



Prospective, Veille  
et Recherche Economique

# La Banque Centrale Gardienne du Temple : Le Case Study de la Russie

Mars 2023





**Prospective, Veille  
et Recherche Economique**

# **La Banque Centrale Gardienne du Temple : Le Case Study de la Russie**

**Mars 2023**





## Sommaire

A. Une salve de sanctions économiques et financières .....	6
B. Répercussions sur le système financier.....	8
C. Quelle était la réponse de la Banque Centrale Russe face à ces sanctions ? .....	9
D. Facteurs ayant permis d'atténuer les effets des sanctions .....	13
E. Enseignements et perspectives .....	14





## Executive Summary

### La Banque Centrale Gardienne du Temple : Le Case Study de la Russie

A la fin de l'année 2021, un \$US cotait à 74.65 Roubles (RUB), le 25 février 2022 soit le lendemain de l'attaque russe visant l'Ukraine, la cotation était de 105.27 RUB...aujourd'hui le \$US cote à 73.83 RUB. Malgré les sanctions financières d'envergure et les sanctions économiques, le Rouble a résisté et a pu même accomplir la prouesse de gagner du terrain par rapport au dollar à fin juin 2022 (1 \$US= 51.45 RUB). La Banque Centrale Russe (BCR) a joué un rôle crucial dans le redressement rapide du Rouble qui risquait de naviguer durablement en eaux troubles. En effet, les premières heures et les premiers jours ayant suivi l'attaque russe ont vu les billets et monnaie en circulation augmenter de 15% (retraits auprès du système bancaire) et les avoirs en devises enregistrer une baisse (sortie de capitaux étrangers). En outre, le resserrement de la liquidité s'est traduit à travers un changement radical de la position du système bancaire qui est devenu net emprunteur auprès de la BCR.

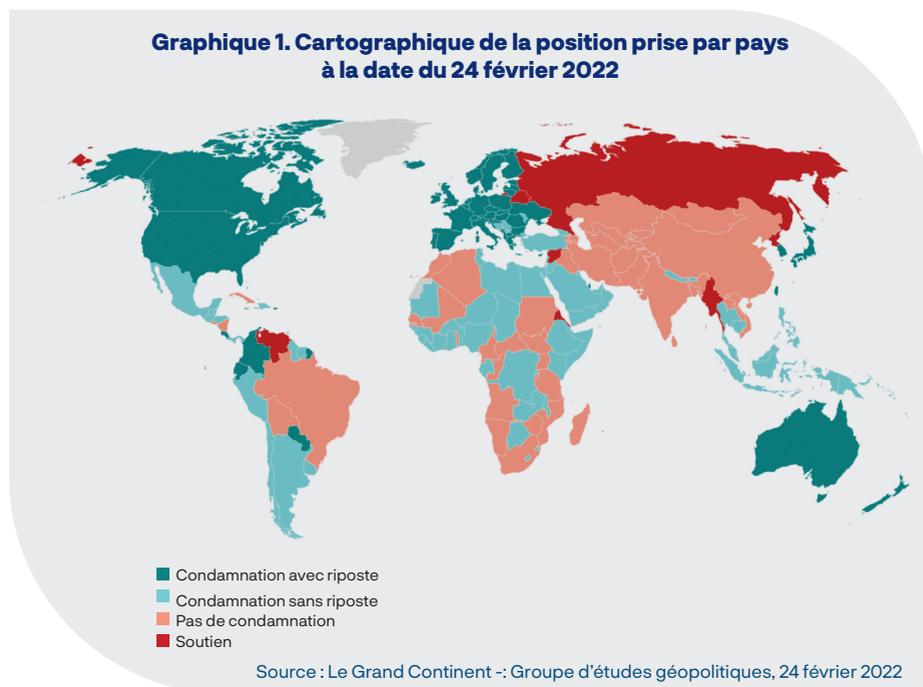
L'équipe de recherche économique de la BIAT est revenue, dans une analyse inédite, sur le mode opératoire de la BCR face à une situation d'extrême criticité. A travers le site institutionnel de la BCR, des papiers de recherche, des analyses d'organismes de rating et des articles spécialisés, ce focus revient sur le «sequencing» et le timing des décisions prises par la BCR, la coordination avec le gouvernement (policy mix), la transparence, la communication anticipative et met en exergue la flexibilité et l'agilité de la BCR dans un contexte particulièrement adverse et incertain. Ce focus apporte aussi un éclairage sur «Elvira Nabioullina», Gouverneure de la BCR, son profil, sa trajectoire professionnelle et les réformes qu'elle a concrétisées... des éléments qui ont certainement contribué à déterminer sa lecture des impacts potentiels des sanctions sur la stabilité monétaire et le système bancaire ainsi que ses choix décisionnels.

Indépendamment de la suite des événements en relation avec la guerre russo-ukrainienne, ce que la BCR a entrepris après le déclenchement de la guerre demeurera un case study, plein d'enseignements, qui cristallise la quintessence de l'expression «La Banque Centrale Gardienne du temple».

Oualid JAAFAR  
Chief Economist

## 6 - La Banque Centrale Gardienne du Temple : Le Case Study de la Russie - Mars 2023

- Suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie ; l'Union européenne, les Etats-Unis, le Canada, le Royaume-Uni et le Japon ont imposé rapidement une salve de sanctions, dans une tentative de dissuasion de Vladimir Poutine. Plus Poutine prônait l'escalade, plus les sanctions étaient endurcies, et le cercle des pays condamnant la Russie s'élargissait (Taïwan, Singapour, Suisse, Australie, etc.).



