



Analyse thématique — T2 2022
Choc énergétique

Choc énergétique et inflation

Choc énergétique et résurgence durable de l'inflation?

Alors que le contexte mondial était déjà marqué par une pénurie généralisée de biens intermédiaires, par une hausse généralisée des prix de l'énergie suite au redémarrage de l'activité dans le monde et par une accélération de l'inflation, l'invasion russe de l'Ukraine a déclenché un véritable choc sur les marchés de l'énergie et des matières premières. Un embargo éventuel sur les exportations russes de gaz et de pétrole vers l'Europe ont propulsé les prix de l'énergie à des niveaux record faisant craindre une résurgence durable de l'inflation et un net ralentissement de l'activité, voire une récession. En effet, les prix du pétrole ont dépassé les 125 dollars le baril et les prix du gaz ont été multipliés par quatre, ce qui a également impacté le marché de l'électricité européen dont les prix sont fixés à partir de ceux du gaz. Embargo mis à part, la dépendance aux hydrocarbures russes ne peut être diminuée que graduellement. En effet, 40% du gaz et 30% du pétrole consommés en Europe viennent de Russie. Les conséquences de ces hausses de prix se reflètent avec l'inflation qui accélère rapidement à 5.8% (zone euro en février). Les banques centrales sont désormais placées dans une situation impossible, à savoir freiner l'accélération des prix sans pour autant tuer le rebond de l'activité avec une hausse des taux d'intérêt.

Fig.1: Prix du pétrole et du gaz

Source: SG

Brent And WTI crude oil prices (\$/b)



Après la crise sanitaire un fort rebond de l'activité et des prix

Pour comprendre la situation actuelle, il faut revenir à quelques mois en arrière, à la sortie des confinements dans les pays occidentaux. En effet, avec une chute violente, l'activité a repris de manière tout aussi violente alors que la structure productive était totalement désorganisée et encore paralysée dans plusieurs pays. La désorganisation et le chaos qui ont découlé de cette reprise ont généré des goulets d'étranglement dans l'industrie et dans les transports et une explosion des prix de biens intermédiaires, des matières premières et de l'énergie. Ces hausses de prix avaient déjà commencé à se transmettre dans la chaîne des prix à la consommation avec un net rebond de l'inflation dans les pays de l'OCDE, en particulier aux Etats-Unis, mais également dans certains pays émergents. Ainsi, en Turquie, l'inflation a atteint 54.4% en février, 50% en Argentine et 10% au Brésil. Les autorités monétaires de ces pays n'ont pas eu d'autre choix que de resserrer leur politique monétaire de manière drastique pour prévenir un dérapage total des prix. C'est donc dans un contexte déjà inflationniste que la flambée des prix de l'énergie et des matières premières résultant du conflit en Ukraine s'est opérée. Cette flambée des prix est problématique pour les mois à venir car elle ampute le pouvoir d'achat des ménages et, par conséquent, la consommation des ménages qui avait enfin

European natural gas prices (Netherlands TTF, 1m forward)

