y a moins de trois ans sont très élevés.
- La production manufacturière était en hausse de 96 % l'an dernier, mais elle ne constituera pas un facteur de croissance du PIB dans un avenir prévisible. La Russie devra régler ce problème.
- La Russie ne dispose d'aucune politique industrielle, même si elle a bien une politique énergétique.
- Les oligarques se sont concentrés sur le pétrole et le gaz, car c'est là qu'on peut faire de l'argent facilement. « L'exploitation des gisements de pétrole et de gaz et des gisements miniers n'exige pas de grandes connaissances scientifiques. Elle relève plutôt d'une simple gestion de l'actif. »

### **Gaz naturel**

- La mise en valeur des gisements de gaz naturel sera importante pour l'avenir de la Russie. Toutefois, Gazprom essaie actuellement de maintenir son monopole (elle contrôle 90 % de la production russe (25 % de la production mondiale) et contrôle les pipelines). Le problème pour Gazprom est qu'elle n'arrive plus à répondre à la demande.
- L'approvisionnement en gaz naturel liquéfié est en voie de devenir un problème mondial d'une importance considérable. Les États-Unis désirent importer du GNL globalement et la Russie souhaite évidemment conserver une part importante de son GNL. De plus, la Chine a aussi besoin de GNL.
- Sur les 540 milliards de mètres cubes de gaz produits par Gazprom l'an dernier, 150 ont été exportés vers l'Europe de l'Ouest et ce chiffre devrait passer à 200 milliards de mètres cubes d'ici la fin de la décennie. Trois cents autres sont réservés pour le marché intérieur.
- Pour être en mesure de répondre à cette demande, Gazprom importe du gaz du Turkménistan.
- Les réserves de Gazprom sont énormes, mais les champs gazifères qu'elle exploite actuellement sont en voie d'épuisement. Toutes ses dépenses en immobilisations (estimées à 6,7 G USD, mais ce chiffre est probablement gonflé) vont au seul maintien en exploitation des champs actuels et servent principalement aux turbines et aux pipelines.

<b>Production gazière par entreprise en 2002 et 2003</b>			
(en milliards de mètres cubes)	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>a/a, %</b>
<b>Production totale russe</b>	<b>549,9</b>	<b>620,3</b>	<b>4,3 %</b>
<b>Production totale des sociétés pétrolières</b>	<b>34,6</b>	<b>40,5</b>	<b>17,0 %</b>
SurgutNG	13,3	13,9	4,3 %
Rosneft	6,4	7,0	8,7 %
LUKOIL	4,1	4,8	16,6 %
TNK	3,6	5,0	37,0 %
YUKOS	2,4	3,4	44,8 %
Sibneft	1,4	2,0	41,4 %
Sidanco	1,1	1,8	62,4 %
Tatneft	0,7	0,7	1,4 %
Slavneft	1,1	0,8	-27,5 %
Bashneft	0,4	0,4	3,0 %
Gazprom	519,9	540,2	3,9 %
Autres	40,4	39,7	-1,8 %

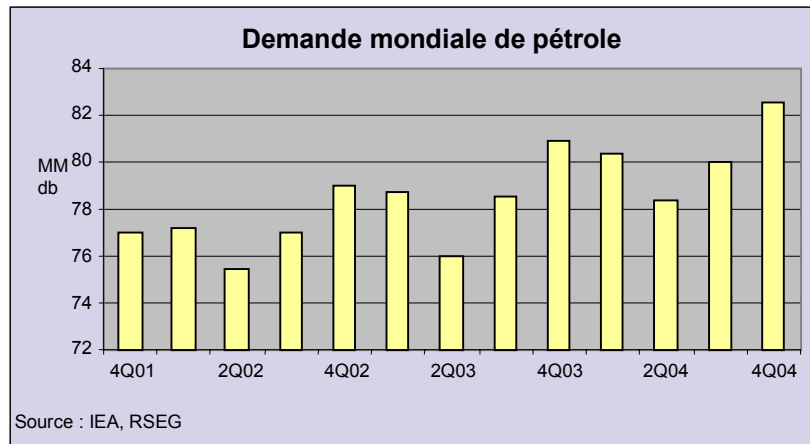
Source : Banque Raiffeisen

- Les producteurs européens de pipelines ont donc accès actuellement à un véritable pactole. La production de pipelines était en effet en hausse de 20 % l'an dernier.

## Pétrole

- La production pétrolière russe se situe actuellement à 9 millions de barils par jour (Mb/j) et atteindra 11 mb/j d'ici 2010.
- Cette augmentation prévue de la production a beaucoup à voir avec la Sibérie occidentale. En effet, même si les champs pétrolifères de cette région sont en voie d'épuisement, l'utilisation de technologies modernes permettra d'en augmenter fortement la production.
- Halliburton est l'un des fournisseurs de technologies.
- M. Wigertz estime que le coût au port du pétrole de Sibérie occidentale est d'environ 7,8 USD par baril, ce qui signifie que même vendu à 13 USD le baril, ce pétrole, après extraction et livraison, génère des flux de trésorerie positifs.
- « Par conséquent, la production pétrolière russe est moins sensible aux fluctuations des prix que ce qu'on pense en règle générale. »

- Wigertz estime que les cours du pétrole ne redescendront pas de manière importante par rapport à leurs niveaux actuels. Dans les années 80, la baisse a été attribuable à une mauvaise gestion de la part de l'OPEP.
- De plus, la plupart des stratégies du secteur pétrolier estiment que l'équilibre des prix à long terme du pétrole se situe entre 19 \$ et 20 \$ US le baril. Pourtant, au cours des 20 dernières années, le cours moyen du pétrole s'est situé à 22,50 USD le baril en dollars de 2003.



- « Les gens ne se préoccupent plus des cours atteignant 30 USD le baril. L'OPEP accomplit aussi un meilleur travail dans sa gestion de l'offre. »
- La Russie pourrait éventuellement exercer une influence déterminante sur la poursuite de la croissance chinoise.
- En parallèle, il est intéressant d'analyser la consommation chinoise de pétrole, telle que déclarée dans le numéro d'avril du *Monthly Oil Market Report* de l'Agence internationale de l'énergie. La demande de pétrole de la Chine a crû de 5,9 %, année sur année (a/a) en 2002, de 11,1 % a/a en 2003 et de 12,8 % jusqu'à maintenant 2004. Selon cet article : « On peut imputer à la croissance rapide de la consommation d'énergie en Chine la plus grande partie de la croissance de la demande mondiale de pétrole. »

## Développement de la Russie et intérêts des États-Unis

*Dorothy L. Lutter, Diane Jones et Oganés Sarkisov, Ambassade des É.-U. (Moscou, janvier 2004)*

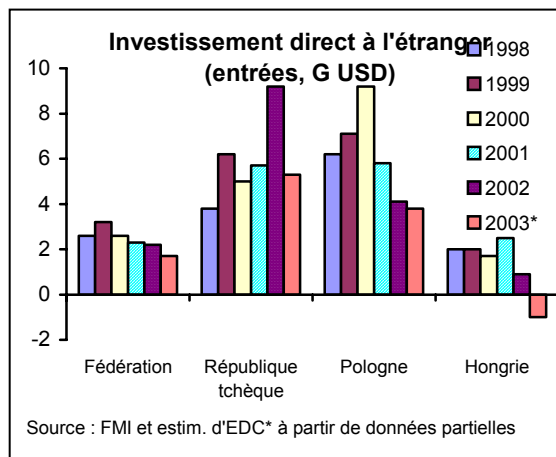
Dorothy Lutter, Diane Jones et Oganés Sarkisov sont respectivement ministre-conseillère aux affaires commerciales, attachée commerciale et spécialiste commercial à l'Ambassade des É.-U. à Moscou.