- Dans l'ensemble, les sanctions visent à restreindre la marge de manœuvre de la Russie, en agissant sur ses flux monétaires et ses échanges internationaux de biens. Néanmoins, la Russie semble être bien préparée pour éviter un coup «d'échec double», et le « mat » escompté ne serait pas pour demain.

### A. Une salve de sanctions économiques et financières

Récapitulatif des principales sanctions économiques et financières à l'encontre de la Russie (non exhaustif)

<u>Sanctions</u>	<u>Eventuelles répercussions sur la Russie</u>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exclusion de 7 banques russes du système SWIFT.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les banques exclues du SWIFT ne peuvent plus échanger des fonds avec un Etat pour le compte de leurs clients. Ceci a un impact direct sur le commerce international et donc sur le taux de change du rouble.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restrictions d'accès de la Russie aux marchés de capitaux et aux marchés financiers.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Interdiction de lever des ressources externes en devises.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Interdiction des transactions avec la banque centrale russe.</li> <li>• Gel des avoirs à l'étranger de la Banque Centrale de Russie (BCR)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Epuisement des réserves en devises disponibles</li> <li>• Impact sur le taux de change du rouble (l'intervention via l'injection de devises serait limitée)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Interdiction des importations du pétrole, du charbon, du ciment, de l'acier, du fer, de l'or venant de la Russie.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dégradation du solde de la balance commerciale</li> <li>• Impact négatif sur les avoirs en devises</li> <li>• Défaut de paiement des crédits libellés en devises</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Interdiction des exportations de technologies et de biens vers la Russie.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Retard, voire arrêt de plusieurs projets tributaires d'une technologie externe</li> <li>• Arrêt, voire fermeture de plusieurs entreprises dépendantes de ces produits.</li> </ul>

**Zoom sur les principales sanctions appliquées aux banques**

	Avoirs (milliards de roubles)	Etats-Unis			Union Européenne			Royaume-Uni	
		Sanctions de blocage complètes (SDN*)	Compensation en \$US (CAPTA**)	Restrictions relatives à la dette et aux capitaux propres	Gel des avoirs	Blocage SWIFT***	Restrictions relatives à la dette et aux capitaux propres	Gel des avoirs	Compensation en £
Sberbank	41 166	✓	✓	✓			✓	✓	✓
VTB	20 859	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Gazprombank	8 722		✓	✓			✓	✓	
Alfa-Bank	5 346	✓		✓			✓	✓	
Russian Agricultural Bank	3 886		✓	✓			✓	✓	
Otkritie Bank	3 780	✓			✓	✓	✓	✓	
Promsvyazbank	3 678	✓			✓	✓	✓	✓	
Credit Bank of Moscow	3 286		✓	✓				✓	
Sovcombank	1 913	✓			✓	✓		✓	
Raiffeisenbank	1 598								

\*\*\*D'autres banques à l'instar de Novikombank, Bank Rossiya, VEB ont été aussi exclues du SWIFT

Source : Russian Banking Sector Continues To Avoid Crisis Amid Slowdown, Fitch Rating, 31 août 2022



**Encadré 1. Le SWIFT ... le carton rouge du système financier**



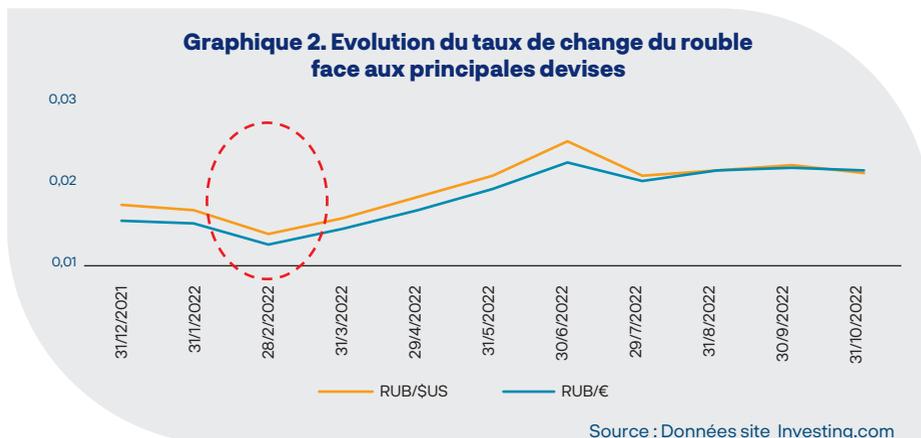
- Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) est une société, basée en Belgique, qui fournit « des services de messagerie et de connectivité aux établissements financiers et aux infrastructures de marché ».
- Concrètement, SWIFT est un intermédiaire de communication qui offre à ses participants un réseau permettant la transmission des informations relatives à la transaction, s'assure du respect des normes et codes prédéfinis (prix, quantité, dates, etc.) et de la sécurité de l'échange. Le recours au SWIFT est ainsi quasi systémique.
- Sur le plan pratique, quand une banque est exclue du SWIFT, son code BIC (Bank Identification Code) est retiré du registre et cela signifie qu'elle est bannie du système financier conventionnel.
  - Bien que certaines solutions alternatives existent (à l'instar du SFPS russe ou le CIPS chinois), elles demeurent risquées et compliquées en termes d'utilisation.
  - Le blocage SWIFT n'a pas été uniforme pour toutes les banques russes dans un objectif de facilitation de règlement des transactions portant sur l'énergie.

