

# LES FONDS SOUVERAINS EN RUSSIE

CLÉLIA CHEVRIER \*

La crise financière a considérablement assombri les perspectives économiques de la Russie pour 2009, mettant ainsi fin à un cycle de forte croissance de dix ans. Après avoir dû faire face à la violente propagation de la crise financière au secteur bancaire, les autorités russes doivent désormais gérer un second choc majeur, macroéconomique cette fois : le choc négatif sur les termes de l'échange, d'une magnitude considérable. La chute du prix du pétrole et des autres matières premières exportées aura en effet un impact négatif fort sur les revenus.

75

Dans ce contexte, les fonds souverains créés en 2004 et réformés en 2008 offrent toutefois une marge de manœuvre appréciable, bien que temporaire, au gouvernement russe. La prudence du ministre des Finances, Alexeï Koudrine, souvent critiquée par le passé, est désormais louée par l'ensemble des acteurs économiques, même si face à l'ampleur du choc sur les prix des matières premières, le montant des réserves épargnées risque de s'avérer insuffisant<sup>1</sup>.

## *LA CRÉATION DE FONDS SOUVERAINS POUR RÉDUIRE LA DÉPENDANCE AUX RECETTES PÉTROGAZIÈRES*

Fortement dépendante des recettes pétrogazières, la Russie s'est attachée à réduire cette dépendance par le biais de la constitution de fonds souverains de sophistication croissante.

---

\* Conseillère financière adjointe à la Mission économique de Moscou.

Le sort de l'économie russe est, en effet, fortement lié au prix du baril, les revenus pétrogaziers représentant ainsi en 2008 près de 70 % de ses recettes d'exportation et 50 % de ses recettes budgétaires. Sur le modèle de nombreux pays dépendants du pétrole, les autorités russes ont donc décidé en 2004, de manière relativement tardive par comparaison avec les pays voisins (Azerbaïdjan en décembre 1999, Kazakhstan en août 2000), la création d'un fonds de stabilisation afin de limiter les effets pervers de la rente pétrolière sur l'environnement macroéconomique (« maladie hollandaise » - *Dutch disease*) et de faciliter la régulation budgétaire par le lissage des déficits<sup>2</sup>.

*Un objectif initial de stérilisation des recettes pétrogazières et d'assurance contre les fluctuations du prix du baril*

Le Fonds de stabilisation (FS) a été établi en 2004, suite à l'adoption d'amendements au Code budgétaire de la Fédération de Russie en décembre 2003, avec le double objectif de stériliser les entrées de pétrodollars dans l'économie et d'accumuler des réserves pour faire face aux conséquences budgétaires d'une baisse des cours pétroliers.

Il différait en cela des objectifs d'autres fonds pétroliers, en particulier le fonds norvégien qui a pour but non seulement d'adoucir les fluctuations des revenus pétroliers mais également d'agir comme mécanisme de transfert des richesses provenant de l'exploitation actuelle de ressources non renouvelables au bénéfice des générations futures.

Le Fonds de stabilisation pouvait être ponctionné pour alimenter le budget fédéral si le prix de vente à l'exportation du pétrole descendait sous le seuil d'un baril Oural à 27 dollars (à partir de 2006, 20 dollars en 2004), ou pour d'autres fins non spécifiées, si ses ressources dépassaient 500 MdRUB (environ 18 Md\$, valeur 2008).

Le maintien des cours pétroliers à un niveau élevé a permis de dépasser ce seuil dès le début 2005 : le Fonds de stabilisation atteignait déjà 43 Md\$ au début 2006, 89 Md\$ un an plus tard et 157 Md\$ en janvier 2008. La rapidité de cette augmentation est d'autant plus remarquable que le Fonds a été utilisé entre-temps, d'une part, pour rembourser par anticipation la dette publique extérieure, en particulier aux créanciers du Club de Paris (environ 15 Md\$ en juillet 2005 et 23 Md\$ en août 2006) et, d'autre part, pour financer la capitalisation des institutions de crédit dédiées à l'appui au développement économique (25,9 Md\$ en 2007).