### **Intérêts commerciaux des É.-U. et EXIMBANK**

- Les É.-U. ont dix ans de retard pour ce qui est de leur perspective à l'égard de la Russie. Ils manquent d'information concernant ce pays, mais l'intérêt s'accroît. Le volume d'affaires n'est cependant pas aussi élevé qu'il devrait l'être.
- Les événements politiques récents (p. ex., Yukos) ont mis un frein à l'intérêt dans l'investissement.
- Il n'existe aucune certitude quant à l'orientation économique et politique – il va falloir attendre et observer l'évolution des politiques après les élections présidentielles.
- EXIMBANK, qui s'était retirée de ce pays à la suite du défaut de paiement, a renoué ses relations d'affaires avec la Russie. Elle collabore actuellement avec 15 banques.
- EXIMBANK n'a pas de représentant à Moscou. Il est très probable qu'OPIC y détachera un représentant, et que celui-ci assumera certaines tâches pour EXIMBANK.
- EXIMBANK a un portefeuille de 2 milliards (G) d'USD, mais recherche d'autres projets, en particulier dans les secteurs du gaz et du pétrole, des produits pharmaceutiques et des télécommunications.
- EXIMBANK considère la Russie comme un marché important.

### **L'IDE et la conjoncture de l'investissement en Russie**

- En Russie, l'opinion dominante à l'égard de l'IDE est loin d'être claire. Ce malaise peut être attribué à une « mentalité de contrôle » persistante, selon laquelle des investissements étrangers excessifs constituent une menace pour la vigueur nationale. De plus, il est difficile d'utiliser l'investissement comme un argument stratégique vis-à-vis d'autres dossiers importants, comme les droits de propriété intellectuelle.
- Une part considérable de l'investissement étranger consiste simplement en un retour de capitaux russes qui avaient fui le pays. Avant l'affaire Khodorkovsky, Chypre était le principal investisseur étranger!
- À la fin des années 1990, US Trade Service consacrait une grande partie de son temps à protéger les intérêts des entreprises américaines. Cependant, les incidents d'expropriation de biens sont désormais moins nombreux.
- Dans la plupart des cas, les problèmes des entreprises américaines sont liés à des mauvais partenaires et au manque de diligence raisonnable. En Russie, une entreprise doit avoir de bons avocats.
- En général, la plupart des cas récents d'expropriation touchent de petites entreprises.
- Le principal problème pour les entreprises américaines et la section commerciale de l'Ambassade est la primauté du droit. La législation russe est dans bien des cas sujette à interprétation et à des pressions externes.



### **Les réformes qui suivront les élections présidentielles**

- Les réformes se poursuivront et pourraient même s'accélérer après les élections présidentielles de mars.
- Le gouvernement russe comprend qu'il doit créer une nouvelle couche d'entreprises qui le soutiendra. Davantage de possibilités d'emplois sont nécessaires – les grandes entreprises finiront inévitablement par effectuer des compressions d'emplois pour améliorer leur compétitivité; la croissance des PME, qui

ne représentent que 10 % du PIB, doit être encouragée pour que la Russie dispose d'un moteur plus large de création d'emplois.

- L'expansion de la création d'emplois en Russie exigera une simplification supplémentaire du code fiscal et la suppression des obstacles administratifs.

### **Les banques et la réforme**

- Les banques russes recherchent de nouveaux projets et sont prêtes à prendre des risques.
- Les petites banques qui ont survécu à la crise de 1998 se sont introduites dans de nouveaux créneaux qui étaient auparavant occupés par des grandes banques qui ont fait faillite.
- Le gouvernement tente de créer un climat bancaire qui encourage les regroupements, accroît le capital des banques et se traduit par une vigueur financière accrue dans tout le milieu bancaire russe.
- Les dirigeants de la banque centrale (BC) ont changé en 2002, et la BC a ainsi pu adopter une perspective plus pratique à l'égard de la réforme.
- La compétition étrangère encourage également l'adoption de pratiques exemplaires.
- Le fonds d'investissement É.-U.-Russie établi en 1994 a un portefeuille de près de 500 M USD. Il est géré par la Delta Management Company, et les prêts aux PME constituent un volet important de ses activités.

## **Cadre institutionnel de la Russie**

*Arnold Trakies, Ambassade de l'Allemagne (Moscou, janvier 2004)*

Arnold Trakies est conseiller des finances du ministère des Finances à l'Ambassade de l'Allemagne à Moscou (cette ambassade est la plus mission la plus importante de l'Allemagne à l'étranger). Il a auparavant occupé les fonctions de chef de division au sein de l'autorité de tutelle des assurances de ce pays. L'une de ses responsabilités consiste à surveiller la capacité du gouvernement russe à rembourser ses dettes. Actuellement, la Russie doit environ 18 milliards d'euros à l'Allemagne.

### **Volonté de la Russie de rembourser sa dette**

- La Russie veut être vue comme un intervenant de premier plan; sa volonté de rembourser sa dette est maintenant claire.
- Jusqu'à 2001, les comptes de dette extérieure de la Russie n'étaient pas transparents, mais la situation s'est depuis énormément améliorée à cet égard.
- Poutine tente d'obtenir l'adhésion de la Russie à toutes les principales institutions internationales.

### **Supervision et réglementation financières**

- La supervision et la réglementation des activités bancaires demeurent très insuffisantes en Russie. Les compétences du personnel des autorités de réglementation sont faibles et les employés les plus qualifiés ne restent pas dans ces organismes.
- Il existe trop de banques et de compagnies d'assurance aux niveaux de capital trop faibles. Des regroupements sont nécessaires de manière à réduire le nombre d'institutions et à ce que ces dernières soient dotées de personnel plus qualifié.
- Le système financier est bâti sur les revenus élevés du secteur pétrolier, mais les structures sont faibles.

### **L'économie russe doit se diversifier**

- On n'enregistre aucun argument opposé à la diversification économique accrue au sein de la société russe. Celle-ci est disposée à adopter de nouvelles orientations, elle n'est pas dogmatique.
- Toutefois, le problème le plus grave auquel est confrontée la Russie à cet égard est la corruption endémique au sein du gouvernement. Cette corruption s'effectue maintenant de « manière très élégante ».
- Cette corruption élégante revêt la forme de « contrats de consultation », c.-à-d. la collaboration discrète de dirigeants supérieurs avec les entreprises, rémunérée par ces dernières. Les actionnaires acceptent cette pratique du fait qu'elle est nécessaire – certains problèmes opérationnels ne peuvent se régler sans une intervention aux niveaux les plus élevés de l'arène politique.
- La corruption institutionnalisée se traduit aussi par des droits que les entreprises doivent verser pour des services ou des permis. « L'argent est versé au dirigeant au sein de l'administration, qui paiera ensuite le personnel pour que la tâche soit accomplie. Il s'agit là d'une pyramide qui offre aux entreprises la protection dont ils ont besoin contre l'application sélective. »
- Un autre problème institutionnel important est le fait que les organismes gouvernementaux ont trop d'employés, et que ce personnel a trop de responsabilités. De plus, l'économie est trop réglementée; le nombre de règlements a en fait augmenté au cours des dernières années.

### **Nouveau code des douanes : un exemple du risque lié à la mise en œuvre en Russie**

- Sur le papier, le nouveau code des douanes semble excellent, mais il existe dans la pratique des problèmes considérables :
  - Les courtiers en douane et les autres fournisseurs de services douaniers doivent déposer une garantie pouvant atteindre 50 millions de roubles, et un grand nombre d'entre eux ne disposent pas de ce genre de liquidités.
  - Ces entreprises doivent donc s'adresser à une banque pour obtenir la garantie.