\*SDN : « Le Specially Designated Nationals and Blocked Persons List, aussi connue sous le titre SDN List, est une mesure de sanctions/embargos du **Gouvernement fédéral des États-Unis** qui cible des terroristes, des hauts fonctionnaires et des bénéficiaires de certains régimes politiques autoritaires, ainsi que des criminels internationaux ».

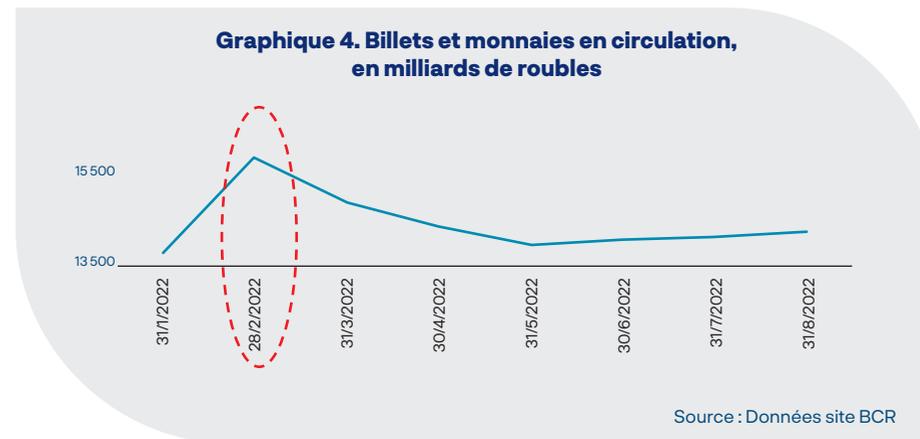
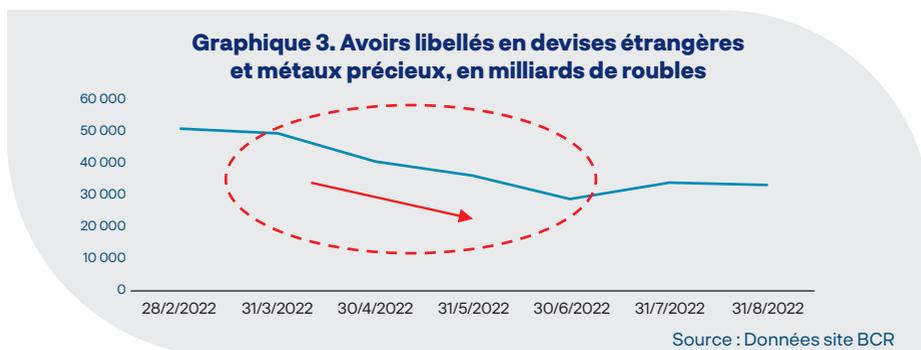
\*\*CAPTA : List of Foreign Financial Institutions Subject to Correspondent Account or Payable-Through Account Sanctions (US department of the treasury)

### B. Répercussions sur le système financier

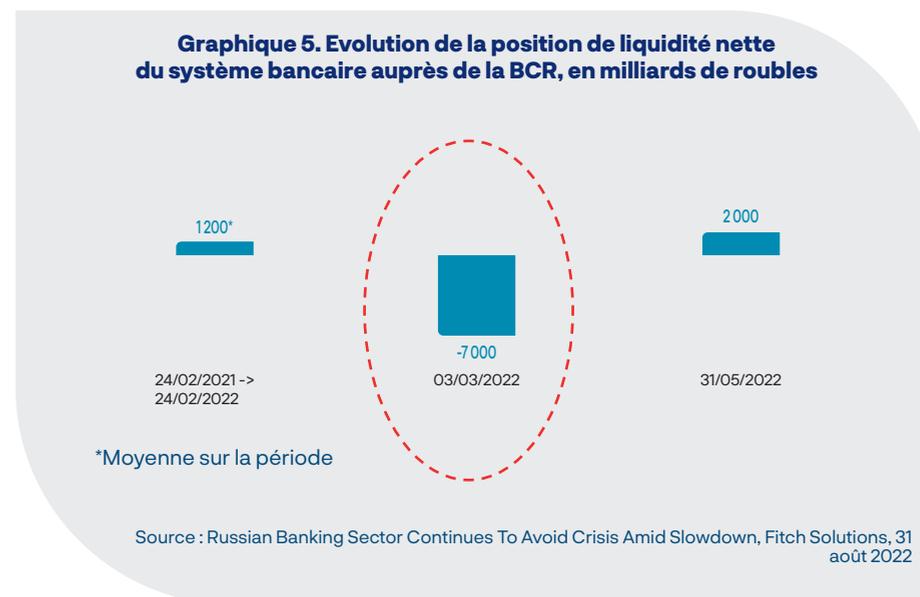
- Le système financier russe a été confronté à un contexte inédit. Le gel des réserves de change de la BCR est une sanction particulièrement contraignante dans la mesure où elle limite la marge de manœuvre pour endiguer la baisse du taux de change du rouble. D'ailleurs, au bout d'environ 2 semaines, le rouble a perdu 43% de sa valeur.



- Quant au système bancaire, il a subi un retrait massif de dépôts aussi bien en roubles qu'en devises. Ceci est dû aussi bien au départ des investisseurs étrangers du marché financier russe, qu'à la perception du risque et de l'incertitude par les investisseurs et les ménages locaux. Ainsi, les avoirs en devises et en métaux précieux ont baissé et les BMC ont augmenté, induisant un effet restrictif sur la liquidité bancaire.



