

Inflation et taux de change : conséquences d'une guerre des monnaies inversées

Les principales banques centrales ont amorcé leur politique de resserrement monétaire durant cette année 2022 marquée par la fin des politiques expansionnistes et la lutte contre l'inflation. Le marché des changes connaît donc d'importants bouleversements, avec des implications quant à l'équilibre des balances commerciales et la compétitivité des exportations, notamment agroalimentaires.

Les remous de l'économie mondiale font de plus en plus tanguer les équilibres macroéconomiques des pays, la guerre en Ukraine ayant accéléré une inflation sous-jacente déjà en action à partir de 2021. Les taux d'inflation observés ces derniers mois, jusqu'à +8,2 % aux États-Unis ou +10 % dans la zone Euro au mois de septembre 2022, ont poussé les banques centrales à prendre des mesures plus ou moins drastiques pour tenter d'endiguer cette hausse des prix devenue incontrôlable. Le principal levier à disposition des banques centrales pour réguler cette inflation est le taux d'intérêt directeur, aussi appelé taux de refinancement auquel les banques commerciales peuvent emprunter pour financer les investissements.

En matière de politique monétaire, c'est toujours la FED qui dicte le tempo

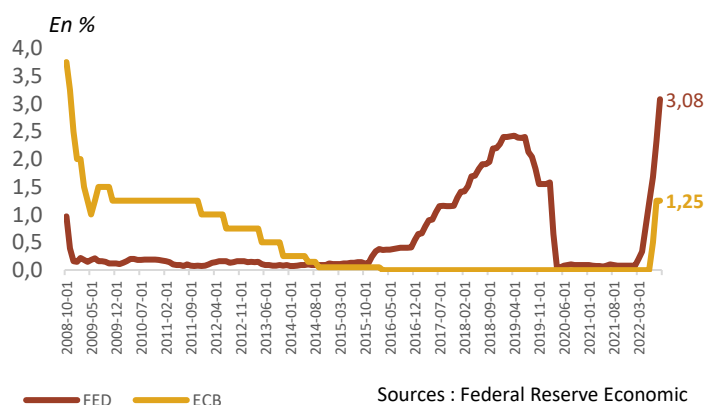
Dans la situation actuelle, après plusieurs années de politiques monétaires accommodantes et/ou de relèvement très progressif des taux, l'emballement soudain des prix a nécessité une réaction bien plus radicale des institutions monétaires, et en particulier de la *Federal Reserve* (FED, ou Banque centrale américaine) dont chaque décision d'ajustement monétaire entraîne des répercussions considérables sur les choix des autres banques centrales ainsi que sur les monnaies. En effet, un relèvement du taux d'intérêt directeur implique mécaniquement un resserrement de la capacité de refinancement des banques privées, banques privées qui vont ensuite elle-même relever leur taux d'intérêt d'emprunt, limitant ainsi la capacité d'investissement des agents économiques. Les composantes de la demande globale se retrouvent alors en contraction, ralentissant ainsi l'inflation dans l'économie.

C'est ainsi que depuis le début de l'année 2022, la FED a procédé à une hausse brutale de son taux d'intérêt directeur, passant de 0,08 % à près de 2,33 % en l'espace de 6 mois, alors qu'il avait fallu auparavant près de 4 années de hausse progressive des taux entre 2015 et 2019 pour retrouver un tel niveau (graphique 1). Le mois de septembre constitue un record sur ces dix dernières années avec une fixation du taux directeur à un peu plus de 3 %, confirmant la volonté de l'autorité monétaire américaine de corriger rapidement la trajectoire de l'inflation. Toutefois, l'économie américaine ne devrait pas souffrir tant le pays est bien moins impacté par la crise énergétique (au contraire de l'Europe) et le marché de l'emploi très dynamique.



