

Lettre n°54

Hausse de prix ou inflation ?

« À force de ne pas vouloir savoir, on en arrive à ne plus vouloir savoir ». Simone Weil.

- Tout manuel élémentaire d'économie l'enseigne, on doit distinguer les hausses de prix de l'inflation et c'est la raison pour laquelle, depuis de nombreux mois, les banques centrales temporisent. Aujourd'hui, les hausses de prix sont diverses et parfois prononcées, pour l'énergie, pour les céréales... mais il n'y a pas encore de spirales prix-salaires, essence d'un processus inflationniste dont il est difficile de sortir. Il y a des augmentations de salaires mais elles sont plus catégorielles, ponctuelles que généralisées. Mais il faut être vigilant, sinon on tombera dans l'écueil évoqué par la philosophe Simone Weil.

- **La hausse des prix** : le taux d'augmentation des prix excède 5% dans près de 60% des économies développées et 7% dans plus de la moitié des pays émergents selon la Banque des Règlements internationaux. En 2019, les chiffres respectifs étaient 0 et 10%.

Aux Etats-Unis, le CPI, indice des prix, était de 7.8% en février, loin des 12% observés en 1974 lors du 1^{er} choc pétrolier mais à un niveau incomparable avec les nombreuses années de faible inflation favorisées par l'ouverture du monde à la globalisation. En Europe, le prix de l'énergie est en hausse de 44% sur 1 an et l'indice des prix, modéré en 2021, vient d'accélérer à 7.5% en mars pour la zone Euro, avec plus de 10% dans les pays Baltés, 11.9% aux Pays-Bas, 9.8% pour l'Espagne, 7.3% pour l'Allemagne et 5.1% pour la France. En Asie, les taux d'augmentation des prix sont bien inférieurs et, dans les pays émergents, bien supérieurs, avec la Turquie comme cas extrême à plus de 60%.

- **Les causes de la résurgence de la hausse des indices de prix** : à l'issue de la première vague de Covid et après des mois d'épargne forcée, il y a eu un emballement de la consommation, une rupture de chaînes d'approvisionnement, des goulots d'étranglement dans les semiconducteurs aggravés par la guerre en Ukraine car le pays fournit la moitié du gaz néon mondial indispensable à cette production, une hausse des prix de l'énergie suite à des années de sous-investissement, une augmentation des salaires favorisée par des pénuries de main d'œuvre, une envolée des frets dans le transport maritime, les coûts des investissements additionnels dans la transition énergétique et la défense.
- **L'épisode de hausse des prix, initié par des ruptures dans les chaînes d'approvisionnement, n'est pas sans rappeler les lendemains de la seconde guerre mondiale** : aux Etats-Unis, par exemple, la demande de biens d'équipement avait explosé et l'indice des prix avait enregistré un pic en 1947. En France, l'indice des prix avait atteint 45% en 1946 et il en fut de même, ponctuellement, dans de nombreux Etats.
- **Les hausses de prix, aujourd'hui conjoncturelles, peut-elle devenir structurelles ?** Les effets de la Covid sur les prix allaient s'estomper au premier semestre 2022, l'invasion de l'Ukraine fait craindre une inflation plus structurelle car, dans de nombreux pays, la spirale prix-salaires s'enclenche. La durée de la guerre jouera néanmoins un rôle essentiel dans l'éventuel ancrage de l'inflation.

En cumulé depuis 15 mois, l'appréciation des cours de matières premières représente entre 3 et 5 points de PIB et avec la reprise des dépenses militaires, le financement de la transition énergétique, la hausse

des coûts salariaux dans les pays émergents, les relocalisations ou le glissement de la mondialisation vers la régionalisation, le vieillissement démographique, on doit se poser la question d'une composante structurelle de l'inflation, non compensée par des gains de productivité.

- **Le risque de stagflation** ? La guerre en Ukraine présente un double effet sur la conjoncture : d'une part, elle provoque une forte hausse des cours des matières premières agricoles et de l'énergie, aggrave ainsi l'inflation et incite à accélérer les relocalisations dans les sources d'approvisionnement, au risque d'un surcroît d'inflation.

D'autre part, elle affecte la confiance des consommateurs et des entreprises, donc la consommation, l'investissement, la croissance du PIB.