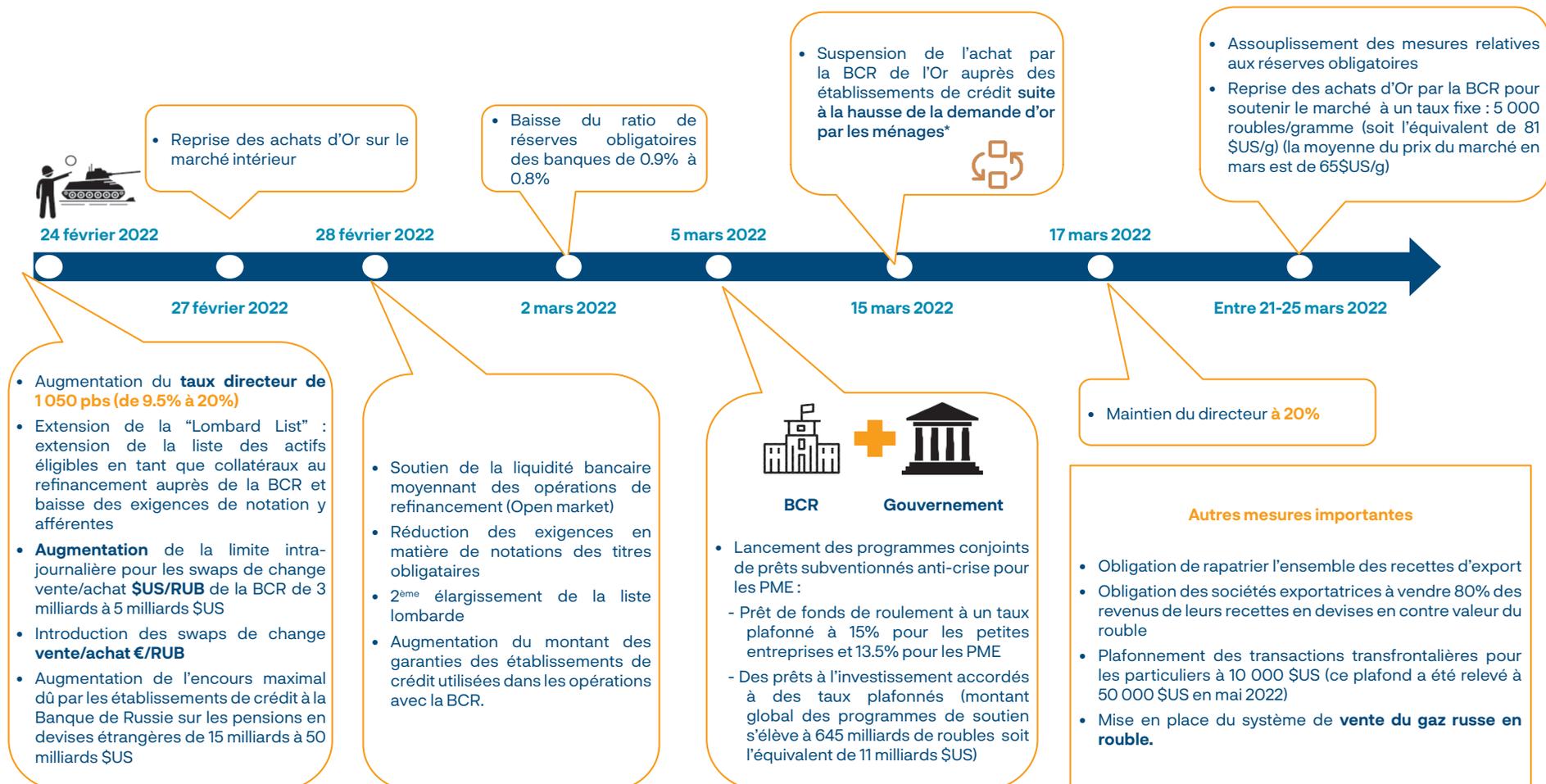
- Rapidement, le système bancaire est passé d'une position de net placeur à net emprunteur.



### C. Quelle était la réponse de la Banque Centrale Russe face à ces sanctions ?

La BCR, présidée par Elvira Nabioullina, a élaboré conjointement avec le Gouvernement (policy-mix) une réponse « de sauvetage » visant à rassurer les déposants et à soutenir les entreprises et les établissements de crédit.

#### Récapitulatif des mesures prises par la BCR durant le 1<sup>er</sup> mois suivant l'invasion (non exhaustif)



\* La demande d'or par les ménages a augmenté suite la décision prise par le Gouvernement, le 09 mars 2022, annulant la TVA sur les achats physiques d'Or par les ménages. Cette décision a été prise dans le but d'attirer les ménages vers les investissements en Or au lieu des achats de devises (notamment le \$US).

## 10 - La Banque Centrale Gardienne du Temple : Le Case Study de la Russie - Mars 2023

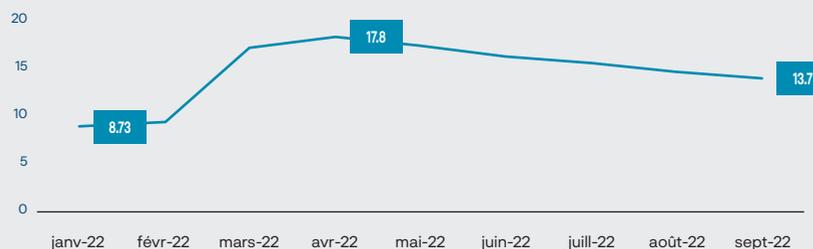
- Le relèvement drastique du taux directeur était une **mesure de choc** visant notamment à rassurer les déposants et éviter une fuite de capitaux, atténuer la pression sur la liquidité bancaire et soutenir le taux de change du rouble. A partir du 8 avril 2022, la BCR a commencé à **baisser le taux directeur** et à **normaliser progressivement sa politique monétaire**.