Quentin MATHIEU
Responsable Économie
Direction Compétitivité et Transition écologique

Graphique 1 : Taux directeurs de la FED et de la BCE



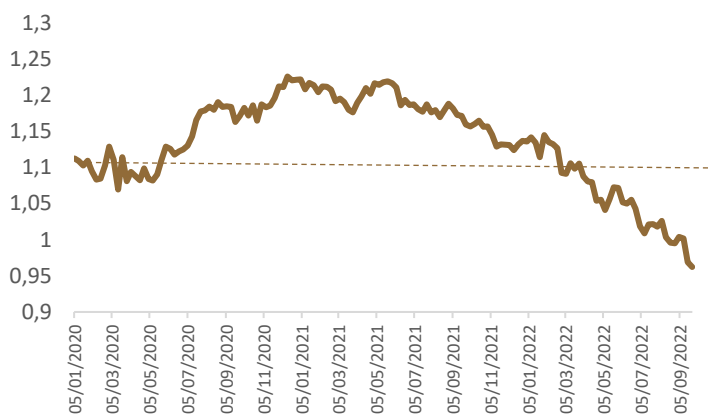
Sources : Federal Reserve Economic Data, European Central Bank

Les conséquences sont bien différentes pour les autres économies du globe. En premier lieu pour l'Union européenne dont la monnaie s'est retrouvée très fortement challengée, entre des perspectives de ralentissement, voire de récession économique de plus en plus prégnantes avec la crise énergétique, et un euro qui subit une forte dépréciation par rapport au dollar. Effectivement, deux phénomènes collatéraux s'entrecroisent à la lumière de la décisions de la FED : d'une part, la remontée de ses taux renchérit le taux de rendement des placements libellés en dollars, poussant ainsi les capitaux à venir se placer sur des titres et des investissements américains, ainsi qu'à détenir des dollars sur le marché des changes au détriment des actifs européens ; d'autre part, la FED consolide la crédibilité de sa politique de lutte contre l'inflation auprès des marchés financiers, au contraire de la Banque centrale européenne (BCE) dont la rapidité et l'intensité de sa réaction (relèvement des taux à 0,5 % fin juillet 2022) n'ont pas rassuré les marchés financiers.

Ajoutons à cela une forte remontée du taux de rendement obligataire à 10 ans de la plupart des OAT (obligations assimilables au trésor) européennes, traduisant une augmentation de la prime de risque sur les emprunts émis par les Etats européens, comme incitation finale pour une fuite des capitaux vers les USA. La combinaison de ces facteurs justifie alors le renversement du marché des changes sur des positions nettes vendeuses, précipitant l'euro vers une dégradation historique de sa parité avec le dollar (graphique 2).

(suite) Inflation et taux de change : conséquences d'une guerre des monnaies inversées

Graphique 2 : Taux de change de l'euro en dollar



Source : Invest.com

Une inversion inédite de la guerre des monnaies... avec des opportunités ou davantage de risques ?

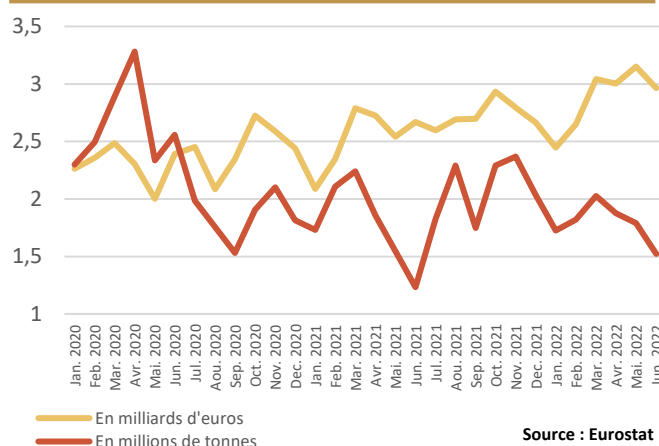
En règle générale, la guerre des monnaies traduit une dévaluation (ou une dépréciation volontaire) de sa monnaie afin de doper la compétitivité prix de ses exportations. Une monnaie qui perd de sa valeur par rapport aux autres monnaies, c'est davantage de pouvoir d'achat pour les pays qui souhaitent importer des produits en provenance d'une économie dont la valeur relative de sa monnaie décroît. En l'occurrence, la situation actuelle est inversée puisque les banques centrales cherchent avant tout à renforcer leur parité monétaire, afin de contenir une inflation qui a largement pénétré les différentes composantes de l'économie.