Ainsi, confrontés à davantage d'inflation et moins de croissance, les marchés financiers redoutent la stagflation. Toutes les régions sont concernées, l'U.E, sans doute plus que les Etats-Unis car ces derniers bénéficient du plein emploi et exportent du gaz, du pétrole et des produits agricoles alors que l'Europe va devoir financer un effort accru de défense et la substitution au gaz russe.

- **Les banques centrales ne peuvent pas tout contre les hausses de prix** : les politiques monétaires ont été très accommodantes et il est indispensable de remonter les taux mais la hausse des taux n'est pas le palliatif à une hausse des indices de prix initiée par une hausse des cours de l'énergie, alimentée par des pénuries de main d'œuvre et aggravée par un coût d'investissement dans la transition énergétique ou des goulets d'étranglement.

Pour mieux appréhender ces différents enjeux, on analysera successivement les variables de la hausse des prix des produits alimentaires, de celle des métaux, de l'énergie et des salaires.

La hausse des prix des produits alimentaires :

- **Les acteurs :**

Les principaux producteurs de blé sont la Chine et l'Union européenne, pour des montants proches de 135 millions de tonnes, l'Inde 110MT, la Russie 76MT, les États-Unis 45MT, l'Ukraine 32MT, le Canada 22MT.

Les principaux exportateurs sont la Russie, 35MT, l'Europe, 33MT, l'Australie, 26MT, l'Ukraine 24MT, les États-Unis 23MT, le Canada 15MT (selon la FAO).

La crise ukrainienne est un révélateur de la fragilité des équilibres car 30% des exportations mondiales de blé et un quart de celles d'engrais proviennent de Russie et d'Ukraine.

- **La fragilité de l'équilibre offre-demande :**

Les prix du blé ont augmenté de 35% depuis le début de l'année à €337/tonne et les enjeux portent à la fois sur l'offre et sur la demande.

L'offre est fragilisée par le conflit car plusieurs pays, comme la Hongrie, bloquent leurs exportations. En dépit de bonnes récoltes escomptées en Australie et en Inde, la production mondiale de blé devrait baisser. Pour pallier les manques, la tentation est grande, notamment dans l'U.E, d'ensemencer les terres en jachère, 4 millions d'hectares, mais leur rendement est souvent plus médiocre. On ne sait pas quelle pourra être la production ukrainienne cette année mais, a priori, le tiers produit au Donbass, le théâtre de la guerre aujourd'hui, sera perdu. Dans l'immédiat, les coûts du fret en Mer noire sont prohibitifs et beaucoup de stocks sont bloqués dans les ports ukrainiens. Devant l'impossibilité d'exporter par bateaux, les agriculteurs ukrainiens tentent d'utiliser les liaisons ferroviaires vers l'Europe de l'Ouest et à défaut vont privilégier la production d'avoine, d'orge, de millet, à usage domestique et sacrifier, cette saison, une partie de la production de blé. Encore faudra-t-il pouvoir trouver des pièces de rechange et acheter du carburant et des engrais.

Nous évoquons ici le blé mais le problème est avivé pour l'huile de tournesol car l'Ukraine réalise 60% des exportations mondiales et, à un moindre degré, pour le colza, car l'Ukraine est à l'origine de 20% des exportations mondiales et pour le maïs, à peine moins.

La demande est accentuée par la sécheresse dans de nombreux pays. La Chine, par exemple, un cinquième de la population mondiale mais seulement 7% des terres cultivables, s'attend à une des pires récoltes de son histoire et pourrait augmenter ses importations de 50%. Les craintes sont également vives pour les pays du Moyen-Orient, notamment l'Égypte, les pays du Maghreb comme le Maroc, des pays africains comme le Sénégal, tous victimes d'une sécheresse et donc cette année de récoltes médiocres (-12% en 2021 pour les pays du Sahel).

Cette conjoncture explique sans doute pour une majorité de ces pays leur volonté de ménager la Russie et leur choix d'une abstention à l'ONU lors du vote des motions accusant la Russie. D'après la FAO, 45 pays parmi les plus pauvres se procurent plus d'un tiers de leur blé auprès de la Russie et de l'Ukraine.

- ***L'inflation du prix des engrais :***

Les engrais, obtenus soit avec l'azote, les phosphates et la potasse sont un problème : les engrais azotés sont influencés par le prix du gaz (80% des coûts de production) et la disponibilité de l'ammoniac car la Russie fournit 25% de l'offre et les prix avaient augmenté de plus de 250% en 2021.

Pour la potasse, la Russie réalise 20% de la production mondiale, la Biélorussie, à peine moins. Les deux pays effectuent près d'un tiers du commerce mondial.