**Graphique 6. Taux directeur BCR en %**



Source : Données site BCR

**Graphique 7. Taux d'inflation, Russie, en %**

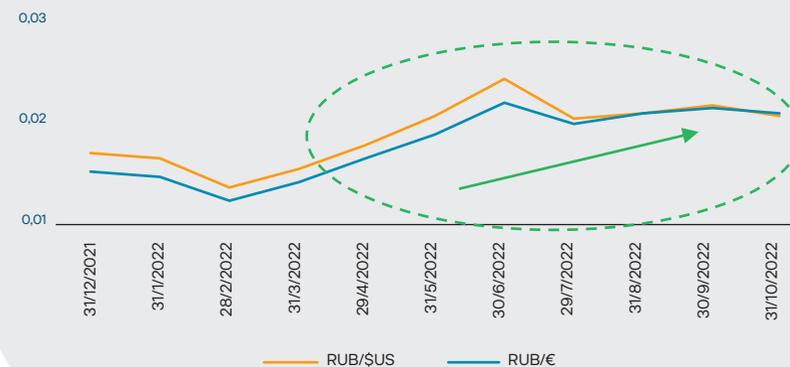


Source : Données site BCR

### Encadré.2 : Quels sont les facteurs et décisions ayant permis de soutenir le rouble ?

- Relèvement du taux directeur de 9.5% à 20%
- Interdiction d'achat des devises étrangères aux particuliers
- Plafonnement des retraits en devises étrangères
- Plafonnement des transactions transfrontalières pour les particuliers à 10 000 \$US (ce plafond a été relevé à 50 000 \$US en mai 2022)
- Imposition d'une commission de 30 % sur les achats de devises étrangères en bourse pour les particuliers
- Obligation des sociétés exportatrices à vendre 80% des revenus de leurs recettes en contre valeur du rouble
- Obligation de rapatrier l'ensemble des recettes d'export
- Interdiction aux investisseurs internationaux de vendre leurs actifs russes
- Mise en place du système de vente du gaz russe en rouble (suite à cette décision, l'Allemagne et la Russie ont autorisé aux entreprises d'acheter le gaz russe en rouble)
- Excédent de la balance des paiements courants.

**Graphique 8. Evolution du taux de change du rouble face aux principales devises**



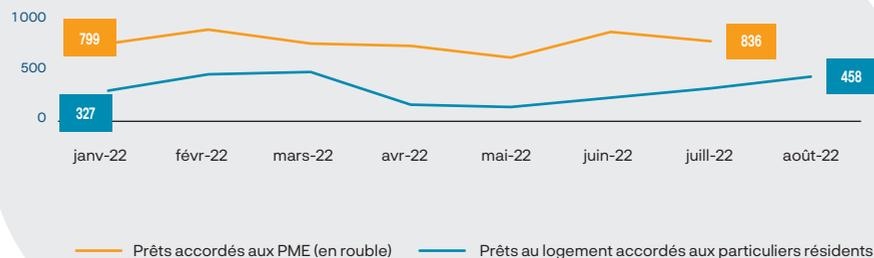
Source : Données site Investing.com

“A package of measures was taken to stabilise the situation. They included a brief but sharp increase by the Bank of Russia of the key rate on 28<sup>th</sup> February, an introduction of restrictions on capital flows, a suspension of trades on the Moscow Exchange, regulatory easing for banks, and a borrower support. These measures made it possible to curb the volatility in the domestic financial market, return depositors’ funds to banks, and support the banking sector.”

Extrait du discours de Alexey Zabolotkin, vice gouverneur BCR, 12 août 2022

- Dans l'ensemble, le système financier et monétaire russe a bien résisté face à la crise : le taux de change du rouble s'est redressé (cf. graphique 46) et a même enregistré un plus haut depuis 2 ans et le taux d'inflation emprunte une tendance baissière (cf. graphique 45).
- Par ailleurs, un retour des billets et monnaies en circulation au système bancaire a été enregistré (près de 3 milliards de roubles entre le 9 mars et le 30 mai), reflétant la restauration de la confiance des ménages et des entreprises.
- La résilience du système financier a permis de juguler, pour le moment, l'impact sur la sphère réelle. Malgré une baisse relative du volume des prêts accordés, les banques russes continuent à soutenir les entreprises et les ménages, avec l'impulsion de la BCR et l'autorité publique dans le cadre notamment du programme de bonification de crédits et du package dédié.

Graphique 9. Volume de prêts accordés, en milliards de roubles



Source : Données site BCR

- D'ailleurs, les prévisions du niveau de récession de l'économie russe ont été révisées à la baisse à plusieurs reprises.

Date de publication des prévisions	Avril 2022	Juillet 2022	Octobre 2022
Prévisions croissance 2022	-8.5%	-6%	-3.4%

Source : FMI, Octobre 2022

- Mise à jour : In fine, le PIB russe s'est contracté de 2.1% seulement en 2022 selon l'Agence des statistiques (Rosstat).
- Il est à noter que l'efficacité des mesures prises par la BCR est tributaire de la synchronisation et la coordination avec le Gouvernement dans le cadre d'une politique de dosage macroéconomique et monétaire (Policy-mix). D'ailleurs, au niveau de ses publications, la BCR, met souvent en exergue la coopération et l'échange avec les différentes structures de l'Etat et leur impact sur la corrélation et la cohérence des mesures.