La dépréciation de la monnaie des pays exportateurs occasionne en théorie deux principaux effets sur leur balance commerciale : d'un côté les produits importés, qui plus est pour ceux libellés en dollars dans le cas présent, tendent à se renchérir. C'est notamment le cas de la facture énergétique pour les pays de la zone euro ; de l'autre, leurs exportations tendent à être moins onéreuses, ce qui contribue à favoriser la demande en volume pour les produits libellés en une monnaie en voie de dépréciation. Est-ce que pour autant cela peut bénéficier à notre balance commerciale nationale et plus particulièrement à la compétitivité des exportations agroalimentaires ? La réponse est très probablement à nuancer.

La trajectoire du commerce extérieur français semble rencontrer plusieurs paradoxes. La balance commerciale française connaît une forte dégradation depuis 2021 et un creux historique selon les dernières données disponibles des douanes françaises du mois de juillet 2022 avec un déficit de -14 milliards d'euros en moyenne sur les trois derniers mois, et de -130 milliards d'euros en cumul sur un an. L'alourdissement de la facture énergétique serait le principal facteur explicatif au regard du solde commercial hors-énergie qui reste relativement stable.

En ce qui concerne les exportations agroalimentaires vers les pays tiers, ces dernières atteignent un record historique avec plus de 24 milliards d'euros d'exportation sur le cumul de janvier à août 2022 (contre 21 milliards d'euros sur la même période en 2021), et le mois d'août confirme la tendance avec près de 3,5 milliards d'euros de recettes à l'exportation vers les pays tiers (source : Douanes / SSP). Cette dynamique contraste avec des volumes qui restent relativement stables entre 2021 et 2022, contrairement à la progression en valeur des exportations agroalimentaires (graphique). Les variations de change qui ont lieu sur la période, avec une dépréciation de 10 % de l'euro vis-à-vis du dollar entre 2021 et 2022, ont effectivement pu accroître la valeur des exportations agroalimentaires françaises, et tirer dans une moindre mesure les volumes d'un panel réduit de produits selon leur sensibilité aux taux de change.

Graphique 3 : Exportations agroalimentaires françaises en valeur et en volume (hors UE)



Source : Eurostat

Mais au regard de la baisse tendancielle et globale des volumes de produits agroalimentaires exportés, il semble que ce soit avant tout les effets de marché (forte demande, rarefaction des disponibilités avec la guerre en Ukraine, inflation des coûts de production et de transport) qui justifient avant tout ce redressement des exportations en valeur. L'envolée du prix des céréales et des oléagineux, qui représentent 22 % des exportations agroalimentaires françaises vers les pays tiers en valeur et 65 % en volume, semble être le principal vecteur des bons chiffres du commerce extérieur agricole français avec le commerce des boissons. Sur le cumul de janvier à juin 2022, les volumes exportés de céréales et d'oléagineux ont progressé de seulement +2 % par rapport à la même période en 2021 contre une hausse de +27 % en valeur. En parallèle, le commerce de boissons a diminué de -5 % en volume et progressé de +8 % en valeur (source : Eurostat d'après calculs LCA). Difficile alors d'identifier un véritable effet spécifique lié à la dépréciation récente de l'euro.

Les effets de change ont donc en réalité des effets très hétérogènes d'un produit et d'un pays client à l'autre, et accroissent surtout l'exposition à la volatilité et au risque des chaînes de valeur agroalimentaires¹. Les conséquences de cette nouvelle « guerre » des monnaies ne font donc que commencer et contribueront surtout à accentuer l'instabilité toujours croissante des marchés.

¹ Steinbach, S. (2021). Exchange Rate Volatility and Global Food Supply Chains (No. w29164). National Bureau of Economic Research.

Quel impact du choc du prix de l'énergie sur l'industrie alimentaire ?

L'ampleur du choc énergétique sur l'industrie alimentaire française reste encore difficile à mesurer, malgré des premiers signes très inquiétants quant au potentiel de ralentissement, voire de déclin de la production. En plus de ces impacts à court-terme, l'industrie alimentaire pourrait aussi subir des conséquences de plus long terme quant à sa compétitivité et à sa capacité de réindustrialisation.