La Chine et la Russie ont stoppé leurs exportations d'engrais, ce qui pourrait abaisser les rendements céréaliers d'un quart mais l'impact ne se fera pas sentir en 2022 car il y a des stocks de blé et des stocks d'engrais.

Au Brésil qui achète 45% de sa potasse à la Russie et à la Biélorussie, la production est ainsi affectée par les réductions de ventes d'engrais russes.

La hausse des prix des engrais va peut-être inciter nombre d'agriculteurs à repenser une agriculture récemment très intensive.

- ***Les risques sociaux dans les pays émergents :***

Les principales victimes de la hausse des prix des produits alimentaires sont les pays émergents car l'alimentation représente une part élevée du budget des ménages, 40% en Égypte ou dans les pays voisins, plus d'un tiers en Afrique, 30% en Asie du Sud, 20% en Amérique Latine alors qu'en Europe ou en Amérique du Nord, c'est 7 à 15%. Du Pérou à la Tunisie, on voit monter la contestation contre la vie chère.

Prenons l'exemple topique de l'Égypte car le pays, premier importateur mondial de blé, est très dépendant, achète 45% de son blé à la Russie et 25% à l'Ukraine. Conséquence de la forte hausse des prix des céréales, le taux d'inflation en février a atteint 8,8% et même 17,5% pour les produits alimentaires qui représentent près de 45% du budget des ménages dans un pays qui compte près d'un tiers de sa population en dessous du seuil de pauvreté. La banque centrale a dû augmenter son taux intérêt de 1% et dévaluer la devise de 18%.

La hausse des prix de l'énergie :

- ***2022 n'est pas 1974 ou 1979-80 :***

En 1974, le prix du baril avait été multiplié par quatre. Depuis le début de l'année, il est en hausse de 35% à \$102 mais il a touché un moment \$134.

Point rassurant, l'intensité énergétique de l'économie mondiale a été divisée par deux depuis 1973, donc la sensibilité aux variations de prix est moindre, surtout pour les pays développés. Aux Etats-Unis, les dépenses liées à l'énergie sont passées de près de 10% du revenu en 1980, au moment du 2^{ème} choc pétrolier, à un peu plus de 4% aujourd'hui.

- ***L'incidence des sanctions contre la Russie :***

La Russie, avant l'invasion fournissait un quart des exportations mondiales de gaz et 10% de celles de pétrole. Les sanctions pourraient réduire les exportations du pays de 5 à 3Mb/j et diminuer les ventes de produits raffinés qui, avant l'invasion, atteignaient entre 2 et 3Mb/j.

Avec le ralentissement de l'économie mondiale et notamment de l'économie chinoise qui consomme 14% de l'offre mondiale, la demande pourrait baisser de 1Mb/j mais il reste 2Mb/j à trouver, chose malaisée car l'Arabie Saoudite et les Emirats, deux des pays riches de capacités disponibles, restent sourds aux sollicitations américaines. Pire, la production de l'OPEP est inférieure à ses quotas affichés.

Au-delà du baril de brut qui, récemment, enregistre une relative détente, des tensions sont observées et devraient persister sur les produits raffinés. Un segment d'intérêt en Bourse.

- **Les palliatifs :**

L'AIE : pour détendre les prix, les pays membres puisent dans leurs stocks stratégiques, les Etats-Unis, à hauteur d'un tiers pour 160 millions de barils au cours des six prochains mois, les autres pour 60 millions de barils.

Les Etats-Unis : la production demeure inférieure à 11.6Mb/j, en dessous du pic de 13Mb/j d'avant crise, car le nombre de puits de forage n'excède pas 75% du niveau d'avant crise, même si l'extraction est rentable avec un baril à \$30. Les sociétés restent prudentes, privilégient la génération de free cash-flow et s'inquiètent d'un durcissement des réglementations.

Dans le même temps, la consommation de brut et de produits raffinés, +8% sur 1 an, a retrouvé son niveau d'avant crise, 21 Mb/j et la mauvaise habitude d'acheter des véhicules voraces en énergie a repris.

L'Iran : si l'accord sur le nucléaire est finalisé, alors la production de brut pourra augmenter rapidement de 1,3 million b/j et à terme de 4 Mb/j pour atteindre 6.5Mb/j et le pays, premier détenteur de réserves gazières au monde, pourrait offrir une alternative à la Russie. Telle est peut-être la raison des réticences russes à avaliser l'accord sur le nucléaire iranien.