“Representatives of the Bank of Russia take part in the work of dedicated committees and working groups for various state policy areas to achieve the correlation and consistency of measures, as well as provide expert opinions on economic issues. In 2022, this interaction expanded to overcome the consequences of considerable changes in external economic conditions”

“The correlation and consistency of monetary policy and fiscal policy measures are achieved owing to the continuous communication between the Bank of Russia and Russia’s Ministry of Finance and Ministry of Economic Development. Namely, they hold regular joint meetings to cross-check estimates and factors impacting key macroeconomic indicators and to discuss macroeconomic forecast assumptions and scenarios. Furthermore, consistent communications on related topics are also essential to enhance confidence in monetary policy and fiscal policy”

Extraits du «Monetary Policy Guidelines for 2023–2025», 27 septembre 2022

### Encadré 3. L'énergie ... un bouclier pour les équilibres extérieurs

- Il est incontestable que l'énergie est un vecteur principal de la tactique Russe. Grâce au pétrole et au gaz, la Russie a pu atténuer les effets des sanctions sur le taux de change du rouble.
- Alors que les importations ont baissé, les exportations restent solides, impulsées par la hausse des prix des hydrocarbures, permettant ainsi de dégager un excédent commercial record (106 M\$US à fin avril 2022 versus 35 milliards \$US un an auparavant).

- Au-delà de cet aspect classique des échanges, un montage ingénieux a été mis en place permettant de vendre le gaz à la Turquie en rouble (cf. illustration ci-dessous). Un mécanisme non conventionnel que la Russie souhaiterait répliquer à d'autres partenaires et qui peut être, in fine, un moyen pour soutenir le rouble et tenter de le positionner comme une monnaie de référence.

**Graphique 10. Principaux importateurs du pétrole, du gaz et du charbon russes, en milliards d'€ (entre 24 février et 24 août 2022)**



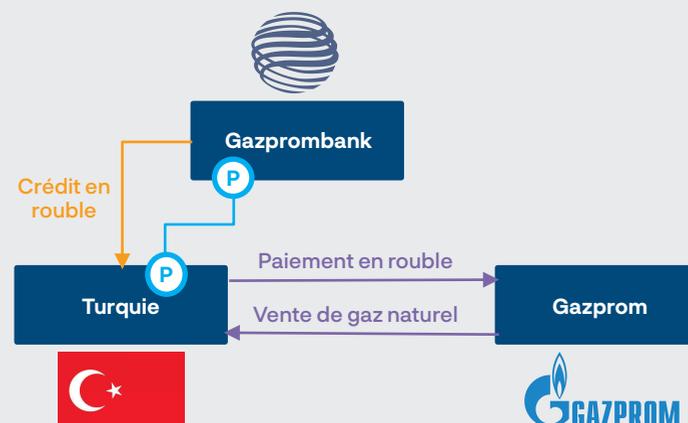
1. Allemagne : 19
2. Pays-Bas : 11.1
3. Italie : 8.6
4. Pologne : 7.4
5. France : 5.5
6. Bulgarie : 5.2
7. Belgique : 4.5

A partir du mois d'avril, le volume des exportations du pétrole brut russe vers l'Inde est compris entre 0.6 et 1.5 millions bbl/j soit un niveau 6 à 15 fois plus élevé que le niveau moyen de 2021

Source : Center for research on energy and clean air

- Afin de combler la baisse de la demande de l'UE, la Russie a augmenté ses exportations vers la **Chine, la Turquie et l'Inde** en proposant des **prix plus bas que ceux appliqués à l'UE** (décote en moyenne entre 20 et 25 \$US /bbl) .
- Par ailleurs, la décision de Poutine imposant la vente du gaz en rouble, est une sorte de « **hedging non conventionnel** » permettant aussi bien de **soutenir le taux de change du rouble**, que de **consolider les avoirs en devises**.

### Illustration du montage de vente de gaz à la Turquie en rouble



#### 3 étapes de paiements :

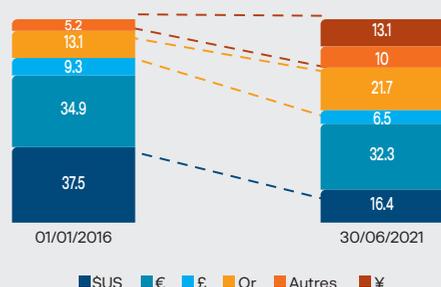
1. **Gazprombank octroie un crédit en rouble pour les importateurs turcs**
2. **Les importateurs turcs achètent le gaz de Gazprom en rouble**
3. **Le Gouvernement russe offre à Gazprombank une garantie de crédit explicite ou implicite pour l'octroi du crédit à la Turquie**

Source : Bloomberg Economics, Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique

### D. Facteurs ayant permis d'atténuer les effets des sanctions

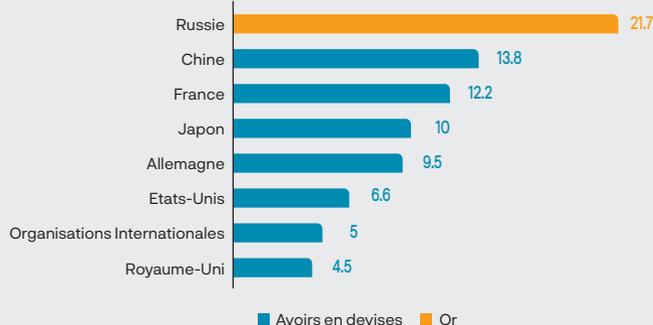
- Plusieurs indices convergent vers le constat que l'invasion de l'Ukraine n'est pas un coup à l'aveuglette. La Russie, à travers sa banque centrale, avait déjà préparé sa défense depuis des années, et ce en agissant sur 2 axes :
  - La réduction de sa dépendance aux devises et particulièrement au \$US : dédollarisation des échanges internationaux d'hydrocarbures. Alors qu'en 2013, 95% de ces transactions s'effectuaient en \$US, uniquement 10% le sont en 2020.