*Un élargissement des objectifs et une scission en deux fonds distincts*

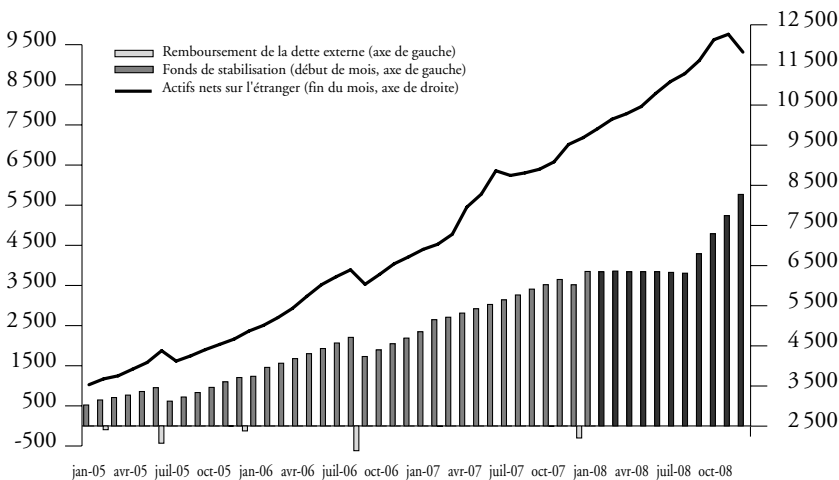
Face à cette abondance de ressources et suite aux vifs débats ayant marqué l'année 2006 sur les moyens d'utiliser les ressources du Fonds

de stabilisation pour financer le développement de l'économie russe, une réforme adoptée en avril 2007 a permis d'élargir les objectifs de ce Fonds de la seule fonction assurantielle à celle de générer des revenus d'investissement. À partir du 1<sup>er</sup> février 2008, le Fonds de stabilisation a été scindé en deux fonds distincts : le Fonds de réserve et le Fonds du bien-être national. Le premier, le plus important en volume, devait continuer d'assurer les fonctions du Fonds de stabilisation, et le second était destiné à être investi dans des actions d'entreprise.

Le Fonds de réserve a ainsi hérité des fonctions de stérilisation et de stabilisation de son prédécesseur et joue un rôle d'assurance contre les variations conjoncturelles importantes du prix des hydrocarbures. Son niveau doit être maintenu à 10 % du PIB russe (1 290 Md\$ en 2007)<sup>3</sup>.

La Fonds du bien-être national constitue quant à lui un outil de lissage intertemporel des revenus pétrogaziers, dont la vocation est de garantir le maintien des bénéfices de la rente pétrolière à long terme, sur le modèle du fonds souverain norvégien, et de contribuer au financement du déficit du système des retraites. Au-delà, il pourra également être utilisé, sur la base de cofinancement, pour contribuer au développement des fonds de pension volontaires (c'est-à-dire au-delà des fonds de pension obligatoires existant déjà en Russie).

**Graphique 1**  
**Croissance des actifs nets sur l'étranger**  
**et du Fonds de stabilisation**  
 (MdRUB)



Sources : Banque centrale de Russie ; Gianella, Thomson, OECD Working Paper, n° 537, 2006.

*CES FONDS ONT PERMIS LA CONSTITUTION  
D'IMPORTANTES RÉSERVES, PRUDEMMENT GÉRÉES*

*Des ressources abondantes*

Contrairement au Fonds de stabilisation qui n'était alimenté que par le surplus des recettes budgétaires perçues sur les exportations et sur l'extraction du pétrole brut et des produits pétroliers lorsque le cours dépassait un certain seuil (20 dollars en 2004 et 2005, 27 dollars à compter de 2006), les nouveaux fonds sont également alimentés par le produit des taxes à l'extraction et l'exportation du gaz. Cette alimentation repose sur les principes suivants :

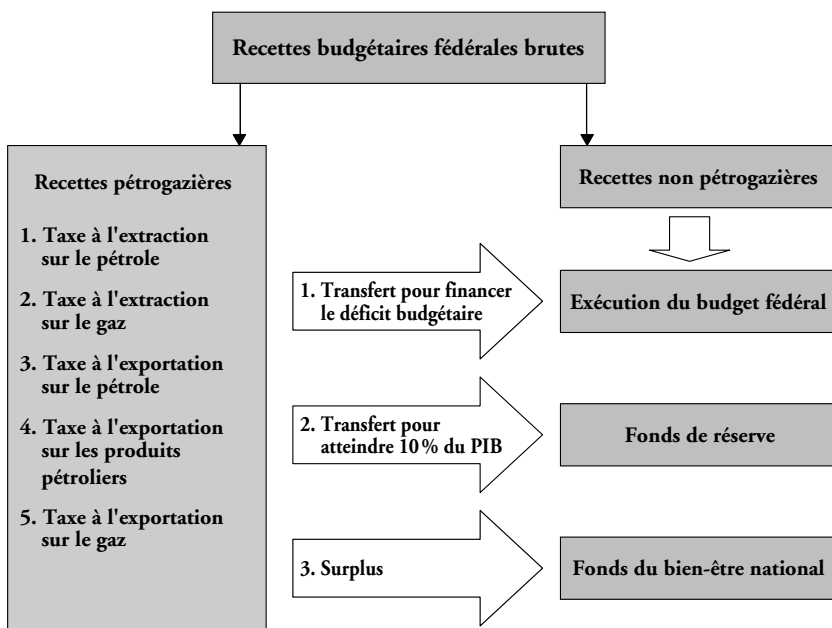
- une partie de ces recettes est d'abord transférée au budget, selon une règle fixée dans le Code budgétaire, en fonction des prévisions de PIB, soit :