Le Venezuela : si les sanctions américaines sont levées, l'offre de brut pourrait augmenter de 0.3Mb/j à court terme pour atteindre 0.8Mb/j, néanmoins loin des 4 Mb/j de 2015 car les installations sont vétustes.

- **La volatilité des prix du gaz :**

Le prix du gaz enregistre d'amples fluctuations. Durant deux décennies, le prix du gaz évoluait entre €20 et €30/MW, récemment il atteignait €335/MW et maintenant €110/MW et équivaut à un baril de brut à plus de \$190/baril.

- **Le coût de la transition énergétique :**

Le financement de la transition énergétique est une composante structurelle d'inflation avec, d'un côté, des dépréciations d'actifs liés aux énergies fossiles, de l'autre, le coût des investissements dans les énergies propres.

La hausse des cours des métaux :

Le poids de la Russie dans la fourniture des métaux est indéniable avec 45% de la production mondiale de palladium, 15% du platine, 11% de l'aluminium et 10% de l'or. De même, Rosatom détient un tiers du marché de l'uranium enrichi dans le monde mais la Russie ne réalise que 5% de la production d'uranium dans le monde.

Les craintes de ruptures d'approvisionnements ont poussé les prix du nickel, de l'aluminium, du palladium à des niveaux records avant qu'ils rebaissent quelque peu. Depuis le début de l'année, le cours du nickel est en hausse de 61%, celui de l'uranium, de 40%, celui de l'aluminium de 22% et le palladium de 16%. L'appréciation du cuivre, 6%, est plus modeste mais il avait beaucoup augmenté juste après la Covid avec alors la forte demande chinoise.

Souvent ces hausses sont temporaires, le temps de réorienter les échanges, de diversifier les approvisionnements et de trouver des alternatives.

Boeing a annoncé vouloir stopper les achats de titane à la Russie, soit 1/3 de ses achats et examine comment accroître ses achats au Japon, aux Etats-Unis, à la Chine et au Kazakhstan. Parallèlement, Airbus achète 50%

de son titane à la Russie, dispose de plus de 6 mois de stocks pour préparer une diversification de ses achats vers Toho titanium et Osaka titanium, deux groupes japonais, UKTMP un groupe du Kazakhstan, les Saoudiens et les Américains.

La hausse des salaires, véritable risque inflationniste :

Davantage aux Etats-Unis qu'en Europe, elle est la résultante d'un retour rapide vers les taux de chômage d'avant crise, la conséquence des pénuries d'emplois dans de nombreux secteurs de services et des démissions record aux Etats-Unis. Ainsi, la rémunération du travail aux Etats-Unis a augmenté de 13.5% aux Etats-Unis depuis le début de la Covid contre 5% en Europe.

Elle est désormais entretenue par le souci de pallier les baisses de pouvoir d'achat provoquées par l'envolée des cours de matières premières et par la demande de revalorisation des salaires des personnes peu qualifiées.

Sous un angle plus structurel, selon *Goodhart*, ancien de la Banque d'Angleterre, les indices de prix devraient être selon les pays entre 3 et 4% à la fin de cette année car, avec le vieillissement démographique, une ère de pénuries de travailleurs s'ouvre, le contraire des 30 dernières années quand la Chine et l'Inde s'étaient ouverts à la mondialisation. La population active chinoise devrait maintenant baisser de 20% d'ici 30 ans et beaucoup d'autres pays sont confrontés au vieillissement.

Conclusion : Les opportunités boursières et les risques.

- ***Les indices de prix à la production sont en forte hausse*** : 10% aux Etats-Unis, 8.3% en Chine et cela pourrait affecter les marges des entreprises si elles ne parviennent pas à répercuter ces augmentations ou celles non moins importantes des coûts de transport. Ceci incite à privilégier en Bourse des sociétés capables de répercuter les hausses de prix.
- ***L'énergie, malgré la hausse récente des prix est moins chère qu'au début des années 70 et fragilise moins la croissance qu'à l'époque*** : le litre d'essence rapporté au salaire minimum est 40% plus faible qu'à l'époque et l'intensité énergétique (consommation d'énergie/croissance PIB) est deux fois moindre.

En 1974, le PIB américain avait baissé de 0.5% après une augmentation de 5.5% en 1973. Cette année, il pourrait croître de 4% après 5.7% en 2021.