**Graphique 11. Structure des Avoirs de Réserve de la Banque de Russie (en pourcentage)**



Source : Rapports annuels BCR 2021 et 2016

**Graphique 12. Répartition géographique des avoirs libellés en devises étrangères et métaux précieux, au 30 juin 2021**



Source : Statista

- L'augmentation des réserves en Or qui représentent aujourd'hui plus du double des réserves de la Suisse et sont presque égales à celles de la France.

**Graphique 13. Réserves de la Russie en or, en Tonnes**



Source : Trading Economics

- En outre, la structure du secteur bancaire russe, conjuguée à l'effort d'assainissement du secteur déployé depuis 2014, aurait également permis d'atténuer significativement les effets des sanctions :
  - Le secteur est dominé par les banques publiques ayant des capitaux propres relativement solides : Sberbank, VTB et Gazprombank représentent collectivement près de 60% du total des actifs du secteur bancaire.
  - Les bilans des banques russes étaient relativement solides avant l'invasion et plusieurs d'entre elles ont enregistré des bénéfices records en 2021.
  - Le niveau des crédits non performants (NPL) se limitait à 7.9% du total des crédits alors qu'il était à 17.7% en mars 2017.
  - Le ratio de couverture des risques par les fonds propres du secteur (Capital adequacy ratio CAR) était de 12.3% en décembre 2021, largement supérieur au taux réglementaire de 8%
  - L'excédent de liquidité bancaire déposé auprès de la BCR a offert une marge d'intervention confortable pour atténuer la pression sur la liquidité bancaire
  - L'isolement croissant du secteur bancaire russe depuis les sanctions appliquées en 2014 aurait également contribué à atténuer les effets directs des sanctions infligées en 2022.
- Outre ces facteurs, la rigueur budgétaire passée représente un avantage de taille, offrant à la Russie une marge de manœuvre importante pour l'atténuation des répercussions financières et économiques :
  - Taux d'endettement particulièrement faible (20.4% du PIB en 2021) dont uniquement 3.9% de dette extérieure.
  - Excédent budgétaire de 0.8% en 2021
  - Solde des paiements courants : 250 milliards de \$US, attendu d'ici à la fin de l'année, soit le 2<sup>ème</sup> excédent courant important après la Chine, ce qui permettrait de soutenir le rouble.

**Graphique 14. Evolution du solde budgétaire de la Russie, en % du PIB**



\*Prévisions

Source : Trading Economics

#### Encadré 4. Qui est Elvira Nabioullina, la gouverneure de la BCR ?



- Titulaire d'un doctorat en économie
- Ayant occupé plusieurs postes de responsabilité. **Son long passage** au sein du **ministère de développement économique et du Commerce**, où elle a gravi les échelons jusqu'à devenir vice-ministre et ensuite ministre, lui a permis de se rendre compte de l'importance de l'échange et de la coordination entre le Gouvernement et la BCR (policy-mix)
- Ancienne conseillère économique de Vladimir Poutine
- **Gouverneure de la BCR depuis 2013** (Première femme à la tête d'une banque centrale dans le G8)
- Depuis 2014 : elle a mis en place **plusieurs réformes du système bancaire et financier russe** :
  - Mise en place du régime de change flottant
  - Assainissement du secteur bancaire en retirant des centaines d'agrément.
  - Mise à niveau de la politique de communication et des équipes de recherche et de prévision de la BCR.
- 2015 : Elue «Central Bank Governor of the year» par le magazine « Euromoney »
- 2017 : Elue « meilleure banquière centrale » par le magazine « the Banker »
- Citée comme l'une des 100 femmes les plus influentes du monde par **Forbes** (depuis 2015).