- pour 2008 : 6,1 % du PIB prévu au budget,
- pour 2009 : 5,5 % du PIB,
- pour 2010 : 4,5 % du PIB,
- pour 2011 et années suivantes : 3,7 % du PIB ;

- le montant restant est déposé sur le Fonds de réserve, dont le niveau doit être maintenu à 10 % du PIB annuel ;

- le surplus de recettes, après abondement du Fonds de réserve, est destiné au Fonds du bien-être national, qui dispose aussi des revenus issus de ses investissements de portefeuille.

78



Au 1<sup>er</sup> décembre, les deux fonds totalisent 209 Md\$, soit 45,9 % des réserves en devises (455 Md\$).

Au moment de sa création, le 1<sup>er</sup> février 2008, le Fonds de réserve a été doté de 3 069 MdRUB, soit 125 Md\$, ce qui correspondait à 10 % du PIB pour 2007 et le Fonds du bien-être national de 783 MdRUB, soit 32 Md\$, montant qui correspondait au solde de l'ancien Fonds de stabilisation après pleine dotation du Fonds de réserve. Au 1<sup>er</sup> décembre 2008, le Fonds de réserve s'élevait à 3 661,37 MdRUB (132,63 Md\$) et le Fonds du bien-être national à 2 108,46 MdRUB (76,38 Md\$).

Le gouvernement était jusqu'ici autorisé à puiser dans le Fonds de réserve en cas de moindres recettes pétrogazières que prévu dans le budget de l'année en cours. Concrètement, le Fonds de réserve devait permettre d'atteindre le montant de transferts pétrogaziers inscrit au budget (exemple : 6,1 % PIB en 2008) si les recettes pétrogazières effectives s'avéraient insuffisantes.

Quant au Fonds du bien-être national, sa vocation première est de contribuer au financement du déficit du système des retraites, mais aucune règle d'utilisation précise n'a jusqu'ici été fixée. La crise financière a amené une modification de la gestion des fonds disponibles, rendant ceux-ci *de facto* disponibles pour certaines banques et entreprises sous forme de prêts ou de placements de moyen terme, sans les sortir formellement du Fonds du bien-être national pour autant.

79

### *Une gestion conservatrice des actifs*

La création d'une agence financière d'État chargée de gérer les ressources du Fonds de réserve et du Fonds du bien-être national a été évoquée à plusieurs reprises depuis la mise en place des deux fonds, mais elle ne s'est pas encore concrétisée. Les ressources restent déposées à la Banque centrale de Russie et sont gérées par le ministère des Finances. Les conditions générales d'utilisation sont fixées dans le Code budgétaire et ne peuvent être amendées que par voie législative.

#### *Fonds de réserve*

Le Code budgétaire précise que les actifs du Fonds doivent être investis au minimum à 50 % dans des obligations souveraines de 14 pays étrangers<sup>4</sup>, et autorise jusqu'à 30 % de placements dans des titres de dette des agences publiques ou des banques centrales de ces pays ou jusqu'à 15 % dans des titres de dette des institutions financières internationales (IFI) et jusqu'à 30 % dans des dépôts auprès de banques et organismes de crédit étrangers. Tous ces émetteurs doivent afficher une notation supérieure ou égale à « AA- » ou « Aa3 », confirmée par deux des trois agences de notation internationales.

Le ministère des Finances a choisi de fixer les limites effectives à 80 % du Fonds en obligations souveraines étrangères, 15 % en titres de dette d'agences publiques ou de banques centrales étrangères et 5 % en titres de dette des IFI. Les actifs sont placés en dollars (45 %), en euros (45 %) ou en livres sterling (10 %). Les maturités et montants minimaux des titres obligataires sont également précisés dans le Code budgétaire.