- Cependant, les garanties bancaires sont onéreuses, car la concurrence est faible. Seul un cercle limité de banques peut fournir la garantie nécessaire.
- M. Trakies soupçonne que ces banques bénéficient de la participation discrète de fonctionnaires des douanes, de politiciens, etc.

## Les banques et la régie d'entreprise en Russie

Maria Tikhomirova, ABN Amro (Moscou, janvier 2004)

Maria Tikhomirova est vice-présidente et chef du groupe chargé de la gestion du portefeuille de crédit de la société ABN Amro en Russie. ABN Amro a établi son premier bureau de représentation à Moscou en 1978 et est une banque entièrement autorisée depuis dix ans. ABN Amro est parmi les banques internationales une des principales sociétés de prêt pour les entreprises du secteur gazier et pétrolier et du secteur métallurgique. De nos jours, elle accorde également des prêts aux sociétés de bien de consommation et de ventes au détail qui ont le plus de liquidités.

### Généralités

- « Il est commun de penser que l'économie russe dépend essentiellement du secteur pétrolier et gazier. Cela ne reflète pas tout à fait la réalité. »
- Le secteur pétrolier et gazier est de fait très important pour l'économie russe. De plus, les entreprises dans ce secteur sont vigoureuses du point de vue du développement commercial – elles bénéficient d'une bonne régie et appliquent les normes comptables internationales (NCI).
- Les trois principaux clients d'ABN Amro dans le secteur métallurgique ont eux aussi mis en œuvre des NCI.
- Les entreprises métallurgiques réalisent des profits appréciables en raison des cours élevés de l'acier. L'industrie sidérurgique russe exige dans l'ensemble un niveau élevé d'investissements. La société Norilsk Nickel illustre bien cette tendance, et se retrouve dans un cercle vicieux. D'un autre côté, elle doit accorder de plus en plus d'importance aux questions environnementales. De l'autre, elle ne peut pas améliorer sa performance environnementale sans des investissements supplémentaires.

<b>Production de brut par entreprise 2002-2003</b>			
(million de tonnes)	2002	2003	a/a, %
LUKOIL	75,3	78,9	4,8 %
YUKOS	69,4	80,7	16,4 %
Sibneft	25,4	31,4	23,4 %
SurgutNG	49,2	54,0	9,9 %
Sidanco	16,2	18,6	14,9 %
Tatneft	24,6	24,7	0,3 %
TNK	37,5	43,0	14,6 %
Bashneft	12,0	12,0	0,3 %
Rosneft	16,1	19,6	21,5 %
Slavneft	16,2	18,1	11,9 %
Gazprom	10,8	11,0	2,1 %
Autres	26,4	27,3	3,6 %
<b>Total en Russie</b>	<b>379,0</b>	<b>421,3</b>	<b>11,2 %</b>

Source : Banque Raiffeisen

- Les entreprises métallurgiques réalisent des profits appréciables en raison des cours élevés de l'acier. L'industrie sidérurgique russe exige dans l'ensemble un niveau élevé d'investissements. La société Norilsk Nickel illustre bien cette tendance, et se retrouve dans un cercle vicieux. D'un autre côté, elle doit accorder de plus en plus d'importance aux questions environnementales. De l'autre, elle ne peut pas améliorer sa performance environnementale sans des investissements supplémentaires.
- Les entreprises du secteur des biens de consommation et de la vente au détail englobent à la fois les filiales de sociétés internationales et russes.
- La Chine est très intéressante pour la Russie. Dans le secteur de l'acier, par exemple, 50 % des exportations de MMK sont actuellement destinées à la Chine.
- Le prix du baril de brut de 13 USD est désormais moins dangereux pour l'économie russe qu'il ne l'était avant 2000 en raison de niveaux de production plus élevés. Une baisse des cours jusqu'à 13 USD par baril ne serait préoccupante que du point de vue de la dette des entreprises.

### Trois paliers pour améliorer la régie des entreprises

Mme Tikhomirova a constaté trois grands paliers dans l'évolution de la régie d'entreprise en Russie. Les sociétés pétrolières et gazières ont amplement dépassé le troisième palier, alors que les entreprises métallurgiques viennent de l'atteindre. Cette taxonomie trace également la voie pour le développement ou l'investissement des filiales internationales : ne vous approchez pas des entreprises qui en sont encore au premier palier (sauf cas exceptionnels); envisagez à l'occasion certaines qui en sont au deuxième palier; prenez très au sérieux celles qui sont rendues au troisième palier.

#### Premier palier : Création d'une société de portefeuille

- La société rend la structure de l'actionariat transparente à l'échelon de la Russie, mais pas nécessairement au niveau international.



### Deuxième palier : Préparation en vue de la consolidation de bilans ou d'états financiers

- La société rend la structure de l'actionnariat encore plus transparente en réduisant le nombre d'entreprises intermédiaires.
- À ce stade, la société commence à établir une bonne structure de gestion.
- Il est important de se souvenir que les entreprises qui ont été créées à l'issue des privatisations au milieu des années 1990 avaient un nombre limité de dirigeants.

### Troisième palier : Mise en œuvre des NCI

- À ce stade, la société est presque totalement transparente.
- La société a aussi une stratégie bien établie et une orientation précise en matière de gestion.

### **Le point de vue d'ABN Amro concernant la régie et son portefeuille**

- En Russie, il est important de bien faire la distinction et d'examiner les deux côtés de la médaille.
- Par exemple, il est vrai que Khodorkovsky n'a pas payé ses impôts. Les mesures du gouvernement contre Khodorkovsky et Yukos étaient donc légales.
- Après l'affaire Khodorkovsky à l'automne, ABN Amro a étudié l'ensemble de son portefeuille pour voir si certaines des entreprises pourraient être dans la même situation, c.-à-d. qu'elles n'auraient pas payé leurs impôts. Elle n'en a pas trouvé une seule et était donc satisfaite de son portefeuille.

### **Importance du capital humain**

- Les questions de la réforme humaine et institutionnelle ne peuvent que coïncider. Au bout du compte, cela se résume par une question de liberté économique.
- L'utilisation et la mise en valeur du capital humain se sont améliorées en Russie.
- « Les Russes ont une plus grande capacité qu'il y a dix ans en matière de transition et de changement. Ils sont désormais mieux préparés pour en arriver à une vie meilleure. De plus, beaucoup de jeunes réussissent. »

## Système bancaire de la Russie

*Victor Titov, Association des banques du Nord-Ouest (Saint-Pétersbourg, janvier 2004)*

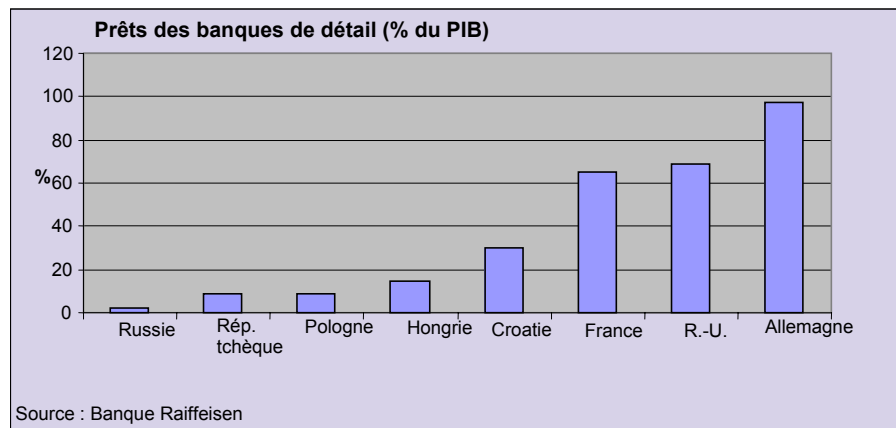
Victor Titov est le directeur exécutif de l'Association des banques du Nord-Ouest, une organisation qui représente les intérêts des banques russes dans la région Nord-Ouest du pays.