1974 tournait la page des « Trente Glorieuses », augurait de l'émergence d'un chômage structurel, d'une inflation chronique et d'une longue période de stagflation. 1980, conséquence du 2^{ème} choc pétrolier, l'indice de prix aux Etats-Unis atteignit près de 15%, les taux d'intérêt furent portés à 20%, le taux de chômage atteignit 11%. 2022 accélérera la transition énergétique.

- ***Les hausses de prix affectent davantage les pays émergents et les populations défavorisées*** : hausse des taux, fuite des capitaux, pénuries, troubles sociaux et politiques, beaucoup de facteurs contribuent à l'affaiblissement, à la déstabilisation de nombreux pays émergents. En Turquie, le chiffre officiel est de 61% mais la réalité est pire car la £ turque avait perdu 45% de sa valeur au quatrième trimestre 2021 et les répercussions commencent à se faire sentir. En Russie, suite aux sanctions, l'indice des prix sur un an a excédé 16%. Tous ces facteurs incitent à la prudence avant d'investir dans ces marchés.
- ***Les investissements nécessaires à la transition énergétique et pour la défense ont un caractère inflationniste*** : se conjuguent le coût de fermeture et de dépréciation d'actifs et le coût des investissements dans les énergies renouvelables, dans l'exploration des métaux et terres rares et dans les équipements (panneaux solaires, éoliennes...). Mais, boursièrement, les fournisseurs de ces équipements sont à favoriser.

Il est important également de noter, et l'analyse des dernières décennies le confirme, la transition énergétique ne signifie pas déclin de telle ou telle énergie mais adjonction de nouvelles sources. Ainsi

la consommation de charbon, supposé remplacé par les hydrocarbures depuis de nombreuses années, n'a jamais été aussi élevée.

- **Les politiques de relocalisation, de réindustrialisation peuvent avoir un caractère inflationniste** : dans les années 80, la globalisation de la production, l'aiguillon de la concurrence internationale, le mouvement d'innovation sans précédents, ont été des réponses efficaces aux pressions inflationnistes des années 70. Demain, on risque l'inverse.
- **Les banques centrales ont amorcé la hausse des taux et ainsi on continuera à éviter les investissements obligataires** : la Banque d'Angleterre a porté son taux à 0.75%, sa troisième hausse, car elle anticipe un indice des prix à 8%, la FED a porté son taux à 0.25%, devrait amorcer la décrue de son bilan, actuellement à \$9000 milliards, de \$1100 milliards/an à partir de mai, et devrait effectuer 7 hausses cette année, loin de l'objectif à 3,5% souhaité par Bullard, membre « faucon » de la FED, mais néanmoins suffisamment pour enrayer l'augmentation des prix immobiliers puisque le taux de crédit à 30 ans approche 5% contre 2.75% début 2021. La BCE pourrait gommer son taux négatif, -0.5%, d'ici la fin de l'année, la BNS attendra et maintiendra cette année un taux négatif de -0.75%.
- **Les banques centrales vont néanmoins être prudentes dans la remontée des taux** : comme disait Oscar Wilde « *Je ne mets jamais au lendemain, ce que je peux faire le surlendemain* ». Trop monter les taux risquerait de provoquer la récession, les augmenter insuffisamment marquerait un laxisme à l'encontre de l'inflation.

Soucieuses des problèmes de solvabilité pour les Etats, conscientes du niveau d'endettement global, désireuses de conjurer le risque d'un éclatement des bulles financières, boursière et immobilière, les banques centrales laisseront subsister des taux réels négatifs.

La remontée des taux mettra du temps à pénaliser les Etats car ils ont allongé la durée moyenne de la dette à 9 ou 10 ans.

- **L'accélération des hausses des prix n'est pas un obstacle à l'appréciation des bourses** : outre le point précédent, les entreprises en 2021 ont su répercuter les hausses de coûts, ont enregistré une amélioration de leurs marges et ont su capitaliser sur les gains de productivité nés du numérique. Ainsi, aux Etats-Unis, la productivité par heure de travail a augmenté de 2.2% en 2020 et 2021, un niveau supérieur aux 0.9% observés en moyenne annuelle entre 2011 et 2019. Les Bourses ont ainsi pu s'apprécier et les travaux de la London Business school sur l'évolution des marchés depuis 1900 montrent une hausse des marchés dans les périodes d'inflation.

Genève, le 12 avril 2022

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futures.