### *Fonds du bien-être national*

Le Fonds du bien-être national devait à l'origine permettre d'investir les ressources dans des instruments plus risqués que le Fonds de réserve, et notamment des actifs russes, permettant à la fois de dégager un meilleur rendement et de contribuer au développement de la place financière de Moscou. Ceci allait toutefois à l'encontre de l'objectif de stérilisation de la rente pétrogazière et les réticences d'Alexeï Koudrine, qui n'a finalement accepté la création de ce fonds que sous la pression politique, marquent fortement le cadre du Fonds du bien-être national. Le ministère des Finances devait présenter sa nouvelle stratégie de placement des ressources du Fonds du bien-être national avant le 1<sup>er</sup> octobre 2008, qui autoriserait le placement en actions à hauteur de 50 % et permettrait l'investissement en actions russes. Cette stratégie d'investissement suscitait des interrogations car outre le risque inflationniste lié (générant lui-même un risque de dépréciation de ces actifs), le placement dans des actifs russes semblait aléatoire, notamment en raison du manque de transparence de nombre d'entreprises russes émettrices de titres.

Toutefois, jusqu'au 15 octobre 2008, et en attendant la mise en place d'un cadre spécifique, les principes de gestion sont restés identiques à ceux du Fonds de réserve. À compter de cette date, la crise financière a conduit à leur amendement : 40 % des ressources du Fonds du bien-être national peuvent désormais être libellés en roubles et être investies en actions russes par la banque publique Vneshekonombank (VEB, cf. infra), les 60 % libellés en devises suivront les mêmes règles de gestion qu'au sein du Fonds de réserve.

### *LA CRISE FINANCIÈRE A ENTRAINÉ UNE RÉVISION DE LA STRATÉGIE D'UTILISATION DE CES FONDS VERS UN SOUTIEN ACTIF DU BUDGET ET DE L'ÉCONOMIE RUSSES*

Face à la crise, un certain nombre d'amendements législatifs ont été adoptés, qui permettent de puiser plus facilement dans le Fonds de réserve pour soutenir le budget et d'utiliser les ressources du Fonds du bien-être national pour améliorer le fonctionnement du système

bancaire et des marchés financiers. Ces décisions ont été adoptées sans débat public et n'ont pas soulevé de critiques politiques, ni médiatiques. La gestion budgétaire prudente d'Alexei Koudrine est désormais largement saluée.

*Le Fonds de réserve soutient désormais le budget dans sa totalité*

La crise financière et la baisse du prix du brut ont entraîné une modification du Code budgétaire fin octobre 2008 pour étendre les possibilités d'utilisation du Fonds de réserve. Ce Code autorisait auparavant le gouvernement à puiser dans le Fonds de réserve en cas de diminution des recettes issues des exportations de pétrole et de gaz. Désormais le Fonds de réserve permet de compenser tous les types de manque à gagner sur les recettes prévues et il peut également être utilisé pour soutenir le budget des régions. En cas de prix du baril de pétrole inférieur à 70 dollars, le gouvernement peut décider de l'utilisation de ce Fonds sans consulter la Douma. Par ailleurs, le Code budgétaire autorise toujours l'utilisation du Fonds de réserve pour le remboursement de la dette extérieure (une partie du Fonds de stabilisation a été utilisée à cette fin), mais il est peu vraisemblable que ce mécanisme soit utilisé à moyenne échéance, la dette publique extérieure russe étant revenue à un niveau parmi les plus bas au monde (3,4 % du PIB).

81

*Le Fonds du bien-être national offre les liquidités nécessaires au refinancement des banques et au rachat des titres russes*

Le gouvernement a été autorisé à transférer 625 MdrRUB (environ 22 Md\$) du Fonds du bien-être national à la banque de développement Vneshekonombank (VEB), quatrième banque russe en termes d'actifs et canal privilégié de transmission de l'aide publique aux entreprises depuis le début de la crise financière. Ces liquidités sont réparties de la manière suivante :

- un montant maximum de 450 MdrRUB (près de 18 Md\$) est déposé au taux de 7 % l'an jusqu'au 31 décembre 2009 inclus. Sur ce montant, la VEB doit octroyer des crédits subordonnés sans garantie à un taux de 8 %, très inférieur au marché, à deux grandes banques publiques (200 MdrRUB, soit près de 8 Md\$, à la banque VTB et 25 MdrRUB, environ 1 Md\$, à la Rosselkhozbank) ainsi qu'à d'autres banques commerciales russes sous certaines conditions : elles devront présenter une notation suffisante et obtenir des crédits subordonnés et/ou des abondements à leur capital statutaire de la part d'autres actionnaires à même hauteur. Le montant total des crédits octroyés à une banque ne devra pas dépasser 15 % du montant de ses fonds propres, calculé au 1<sup>er</sup> octobre 2008 ;

- un montant maximum de 175 MdRUB destinés au rachat d'actions et obligations russes (fin novembre 2008, 85 MdRUB avaient déjà été dépensés sur les marchés, dont 80 % en actions russes, le reste ayant été investi dans des titres de dette domestique).