### **Mot d'ouverture**

- L'Association des banques du Nord-Ouest a une possibilité réelle de renforcer la coopération avec EDC. L'Association souhaite recevoir des propositions pour établir des relations d'affaires avec des entreprises russes et pour aider à leur développement.
- La Russie n'a pas seulement besoin de fonds à des taux intéressants, elle nécessite également des idées et des projets réalistes de qualité.
- Les banques russes disposent de beaucoup de liquidités, mais manquent de bonnes idées.
- Le nouveau gouverneur de Saint-Pétersbourg a été nommé par Poutine (lui-même originaire de Saint-Pétersbourg) pour régler les problèmes de la ville, améliorer les infrastructures et établir le climat qui permettrait à Saint-Pétersbourg d'exploiter au maximum les possibilités touristiques.

### **Le système bancaire de la Russie**

- La majorité des banques de la Russie (50 %) sont établies à Moscou. De plus, 80 % de l'actif du système bancaire du pays demeure également en Russie.
- Dix banques de Saint-Pétersbourg se situent parmi les 100 principales banques en Russie.
- La région du Nord-Ouest compte 40 banques locales et 80 succursales de banques de Moscou ou d'autres régions.
- Les banques régionales sont plus viables que les banques fédérales – elles ont été moins touchées par le défaut de paiement de la Russie. Elles participent en outre beaucoup moins aux transactions spéculatives et sont davantage orientées vers l'intermédiation bancaire réelle. Le système bancaire de la Russie se développe bien plus rapidement que l'économie réelle.
- Le secteur bancaire de la Russie est relativement récent, ce qui explique le nombre très élevé de petites banques.



### **Les banques dans la région du Nord-Ouest**

- L'industrie est bien développée et il existe un bon système portuaire.
- La région du Nord-Ouest bénéficie d'investissements étrangers considérables.
- Le Crédit Lyonnais, ABN Amro, Delta Credit, Raiffeisen et Dresdner sont tous présents.
- Le gouvernement envisage d'établir à Kaliningrad une zone économique spéciale semblable à celles mises en place en Chine au début des années 1990.
- « Malheureusement, toutes les bonnes idées ne sont pas bien mises en œuvre en Russie. »

## **Contexte et fondement de l'économie de Saint-Pétersbourg**

*Nina Y. Oding et Andrey P. Zaostrovtssev, Centre Leontief (Saint-Pétersbourg, janvier 2004)*

Nina Oding et Andrey Zaostrovtssev sont respectivement chef du département de recherche et chercheur supérieur. Le Centre Leontief a été établi en 1991 à l'initiative du maire de Saint-Pétersbourg et de Wassily Leontief, un économiste lauréat du Prix Nobel et originaire de Saint-Pétersbourg. Le Centre est un organisme indépendant de recherche et de consultation sans but lucratif. Parmi ses nombreuses activités, le Centre Leontief a exécuté des projets de la Banque mondiale axés sur Saint-Pétersbourg et sa région et consacrés à la sécurité sociale, au logement, à la restauration historique, au développement budgétaire et à la planification stratégique.

### **Le développement de Saint-Pétersbourg – la composante militaire**

- Saint-Pétersbourg a connu dans le passé un succès relatif dans ses efforts de développement économique, en particulier si on le compare avec la province de Leningrad, qui entoure Saint-Pétersbourg. L'écart a diminué. Plusieurs ports maritimes ont été construits dans la province de Leningrad du fait du pétrole et du gaz et grâce au budget.
- Les principaux problèmes sont pour Saint-Pétersbourg la circulation et la logistique. Son port maritime s'est agrandi, mais les routes et les capacités de transport et d'entreposage n'ont pas progressé au même rythme.
- Le port maritime de Saint-Pétersbourg a certes un plan directeur en matière d'expansion, mais il y a discordance entre l'offre et la demande :
  - On constate une demande croissante d'élargissement des services de la part des entreprises américaines et asiatiques qui exportent vers la Russie.
  - Toutefois, le port maritime est peu profond; il a été construit au XIX<sup>e</sup> siècle.
  - Par exemple, il ne peut pas recevoir tous les paquebots de croisière modernes en raison de leur profondeur dans l'eau. Ces paquebots débarquent donc dans des ports commerciaux et les touristes doivent ensuite traverser la zone industrielle de Saint-Pétersbourg pour effectuer leurs excursions.
  - Il existe donc un besoin urgent d'élargir l'infrastructure de la ville afin de profiter au maximum des possibilités touristiques non exploitées.
  - Dans le passé, Saint-Pétersbourg était connu comme un centre industriel axé sur le secteur militaire, et les fonds n'étaient donc pas alloués au tourisme.
- Les entreprises du secteur militaire se sont diversifiées. La construction navale militaire est désormais principalement alimentée par les commandes de la Chine et de l'Inde.
  - L'Inde tente toutefois de développer sa propre industrie dans le secteur de la construction navale.
  - La Chine continuera de diversifier et d'élargir ses approvisionnements navals.
- La Chine commande de grands navires (croiseurs), alors que l'Inde achète des frégates et des destroyers.
- Saint-Pétersbourg détient le monopole de la construction de navires militaires pour la Chine, mais les recettes de ces contrats vont directement au gouvernement à Moscou et une partie seulement est ensuite reversée à Saint-Pétersbourg.
- Saint-Pétersbourg a également des activités de construction navale civile. Les compagnies pétrolières et gazières commandent des brise-glaces et des navires à double coque. L'argent est versé directement à Saint-Pétersbourg.
- Les contrats à long terme de construction de navires militaires présentent trois avantages :
  - les revenus
  - le développement technologique
  - l'impartition et la sous-traitance – qui peuvent ensuite être appliquées à des retombées non militaires

## **L'économie de Saint-Pétersbourg**

- L'économie de Saint-Pétersbourg est bien diversifiée :
  - C'est la capitale des brasseries russes – elle bénéficie d'investissements importants, notamment des brasseries des pays baltes
  - Des turbines et des générateurs sont fabriqués pour la production d'électricité. La plupart de ces produits sont livrés à des entreprises nationales, mais le secteur a aussi des clients étrangers, comme la Chine. Dans l'ère soviétique, Saint-Pétersbourg était le seul fournisseur de turbines et de générateurs à la Chine.
- L'image de Saint-Pétersbourg comme destination d'investissement s'est sensiblement dégradée, en raison notamment de la nature opaque du contexte de réglementation de la ville. Seules les grandes sociétés russes peuvent naviguer à travers la bureaucratie pesante de Saint-Pétersbourg.
- En conséquence, les investisseurs préfèrent maintenant s'établir dans la province de Leningrad, dont la bureaucratie est bien plus réduite.
- Mentionnons à titre d'exemple Ford, qui a dû obtenir 300 signatures et qui a attendu deux ans pour faire avancer son projet à Saint-Pétersbourg, avant de l'abandonner et de se tourner vers la province de Leningrad. Ford n'a eu besoin que de six mois pour établir sa première usine dans cette province.

## **Conclusions : La situation de l'éducation et des pratiques de gestion en Russie**

- Une forte proportion de la population de Saint-Pétersbourg (36%) a fait des études postsecondaires.
- De nos jours, la qualité de l'éducation en Russie varie grandement, et la qualité de son capital humain a également tendance à diminuer.
- Par exemple, on constate une demande élevée d'économistes, de juristes, etc., mais il est difficile de trouver du personnel qualifié.
- Les entreprises russes peuvent désormais se diviser en deux groupes :
  - Style soviétique : La gestion des RH repose sur le principe de la loyauté envers le chef, les compétences et la production n'étant pas importantes. « Il s'agit d'un contrat du style Brejnev, qui se résume par la devise suivante de l'ère soviétique : nous faisons semblant de travailler et ils font semblant de payer. »
  - Style occidental : Contrat officiel; davantage de contrôle sur la main-d'œuvre et la productivité; système d'avantages et de primes conçu en fonction du rendement.