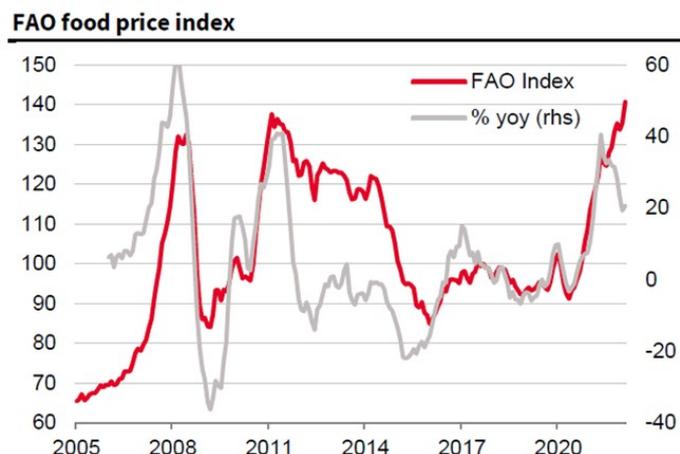


Les prix de l'énergie explosent

Avec une hausse de près de 100% depuis décembre dernier, les cours du pétrole restent à des niveaux record en ligne avec les risques d'approvisionnement et les incertitudes sur les conséquences du conflit armé en Ukraine. Si un parallèle peut être esquissé avec l'amplitude de la hausse des cours avec le premier choc pétrolier de 1973, la situation économique n'est pas similaire. En effet, premièrement, les économies européennes ne sont plus aussi dépendantes des hydrocarbures que dans le passé. Ainsi, le ratio énergétique (combien de pétrole pour produire un point de PIB) a fortement diminué suite aux investissements menés dans le cadre de la transition énergétique, mais également au travers des technologies qui permettent des rendements énergétiques désormais très supérieurs. Le choc « énergétique » est donc relativement moins important qu'en 1973 et ne devrait pas déboucher sur une récession. Pour soutenir les ménages et éviter une chute de la consommation, plusieurs gouvernements ont mis en place des aides spécifiques (bouclier énergétique et autres) pour contrer la baisse du pouvoir d'achat. Parallèlement, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) et les Etats-Unis ont annoncé un recours massif aux stocks stratégiques pour apaiser les inquiétudes en matière d'approvisionnement. L'AIE a annoncé 60 millions de barils et les Etats-Unis 180 millions de barils supplémentaires au cours des prochaines semaines, sachant que les exportations russes représentent environ 3 millions de barils par jour. Par ailleurs, les confinements sanitaires « durs » en Chine ralentissent la demande mondiale de brut. Par conséquent, les prix du Brent sont revenus dans une fourchette comprises entre 100 et 110 dollars le baril. Un embargo sur le pétrole russe ne provoquerait pas de nouvelle flambée des prix et dans tous les cas pas un doublement.

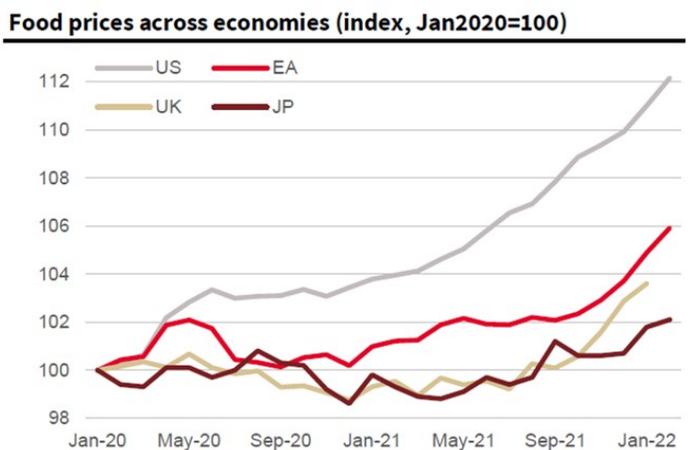
Fig.2: Prix des produits alimentaires

Source: SG



Fort rebond des prix des produits alimentaires

Dans le sillage des prix de l'énergie, ceux des autres matières ne sont pas en reste. En effet, les produits agricoles, en particulier le blé, le tournesol, etc. sont impactés par le conflit. Si l'approvisionnement mondial reste normal pour l'instant, les prix des matières premières alimentaires, qui avaient augmenté au cours des deux dernières années, ont explosé ces dernières semaines (75% au cours des deux dernières semaines) suite à l'arrêt de tous les flux logistiques depuis la mer Noire, ce qui démontre le poids stratégique de la Russie et de l'Ukraine dans la production et l'exportation de ces commodités. Ainsi, par exemple, la Russie est le premier exportateur mondial de blé. De plus, dans le secteur des matières alimentaires, les plus gros exportateurs d'engrais, comme la Chine et la Russie, ont également stoppé leurs exportations, ce qui pourrait pénaliser les pays producteurs de céréales et d'oléagineux, comme la France, avec des rendements qui pourraient baisser de 25%. Se rajoute à cela, le prix du gaz qui a décuplé depuis 1 an et qui représente 90% du coût des engrais azotés. Au total, le prix des engrais azotés a augmenté de 300%, ce qui va se traduire également dans les prix des céréales. Enfin, les incertitudes demeurent totales sur les volumes de la campagne 2022 en raison de la guerre. Mais déjà, la récente hausse des prix provoque des remous chez les importateurs du sud de la Méditerranée. Ainsi, par exemple, l'Egypte, dont 80% des importations proviennent de la mer Noire, a besoin de 10 millions de tonnes de blé par an pour fournir du pain subventionné à 72 millions de personnes. La flambée des prix des matières alimentaires (+75% pour le blé en deux semaines) a forcé le gouvernement à solliciter une nouvelle aide du FMI et de l'UE. Les craintes, comme dans les pays voisins, sont de nouvelles tensions sociales et des émeutes, comme celles du pain en 1977.