La scission du Fonds de stabilisation en un Fonds de réserve et un Fonds du bien-être national a permis la captation de l'ensemble des recettes pétrogazières et la constitution d'un matelas de sécurité qui offre des marges de manœuvre appréciables à la Russie pour gérer les conséquences de la crise financière actuelle et de la chute du prix du baril.

Les institutions internationales envisagent désormais un scénario de récession ou de croissance à peine positive pour la Russie en 2009 (-0,7 % pour le FMI, +2,3 % pour l'OCDE), qui pourrait s'avérer encore optimiste compte tenu de l'arrêt des principaux moteurs de la croissance de ces dernières années (prix élevés des matières premières, développement du crédit et boom immobilier) et de la lenteur du processus d'ajustement des bilans bancaires.

Pour remédier à cette situation, l'action vigoureuse des pouvoirs publics s'impose. De manière progressive et pas toujours très coordonnée, le choix d'une politique budgétaire plus expansionniste se précise, qui devrait puiser largement dans les deux fonds souverains, avec l'annonce par Vladimir Poutine le 7 novembre 2008 d'un nouveau plan d'action comprenant une série de 55 mesures de soutien à l'économie, parfois teintées de protectionnisme, puis le renforcement de ce plan le 19 novembre 2008, devant le Congrès du parti Russie Unie, par une baisse du taux de l'IS de 4 points à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2009 et une hausse des allocations chômage et des salaires dans le secteur public.

Les récentes estimations du ministère des Finances tablent ainsi sur un épuisement du Fonds de réserve d'ici à mi-2010, voire fin 2010. L'hypothèse basse d'un baril de pétrole à 40 dollars impliquerait ainsi une ponction des deux tiers de ce Fonds en 2009 (2 000 MdRUB) pour pouvoir équilibrer le budget.

Dans le contexte russe, alors qu'un certain nombre de grandes entreprises sont directement contrôlées par des membres du gouvernement, présents à leur conseil d'administration, et qu'une grande proximité entre un certain nombre d'oligarques et le pouvoir est observée depuis les années 1990, il faudra sans doute surveiller de près la manière dont ces ressources sont utilisées. L'opacité entourant, par exemple, le choix des actions et obligations russes rachetées en Bourse, ou des entreprises directement soutenues par la VEB, est potentiellement source de collusion et d'effets d'aubaine.



À noter que les risques que l'on prête souvent aux fonds souverains en termes de prise de contrôle de sociétés étrangères stratégiques paraissent très restreints aujourd'hui du fait à la fois de la probable fonte du Fonds de réserve et de l'utilisation d'une part importante du Fonds du bien-être national pour investir dans des entreprises russes. Mais ils semblaient déjà limités avant la crise. De fait, outre la part finalement restreinte en actions et obligations d'entreprise, il semblait acquis que, pour réduire les risques financiers, la prise de participation par le Fonds du bien-être national n'excède pas 5 % du capital de l'entreprise bénéficiaire.

## NOTES

1. L'auteur tient à remercier Christian Gianella pour les commentaires et remarques formulés sur cet article.
2. Gianella Thomson, « A Golden Rule for Russia? How a Rule-Based Fiscal Policy Can Allow a Smooth Adjustment to the New Terms of Trade? », OECD Working Paper, n° 537, 2006.
3. Le solde budgétaire étant excédentaire depuis 2000, l'objectif premier de stérilisation de ces fonds a souvent été remis en cause. En réponse à ces critiques, un fonds d'investissement a été créé le 1<sup>er</sup> janvier 2006 pour offrir un financement public à des projets d'investissement nationaux. Il est constitué à la fois de l'équivalent des économies réalisées sur le service de la dette grâce à son remboursement anticipé et d'un reversement à partir du Fonds de réserve.
4. Autriche, Belgique, Grande-Bretagne, Allemagne, Danemark, Irlande, Espagne, Canada, Luxembourg, Pays-Bas, États-Unis, Finlande, France et Suède.