## Conjoncture de l'investissement à Saint-Pétersbourg

*Nikolai Sivach, Association des entreprises en participation de Saint-Pétersbourg  
(Saint-Pétersbourg, janvier 2004)*

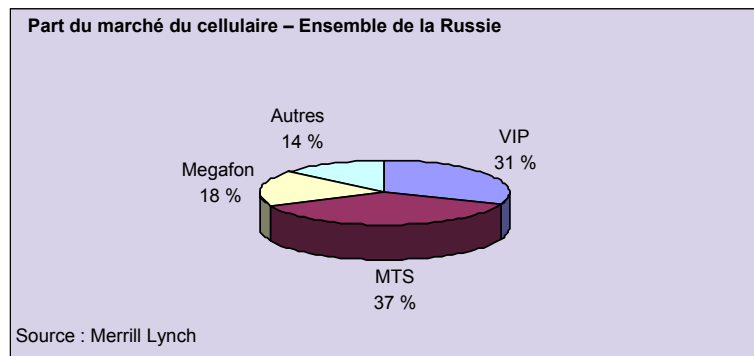
Nikolai Sivach est directeur général de l'Association des entreprises en participation de Saint-Pétersbourg, établie en 1990. Il est également membre du Conseil de l'investissement étranger du gouverneur de Saint-Pétersbourg. Le président Poutine est l'un des fondateurs de l'Association.

### **L'économie à Saint-Pétersbourg**

- Pendant l'ère soviétique, Saint-Pétersbourg comptait 200 entreprises militaires. « Une fois la guerre froide terminée, ces sociétés ont dû se réinventer pour demeurer viables. »
- Saint-Pétersbourg a trois chantiers navals; presque toute la flotte de l'Inde est produite dans la ville, et un volume important de navires produits pour le marché international est construit à Saint-Pétersbourg.
- Il existe à Saint-Pétersbourg six usines de fabrication de turbines, qui exportent vers 40 pays. Ces usines effectuent actuellement la transition du militaire au civil.
- Grâce à cette vaste base industrielle, la ville compte des milliers de techniciens et de concepteurs hautement qualifiés.
- Saint-Pétersbourg a la capacité de production, mais nécessite des moyens de financement supplémentaires.
- BAT, Caterpillar, Ford et Philip Morris sont présents dans la région.
- « De nombreux brevets sont prêts à être exploités, mais on manque de financement pour cela. Saint-Pétersbourg n'est pas seulement la capitale russe de la bière, c'est également la capitale de l'innovation. »

### **Les télécommunications à Saint-Pétersbourg : Telecominvest**

- La société de portefeuille Telecominvest se compose de 15 entreprises. Le ministre russe de la Communication, qui est originaire de Saint-Pétersbourg, a participé à la création de Telecominvest
- Alcatel collabore à la production et à la R-D.
- Aucune société canadienne n'a encore investi dans le secteur des télécommunications; la plupart des entreprises présentes sont scandinaves. Nortel a cependant établi récemment un bureau dans la région.
- Telecominvest est actif dans les secteurs de la téléphonie fixe et cellulaire.
- EDC serait intéressée par le secteur de la téléphonie cellulaire.
- Telecominvest détient 31 % des actions de Megafon, le troisième fournisseur de services cellulaires en Russie. Le permis accordé à Megafon lui permet de couvrir tout le territoire russe.
- Telecominvest a besoin de financement pour étendre son réseau cellulaire. À ce jour, il a reçu des fonds de la BERD, de la SFI, d'Hermès (qui a fourni la couverture pour Siemens) et de Finnvera (Nokia).



## **Innovation et technologie dans la région du Nord-Ouest de la Russie**

*Alexander Malinovski, Centre de recherche stratégique du Nord-Ouest (Saint-Pétersbourg, janvier 2004)*

Alexander Malinovski est le sous-directeur du Centre de recherche stratégique, qui a été établi en 2000 par cinq partenaires : le Centre de recherche stratégique de Moscou (qui en assume le rôle principal), la brasserie Baltika, Telecominvest, la banque Rossiya et l'Institut central de recherche Granit. German Gref, le ministre de l'Économie russe, a été le premier président du Centre. Le Centre compte désormais un réseau de partenaires dans toute la Russie, en Sibérie, en Extrême-Orient, à Moscou et dans la Volga inférieure. La région du Nord-Ouest de la Russie est une région fédérale composée de 11 sujets territoriaux différents, et elle se caractérise par une diversité considérable du point de vue de sa base économique et de son développement industriel – de la production de matières premières au traitement, au transport, à la distribution et à l'industrie lourde.

### **Mission du Centre et élaboration de programmes**

La mission du Centre peut se résumer en trois grands objectifs :

- 1) Établir les avantages stratégiques de la région du Nord-Ouest de la Russie dans les économies nationale et mondiale.
  - 2) Promouvoir le développement social et économique des différentes entités qui composent la région du Nord-Ouest, ainsi que la coopération entre ces entités.
  - 3) Encourager la mise en place d'un climat propice au libre-échange de l'information entre les particuliers et les entités juridiques, et qui contribue au développement de la région du Nord-Ouest.
- Depuis sa création, le Centre considère le développement de la région du Nord-Ouest comme un « mégaprojet » pour lequel il est absolument nécessaire de combler les « profondes lacunes en matière de perspective stratégique » qui freineraient considérablement les progrès recherchés pour le programme général de développement.
  - La Russie, qui a réintégré l'économie mondiale, « s'est exposée à un risque tangible et réel : tout en cherchant à participer à des projets internationaux et en encourageant l'élargissement des liens technologiques et industriels, elle n'a pas acquis parallèlement les compétences administratives et de gestion permettant d'exploiter les possibilités de ces projets et de ces liens. La région doit absolument surmonter sa dépendance extrême à l'égard des matières premières, car une base économique de ce genre est trop limitée et ne suffit pas au développement durable – tant du point de vue économique que sur le plan socioculturel. »
  - À cet effet, le Centre s'est tout d'abord axé sur la mise en valeur du capital humain. Un exemple concret de ces efforts est la création d'une école de maîtrise en administration des affaires. Il est engagé envers la formation de jeunes talents et mène un recrutement actif.
  - Le Centre a ensuite créé un réseau d'innovation régional, par des efforts vastes et complexes qui englobaient l'établissement de parcs technologiques et de centres pour le transfert de technologie. La coopération avec le ministère des Sciences et de la Technologie a naturellement été essentielle à cet égard.
  - Saint-Pétersbourg doit jouer un rôle de chef de file dans la région pour le développement d'une économie plus diversifiée, non seulement comme concepteur de nouvelles idées (c'est souvent le cas compte tenu de la forte concentration de compétences intellectuelles dans les domaines technologiques), mais aussi comme centre de production de haute technologie.

### **Droits de propriété internationaux et expansion du capital-risque**

- En janvier 2004, le gouvernement russe s'est réuni pour débattre de la protection des droits de propriété intellectuelle (DPI).