L'inflation devrait commencer à reculer

L'accélération de l'inflation ces derniers mois, due principalement à l'explosion des prix de l'énergie, devrait s'arrêter et la hausse des prix devrait ralentir au cours des prochains mois. Assurément, l'effet de base des prix de l'énergie (qui ont atteint leur pic ces dernières semaines) devrait faire que cette composante devrait avoir un effet nul à la même période de 2023. Sauf si un embargo sur le pétrole et le gaz russe devait être mis en place. Dans ce cas, les prix de l'énergie devraient continuer à nouveau progresser. Du côté des prix des matières premières, en particulier dans le secteur des prix alimentaires, les cours devraient rester encore élevés. Par conséquent, l'effet de base sur la baisse de l'inflation interviendrait plus tardivement. Un autre facteur qui a poussé l'inflation à la hausse est la désorganisation de la production, les goulets d'étranglement et le chaos dans les transports suite à la pandémie. Ce problème est en cours de résorption dans les pays occidentaux avec la levée de toutes les restrictions. Mais ce n'est pas le cas en Chine où la pandémie et les confinements de millions de personnes jouent les prolongations. A moyen terme, ce facteur devrait être résolu, faisant décélérer les prix du transport et à la production. Enfin, le cycle prix – salaires, dans un contexte de marché du travail assez tendu, est plus inquiétant. En effet, on observe déjà aux Etats-Unis une nette accélération des salaires. En Europe, les indexations automatiques et les futures négociations salariales devraient faire accélérer les salaires, mais dans une moindre mesure qu'outre-Atlantique. Au total, les composantes de l'inflation devraient se modérer à moyen terme, mais celle-ci ne reviendrait pas à ses niveaux d'avant la pandémie à court terme.

Fig.3 : Indice des prix à la consommation

Source: Barclays

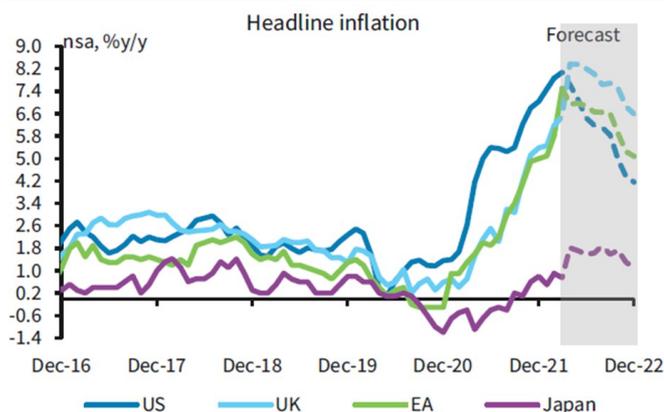
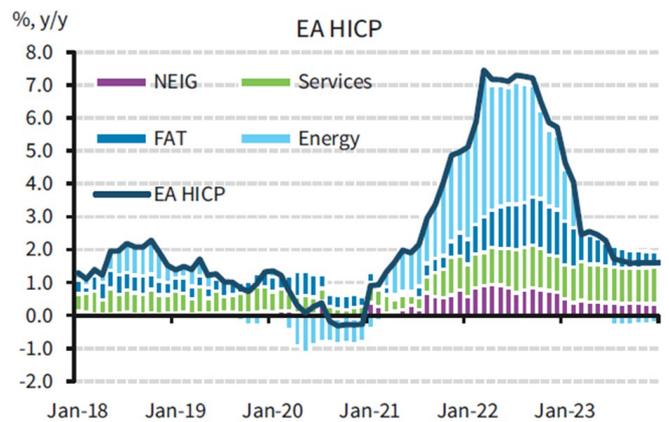


Fig.4 : Zone euro: décomposition de l'indice des prix à la consommation

Source Barclays



Resserrement des politiques monétaires et ralentissement inéluctable de la croissance

Dans ce contexte inflationniste, la plupart des banques centrales ont déjà réagi. Dans les pays émergents, la hausse des taux d'intérêt est forte et pénalise déjà l'activité. Ainsi au Brésil, par exemple, les importations ont commencé à ralentir, signe que la hausse des taux impacte déjà la consommation et les investissements. Dans les pays industriels, l'inflation est moins forte, mais les banques centrales réagissent également. En Europe, la Banque centrale n'a pas augmenté ses taux la semaine dernière, mais va continuer de normaliser sa politique en retirant progressivement ses mesures exceptionnelles de soutien à l'économie, avec notamment un fin programmée des rachats d'actifs au 3e trimestre et, ensuite, un relèvement de ses taux directeurs. Mais les origines de l'inflation étant exogènes à l'économie européenne et suisse et transitoire, un relèvement trop rapide des taux pourrait fragiliser la reprise et la croissance économique à moyen terme. Déjà, dans ce contexte de choc énergétique, le FMI a rabaisé la croissance de la zone euro de près d'un point depuis ses dernières prévisions de janvier à 2.8% (contre 3.9%). Les banques centrales, y compris la BCE et la BNS, sont donc confrontées à un arbitrage difficile entre la lutte contre une inflation et la sauvegarde de la reprise post crise Covid 19. Enfin, un resserrement plus agressif que prévu des politiques monétaires pourrait conduire à une correction des marchés financiers et immobiliers. Dans tous les cas, le choc exogène des prix de l'énergie devrait se résorber au cours des prochains mois, mais il est difficile d'en prévoir les conséquences précises sur les économies.