## E. Enseignements et perspectives

### Enseignements

- **Traitement de choc** : si le système financier résiste encore malgré l'ampleur des sanctions infligées, c'est en grande partie grâce à une réponse rapide et massive de la BCR. En effet, le « séquençage » et la « contextualisation » des décisions ont permis à la Banque Centrale, conjointement avec le Gouvernement, de réussir leur première ligne de défense en soutenant leur monnaie et évitant un scénario de « chaos ».  
Dans un contexte de crise, **un traitement de « choc », suivi d'une normalisation progressive serait-il parfois plus efficace que des mesures à doses homéopathiques ?**
- **Policy mix** : la corrélation des mesures et la coordination exemplaire entre la BCR et le Gouvernement ont été des facteurs de succès et de force de la réponse russe face à la crise. Bien qu'elle soit efficace, cette politique ne remettrait-elle pas en question **l'indépendance de la Banque Centrale ?**
- **Communication et transparence** : bien qu'il s'agisse d'un contexte particulièrement critique, la BCR s'est obstinée à maintenir les niveaux de communication et de transparence habituels notamment en évoquant la question du budget, ou en détaillant le raisonnement sous-jacent aux décisions prises. Ce niveau de détail est remarquable : par exemple la gouverneure a déclaré que le pilotage du **solde budgétaire structurel**<sup>1</sup> serait un facteur déterminant quant aux décisions relatives au taux directeur.
- **Flexibilité et dynamisme** : les décisions prises par la BCR ont fait preuve de flexibilité et de dynamisme. Un changement et/ou un ajustement ont été apportés pour s'adapter au contexte et prendre la décision la plus adéquate. Exemple : les décisions relatives à l'achat de l'or sur le marché intérieur (cf. page 9).
- **Retard accusé au niveau de la transition énergétique** : la dépendance énergétique a accablé l'UE. D'ailleurs, son plan de réduction des importations de gaz russe s'étend jusqu'à 2027 laissant suffisamment de marge à la Russie pour trouver des alternatives et disposer d'un moyen de pression. N'eût été cette dépendance, une réduction drastique et rapide des importations du gaz russe, aurait porté un coup fatal à l'économie et au système financier russes.

1- Cf. Infographie N°2- BIAT Solde budgétaire : indicateurs, contraintes et enjeux, p 5

### Perspectives

- Le contexte global de la Russie est toujours fragile, et un éventuel durcissement des sanctions pourrait compliquer davantage la situation.
- A la date du 16 septembre 2022, la BCR estime que le taux d'inflation suivrait une tendance baissière.

	2022	2023	2024
Prévisions inflation	[11% -13%]	[5% -7%]	4%

- La baisse de l'inflation observée depuis mai 2022 serait expliquée principalement par la poursuite de l'ajustement des prix des biens et services, notamment grâce à la dynamique du taux de change du rouble (effet pass-thourgh) et le niveau modéré de la consommation (demande).
- A court terme, les facteurs pouvant alimenter l'inflation seraient aussi importants que ceux favorisant une désinflation. A moyen terme, ce sont les pressions inflationnistes qui semblent être plus prépondérantes.

Facteurs atténuant les pressions inflationnistes	Facteurs alimentant les pressions inflationnistes
Dynamique du taux de change du rouble (effet pass-thourgh) : taux de change du rouble ↗, inflation importée ↘ taux de change du rouble ↘, inflation importée ↗	
Niveau modéré de la consommation (demande) : propension à épargner	Assouplissement de la politique monétaire
	Evolution des crédits à la consommation
Abondance de l'offre de certains produits dans le marché intérieur, en relation avec les restrictions d'exportation	Baisse de la demande extérieure en relation avec la récession au niveau mondial, ce qui impacterait les exportations, et par ricochet, le taux de change du rouble (dépréciation)
Anticipations d'une nouvelle baisse des prix tenant compte de l'appréciation du taux de change du rouble	Durcissement des restrictions commerciales et financières extérieures
Une bonne récolte de produits agricoles en 2022	Baisse de l'offre de certains produits en relation avec les contraintes d'approvisionnement
	Creusement du déficit budgétaire

- Malgré la baisse récente du taux directeur (7.5%), une normalisation de la structure de l'épargne a été observée : les ménages ont transformé leurs dépôts à CT en des dépôts à long terme (épargne) et en des comptes courants<sup>2</sup>.
- La baisse du taux directeur, conjuguée à la bonification des taux de crédit, s'est traduite par une reprise au niveau de l'octroi des financements (aux entreprises, à la consommation et crédits hypothécaires).
- La reprise de l'activité économique serait tributaire de la capacité d'adaptation des entreprises russes aux conditions d'approvisionnement actuelles, en diversifiant leurs fournisseurs, et parfois en procédant à une révision de leur "business-model".
- Le niveau de la récession prévue de l'économie russe a été révisé à la baisse.
- Au-delà de l'évolution du conflit sur le plan militaire, le degré d'efficacité des sanctions économiques et financières demeure un élément clé et déterminant pour la trajectoire du conflit. Selon **N.Mulder**<sup>3</sup> « Alors que dans la période 1985-1995, à un moment de grande puissance occidentale relative, les chances de succès des sanctions étaient encore de l'ordre de 35 à 40 %, en 2016, elles sont tombées en dessous de 20 %. En d'autres termes, alors que le recours aux sanctions a bondi, leurs chances de succès se sont effondrées.»

2- (Equivalence ricardienne, cf. - Trilogie Covid-19 : Episode 2 - Juillet 2021, p 56

3- Historien et auteur du livre "The Economic Weapon: The Rise of Sanctions as a Tool of Modern War"

## AVERTISSEMENT

L'Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique - BIAT ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre des décisions prises sur la base des analyses qui y figurent.

Nos publications se basent sur des données et informations publiques. L'Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique - BIAT n'est en mesure de garantir ni leur véracité ni leur exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des rédacteurs.

Les conclusions formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de ladite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

La date limite retenue pour la prise en compte des données et l'élaboration des prévisions est le **17 octobre 2022**.

Ce document est la propriété de la Banque Internationale Arabe de Tunisie. Il ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la BIAT.

## Equipe Prospective, Veille et Recherche Economique - Banque Internationale Arabe de Tunisie

### Chief Economist

**Oualid Jaafar**

### Senior Research Project Manager

**Asma Bejaoui Karoui**

### Follow us

 <https://www.linkedin.com/company-biat-mycompany->

 **BIAT** <https://www.biat.com.tn-recherches-et-analyses-recherche-economique>