- Le principal problème concernant les DPI en Russie est le fait que 90 % de la propriété intellectuelle appartient à l'État. Ce dernier manque cependant d'efficacité pour commercialiser la propriété intellectuelle.
- Au cours des deux dernières années, on a observé une vague de participation des entreprises russes au capital-risque.
- Les fonds russes de capital-risque s'orientent davantage vers les projets de haute technologie que les sociétés d'investissement en capital-risque occidentales présentes en Russie.
- « Les entreprises russes investissent dans des jeunes entreprises et dans la haute technologie. Ces investissements servent à diversifier l'économie, mais les progrès sont si récents et tellement limités au niveau local que les observateurs de l'extérieur ne les voient pas. Cette composante de l'économie russe passe pour l'instant inaperçue, mais offre de grandes possibilités et attire l'attention des principaux décideurs. »
- Les obstacles bureaucratiques qui entravent le démarrage de jeunes entreprises ont considérablement diminué au cours des cinq dernières années.
- Une bonne idée a désormais plus de chance d'attirer des investissements – le problème consiste à trouver les banques ayant du capital à allouer.
- La stratégie du Centre consiste à faciliter la mise à profit du potentiel des jeunes entreprises en encourageant les échanges entre ces dernières et des sociétés russes plus importantes.
- « Le rôle de l'État devrait être de mettre en place des mécanismes qui soutiennent la création de nouvelles entreprises. L'État investit également dans des fonds de capital-risque et y participe. »

## **Expérience de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement en Russie**

*Alexei Sheloukin, BERD (Saint-Pétersbourg, janvier 2004)*

Alexei Sheloukin est banquier principal au bureau de la BERD à Saint-Pétersbourg. Étant donné qu'il y a moins de nouveaux investisseurs étrangers qui viennent en Russie, et que ceux qui investissent ne nécessitent pas autant les services de la BERD que par le passé, la BERD a fait du soutien des entreprises locales qui fournissent les investisseurs étrangers sa priorité. En fait, un aspect dominant du mandat de la BERD est d'aider les entreprises locales à perfectionner leurs normes commerciales, en particulier dans les régions de la Russie. Un autre mandat est de contribuer à la diversification de l'économie pour réduire sa dépendance à l'égard des ressources naturelles. La BERD se consacre aussi de nos jours aux entreprises autonomes russes. Un tiers du portefeuille de la BERD en Russie provient de la région du Nord-Ouest.

### **Régie d'entreprise**

- La présence locale de la BERD lui permet de bien mieux comprendre avec quelles entreprises la Banque veut collaborer.
- Les grandes entreprises russes comprennent qu'elles doivent devenir transparentes et observer les pratiques exemplaires internationales. Ces sociétés sont souvent dirigées par une seule personne – la motivation personnelle qui incitera ces dirigeants à fonder la régie sur des pratiques exemplaires est le fait que cela leur permettra d'accroître leurs ventes et de renforcer la compétitivité de leur entreprise.
- Le régime fiscal de la Russie s'est amélioré. Il est plus simple et certains impôts ont été abolis. De plus, le gouvernement tolère désormais beaucoup moins la fraude fiscale.
  
- La BERD a participé à l'élaboration du code de régie d'entreprise pour la Russie.
- Les normes comptables internationales (NCI) constituent des points de repère importants et sont les premières mesures que les entreprises doivent mettre en œuvre pour se conformer au nouveau code de régie. Dans le contexte de ces normes, l'entreprise doit effectuer une restructuration :
  - La première étape de cette restructuration est de devenir une entité juridique.
  - Lorsqu'une personne détient plusieurs sociétés qui ne sont pas liées l'une à l'autre du point de vue juridique, mais qui fonctionnent comme une seule entreprise, elle n'est pas vérifiable.
- Un objectif principal de l'amélioration de la régie d'entreprise est de protéger les actionnaires minoritaires.

### **Programme de soutien municipal à Saint-Pétersbourg**

- Le « programme de soutien municipal à Saint-Pétersbourg » est l'un des projets de la BERD les plus connus en Russie. Il a été signé en juillet 1998.
  - Le financement s'est élevé à 100 M USD.
  - Les versements se sont poursuivis après la crise de 1998.
  - Ces fonds ont permis à Saint-Pétersbourg de réussir la restructuration de sa dette et de racheter ses euro-obligations, qui étaient alors à un taux d'escompte, en évitant ainsi les remboursements in fine qui étaient exigés en 2002.
  - Après la crise, les dettes de Saint-Pétersbourg représentaient 80 % des revenus de la ville. Ce chiffre est tombé à 20 %.

### **L'économie infranationale de Saint-Pétersbourg**

- L'économie de la ville est bien diversifiée et offre beaucoup de possibilités :
  - Tourisme
  - Plaque tournante du transport
  - Entreprises du secteur militaire
  - Construction navale
  - Transformation alimentaire vigoureuse
  - Machinerie



- La principale différence entre l'économie de Saint-Pétersbourg et celle de Moscou est que cette dernière tire des revenus du pétrole et du gaz. À cet égard, il est intéressant de remarquer que le pouvoir d'achat de 15 à 20 % des Moscovites est supérieur à celui de tout autre endroit en Europe. De plus, le pouvoir d'achat à Moscou est supérieur à celui des Scandinaves (avec toutefois des distorsions considérables).
- À Saint-Pétersbourg, le principal obstacle aux affaires est la bureaucratie encombrante.
- Saint-Pétersbourg est plus attirante que Moscou pour ce qui est du potentiel économique à long terme. La ville est par ailleurs plus proche de l'Union européenne et borde l'Estonie et la Finlande.
- Saint-Pétersbourg a établi des priorités en matière d'investissement stratégique : les transports, les routes, les ports et le tourisme. L'infrastructure a terriblement besoin d'améliorations, et le réseau de transport de la ville est une priorité dans ce domaine.

### **La BERD et l'investissement infranational**

- À l'avenir, la participation à davantage de projets infranationaux dans les régions de la Russie sera une priorité de la BERD.
- Cela renforcera l'incidence des activités de la BERD sur la transition par une amélioration de la régie d'entreprise, des transferts de compétences et de technologies et de la conduite générale des affaires.
- Le conseil d'administration de la BERD a demandé à ce que l'on établisse davantage de cofinancement avec des banques internationales privées afin de les exposer aux projets locaux.

## Kazakhstan

Nick Eisinger, Fitch Ratings (Londres, janvier 2004)

### **Contexte : Deux facteurs incitent Fitch à ne pas octroyer une cote élevée de solvabilité**

- Fitch a envisagé il y a un an d'octroyer au Kazakhstan une cote élevée de solvabilité, mais a finalement maintenu la cote BB+, avec une perspective favorable.
- Deux facteurs ont empêché cette hausse de la cote : le climat politique et la réforme structurelle plutôt limitée ces dernières années.

#### Climat politique

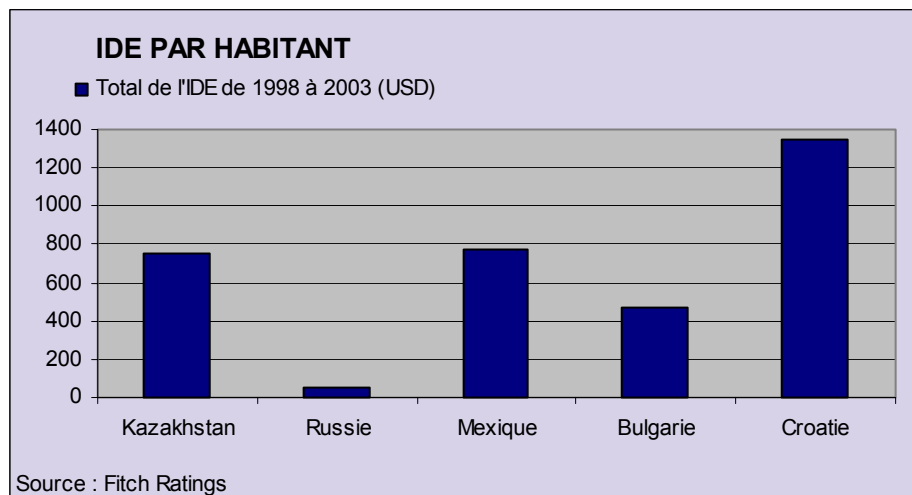
- Le pouvoir du président nuit à la transparence de l'élaboration des politiques.
- Il est difficile de savoir comment les institutions politiques supporteraient une transition politique.
- Des élections parlementaires auront lieu d'ici la fin de l'année.
- « Les institutions publiques sont faibles; de plus, le manque de transparence et les problèmes liés à la régie demeurent préoccupants – en particulier la portée des opérations quasi fiscales par le secteur public en général. »

#### Réforme structurelle

- Le boom pétrolier des quatre dernières années a limité le désir des autorités du Kazakhstan de réaliser des réformes structurelles plus approfondies.
- À la fin des années 1990, le défaut de paiement de la Russie et la baisse des cours du pétrole ont eu pour effet combiné d'imposer des réformes structurelles – les autorités ont laissé flotter la devise, ont mis en œuvre une réforme des régimes de retraite et du secteur bancaire, et ont établi le fonds pétrolier.
- Par ailleurs, le FMI a quitté le pays, ce qui signifie une réduction des pressions auxquelles les autorités du Kazakhstan étaient soumises en matière de politiques.
- Enfin, les pressions des marchés internationaux en faveur d'une réforme ne sont pas très fortes. Le gouvernement du Kazakhstan n'a que deux obligations en circulation et toutes deux appartiennent en grande partie à des investisseurs nationaux.

### **Diversification économique : la prochaine vague de réforme structurelle?**

- « La continuité de la politique est garantie par la stabilité politique générale et par la vigueur du président, alors que les réponses politiques aux problèmes ont en général été très satisfaisantes au cours des dernières années ».
- Les effets des réformes précédentes continuent de bien se faire sentir, mais la régie d'entreprise, la primauté du droit et les faillites suscitent encore des doutes.
- Le gouvernement comprend le besoin de diversifier l'économie. La croissance de l'épargne intérieure signifie qu'une partie du projet de diversification peut être assumée à l'échelon



national, et ce, même si les grands nouveaux projets économiques reposeront principalement sur des capitaux étrangers.

- L'égalité des droits entre les investisseurs étrangers et nationaux a été établie, mais, dans la pratique, le gouvernement se contente de « bricoler ».
- Le gouvernement estime que les ententes signées il y a dix ans étaient trop généreuses (c.-à-d. que le taux d'imposition était trop faible). Il exerce donc des pressions pour hausser le contenu local et pour imposer des amendes environnementales.
- Le gouvernement procède actuellement à l'adjudication de la deuxième série de blocs dans la mer Caspienne – le traitement fiscal sera dans ces cas bien moins généreux. Il sera intéressant d'observer la réaction des entreprises étrangères face à cette nouvelle démarche.
- En ce qui concerne la diversification économique, « le développement durable de ressources autres que le pétrole sera probablement entravé par la faiblesse des institutions, les incertitudes quant au cadre juridique et une population nationale qui demeure réduite et relativement pauvre. L'interférence perçue à l'égard des investisseurs du secteur pétrolier et gazier au cours des 12 à 18 derniers mois ne contribuera pas à donner une bonne impression aux investisseurs étrangers dans les secteurs non pétroliers. » Environ 75 % de l'investissement direct est actuellement destiné au secteur pétrolier et gazier – Fitch estime que l'investissement direct et l'investissement sous forme de capital-actions représentent un total de quelque 15 ou 16 G USD depuis le milieu des années 1990.

### **Finances publiques et Fonds pétrolier national**

- Les finances publiques conservent un fondement très solide au Kazakhstan – des estimations modérées en matière de revenus et une gestion prudente des dépenses ont fait que le budget a dépassé les objectifs officiels au cours des trois dernières années.
- Les cours du pétrole ont eu une incidence notable sur les finances publiques et ils continueront d'influencer considérablement la politique fiscale pendant les années à venir. Les recettes pétrolières et connexes représentent environ de 30 à 40 % du total des revenus ainsi qu'une grande part du PIB.
- Les autorités ont mis de côté une grande partie des revenus pétroliers depuis 2001 pour les déposer dans le Fonds pétrolier national. Fitch estime que ce fonds contenait plus de 3 G USD à la fin de 2003.
- Lorsque le cours du pétrole dépasse 19 \$/baril, toutes les recettes fiscales liées au pétrole et perçues auprès des grandes entreprises internationales sont versées au Fonds.
- Le Fonds pétrolier a également une influence quant à la gestion de la devise, du fait qu'il est géré depuis l'étranger. Le syndrome hollandais est déjà présent, car la devise est forte, mais celle-ci serait encore plus forte sans le Fonds pétrolier.
- La question qui se pose concernant le Fonds pétrolier est la suivante : après un choc pétrolier, le Kazakhstan utilisera-t-il le Fonds pétrolier comme l'a fait le Venezuela, c.-à-d. pour l'allocation de fonds extra-budgétaires?

### **Le Kazakhstan et la Russie**

- Le Kazakhstan conservera sa forte cote BB+ dans la mesure où l'orientation politique continue dans la même voie et où il n'y aura pas de grand choc pétrolier au cours des prochaines années.
- Eisinger estime que le Kazakhstan est légèrement plus sûr que la Russie, et ce, pour les raisons suivantes :
  - Le Kazakhstan a un meilleur système bancaire. L'intermédiation financière s'élargit, mais le système est relativement limité, la monnaie au sens large (M2) équivalant à environ 21 ou 22 % du PIB en 2003. Seulement 2 des 34 banques sont sous le contrôle de l'État, alors que la proportion de l'actif bancaire appartenant à des intérêts étrangers se situe à environ 30 %.
  - Le Kazakhstan est allé plus loin dans la réforme structurelle.
  - La réforme des régimes de retraite a davantage réussi au Kazakhstan.
  - Le Kazakhstan a mis en place bien plus tôt un fonds de stabilisation pétrolier.
  - La dette du Kazakhstan est moins élevée.
  - La Russie a eu un défaut de paiement.

- Toutefois, le climat politique en Russie est légèrement plus stable à long terme, la Russie possède davantage de pétrole que le Kazakhstan (mais pas par habitant), et les institutions publiques sont plus solides.

## Risque infra-étatique

Nicolas Painvin, Fitch Ratings (Paris, janvier 2004)

Nicolas Painvin travaille pour Fitch à Paris et est responsable de l'établissement de la cote pour les entités infra-étatiques de l'Europe de l'Ouest. Cette réunion a été tenue à la suite de notre participation à la rencontre de janvier du groupe d'experts sur les risques-pays de l'OCDE, qui était centrée sur l'Europe centrale, l'Europe de l'Est et la Russie.

### Démarche de Fitch concernant l'évaluation du risque infra-étatique dans les pays développés

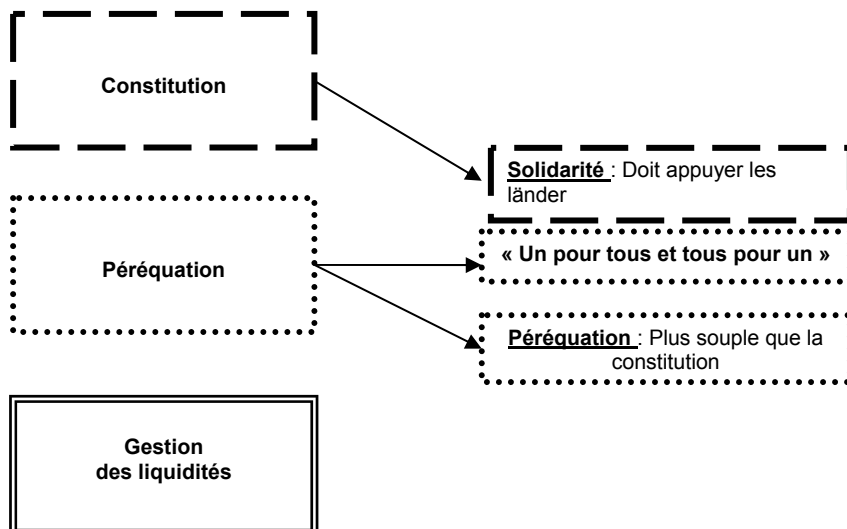
- Lorsqu'elle étudie le risque infra-étatique en Europe de l'Ouest, Fitch se concentre sur les liens entre « le centre et la périphérie » et commence donc par examiner le cadre institutionnel.
- Fitch n'a pas de matrice fixe pour l'examen du risque infra-étatique. Son cadre permet en fait une différenciation d'envergure ou réduite, selon le pays. En Allemagne, par exemple, les cotes des États fédéraux sont toutes identiques à la cote de crédit souverain. La différenciation est cependant bien plus importante en France et en Italie.
- L'Allemagne est un pays où les conséquences pratiques du cadre constitutionnel sont particulièrement importantes.
- Par comparaison, le cadre constitutionnel français se traduit par un éventail de cotes; même si la cote de crédit souverain est AAA, celle des administrations infranationales peuvent être relativement faible (BBB).
- Un principe implicite de la méthode appliquée par Fitch est la compréhension et l'appréciation de la culture politique et sociale, ce qui distingue cette démarche de celles de Moody's et de S&P.

### Cotes infra-étatiques de l'Allemagne : explication de leur homogénéité

- Dans le système allemand, la confiance est cruciale, car ce pays est bâti sur le consensus social.

#### Allemagne

Les trois composantes du casse-tête que représente les cotes infra-étatiques



- a) Solidarité : Est soulignée avec insistance dans la constitution allemande, en particulier la solidarité entre le gouvernement central et les länder.
  - b) Péréquation : Mise en pratique juridique de la solidarité. Reflète la compréhension du fait qu'une égalisation est nécessaire étant donné que les disparités sont inévitables au niveau de la vigueur fiscale infranationale. Cette prescription est souple, car elle peut être remaniée comme cela a été le cas après la chute du mur de Berlin en 1989.
    - Il existe deux genres de péréquation : (1) horizontale entre les länder, (2) verticale entre le gouvernement central et les länder.
  - c) Gestion des liquidités : Cette prescription est utile en cas de crise. Le gouvernement central et les länder partagent les revenus au jour le jour.
- La comparaison entre Berlin et la Bavière donne un bon exemple du mode de fonctionnement de ce régime. Même si leurs comptes sont très différents, le cadre constitutionnel prévoit un soutien à long terme de l'entité infranationale la plus faible (Berlin) aux dépens de l'entité infra-étatique la plus vigoureuse (la Bavière).
  - Certains länder désirent néanmoins remanier le principe fondamental de la péréquation étant donné que des länder plus pauvres dépensent davantage par habitant que les länder riches. Toutefois, personne en Allemagne ne remet en question le principe de solidarité – « Personne ne peut se permettre de laisser Berlin et d'autres entités infra-étatiques avoir un défaut de paiement. » Les länder les plus riches ne veulent pas de transformation fondamentale du régime, ils ne désirent que des retouches.
  - Au Canada, par contraste, le fédéralisme est plus « compétitif » qu'en Allemagne.

#### **Cotes infra-étatiques de la France : explication de leur hétérogénéité**

- La constitution française n'est pas aussi marquée par la solidarité que celle de l'Allemagne – il ne s'agit pas d'un État fédéral. Cela ne suffit toutefois pas pour expliquer l'hétérogénéité des cotes infranationales.
- En France, « toutes les entités infranationales sont en fait des entités infra-étatiques » (la distinction est utile et intéressante). Utilisés dans le cadre institutionnel français, les termes « infranational » et « infra-étatique » ne sont donc pas interchangeables.
- Les länder, par contraste, sont des entités infranationales, mais pas infra-étatiques. Cela signifie qu'ils ont leur propre « mission régaliennne » : ils fournissent des biens publics et des services publics, mais agissent également comme entité souveraine (c.-à-d. en se chargeant de la justice).
- La France n'a que des lois centralisées, et pas de lois régionales. L'État délègue du centre aux administrations locales le droit de fournir des services publics. Par conséquent, la notion de « pays décentralisé » comme la France s'applique à la part des biens et des services publics fournis par les administrations locales.
- D'autre part, le fédéralisme désigne un régime où les administrations locales ont la responsabilité de décider de questions généralement associées à l'entité souveraine (justice, imposition, etc.).

#### **Caractéristiques nationales : pays régional ou fédéral?**

- Pays régional : L'entité infranationale a la capacité de changer les lois ou d'en adopter de nouvelles, et s'est donc vue déléguer des attributs d'entité souveraine. Cependant, la constitution du pays ne désigne pas l'entité infranationale comme l'égal de l'entité souveraine. Dans les États régionaux, la hausse des impôts est autorisée, mais fortement réglementée.
- Pays fédéral : L'entité infranationale est généralement sur un pied d'égalité totale avec l'entité souveraine. Elle ne peut toutefois pas avoir sa propre diplomatie ou sa propre armée. La Suisse, où les cantons ont précédé la nation, en est un bon exemple – il s'agit bien d'une confédération. Les cantons suisses sont autorisés à établir de nouveaux impôts (ce qui n'est pas le cas des länder allemands).

- Par l'Union européenne, les Européens tentent également de créer une confédération – « avec le temps, avoir un débat sur la possibilité que les nations deviennent des entités infranationales ». L'adoption de l'euro signifiait l'abandon d'une certaine souveraineté.

<b>Politique</b>  Partage financier des responsabilités	<b>Fédéral</b>	<b>Régional</b>	<b>Centre</b>
<b>Dévolution élevée des pouvoirs</b>	Suisse Allemagne	Espagne	France
<b>Faible dévolution des pouvoirs</b>		Italie	R.-U.

### Conclusion

- Il n'existe pas de modèle universel pour l'évaluation du risque infranational – il est donc impossible d'établir une matrice officielle.
- La Suisse et l'Allemagne sont d'excellents exemples de pays dont les régimes politiques sont apparemment très proches (États fédéraux ayant un degré élevé de dévolution des pouvoirs), mais qui présentent en fait des différences importantes. En Suisse, il n'y a pas de solidarité obligatoire entre les cantons, et le gouvernement central ne s'estime pas tenu d'aider les cantons. Ces derniers sont en fait des « partenaires contractuels », car il est plus rentable de travailler ensemble.
- L'importance accordée par l'Allemagne à la solidarité est liée à l'origine de la constitution actuelle, qui a été orientée et mise en œuvre par les É.-U. après la Seconde Guerre mondiale. Les É.-U. voulaient introduire le principe de solidarité dans la constitution allemande, car ils estimaient que le pays devait absolument renforcer son unité après la dévastation causée par la guerre. Les É.-U. tenaient donc à assurer que le développement ne serait pas entravé par des disparités régionales importantes du point de vue de la richesse.
- Il convient de noter dans ce contexte que Fitch n'est pas à l'aise avec le fédéralisme russe. Le régime continue de fluctuer, et des changements soudains de politique ont des répercussions sur les entités infranationales. En général, « dans les marchés émergents, il est fréquent que l'on ne sache pas ce qui motive ou catalyse les changements en matière de politique. »