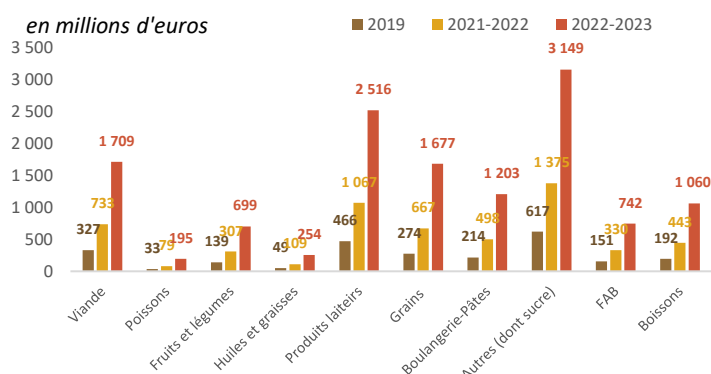
La facture énergétique sera d'une ampleur inédite au moment d'établir le bilan la période 2022-2023 pour les transformateurs alimentaires. Entre 2015 et 2019, la facture d'énergie pour le secteur alimentaire s'établissait en moyenne à 2,5 milliards d'euros par an, dont 35 % de ce montant est directement imputable aux achats de gaz et 55 % en achat d'électricité. La crise énergétique, déclenchée par le conflit entre la Russie et l'Ukraine, a occasionné une envolée du prix de gros de l'électricité et du gaz de l'ordre de +124 % à +170 % en cumul sur l'année 2022, sans compter le prix du pétrole devenu extrêmement volatile et dont les cours se sont accrus de plus de 40 % par rapport à l'année 2021.

Compte-tenu de ces données brutes, **une telle évolution des prix aboutirait à une facture de plus de 5,6 milliards d'euros de consommation d'énergie en 2022 avec un surcoût de 3,2 milliards d'euros par rapport à la facture énergétique habituelle des industries agroalimentaires.** Ce montant serait celui appliqué dès la fin de l'année en cours, au moment où la plupart des industriels renégocient leurs contrats d'énergie. À noter que ce calcul ne tient pas compte des différentes stratégies d'amortissement de ce choc énergétique (couverture longue des contrats avec des prix fixes, aménagement des plannings de production, substitution avec d'autres énergies).

Sans des mesures de régulation du prix de l'énergie ou de soutiens importants de l'État pour les entreprises, et au regard des perspectives de prix attendu en 2023, **la facture d'énergie pour les industries alimentaires pourraient atteindre plus de 13 milliards d'euros d'ici fin 2023**, avec une ampleur d'autant plus considérables pour les filières les plus énergivores comme le sucre et les produits laitiers (graphique).

En plus de cette consommation directe d'énergie il nous faut tenir compte des consommations indirectes d'énergie, c'est-à-dire du contenu en énergie des produits étant achetés par la branche agroalimentaire tel que les produits agricoles, les matières premières industrielles (produits chimiques, emballages) ou des services de transport. Selon une étude réalisée par la Banque Postale¹, le contenu en intrants énergétiques de la branche alimentation serait de 2 % en contenus directs et d'environ 5 % au total en y ajoutant les consommations indirectes d'énergie.

Graphique : Evaluation de la hausse de la facture d'énergie par filière des IAA



Source : D'après Insee, SDES, calculs LCA

Pour maintenir une rentabilité économique viable, la principale stratégie serait de transmettre en totalité ou pour partie ces hausses jusqu'au prix de vente des produits. Or, l'évolution du prix des produits dans le secteur alimentaire ne se répercute pas immédiatement, notamment sur le prix de vente au consommateur final dans la grande distribution. De plus, le degré de transmission des prix de l'amont à l'aval (*pass-through*) est très hétérogène selon les filières, et fortement dépendant du pouvoir de négociation des opérateurs économiques.

Ainsi, la valeur ajoutée et les marges de l'industrie alimentaire risquent de considérablement se dégrader en 2022 et en 2023, alors que les industries alimentaires subissaient déjà une dégradation structurelle de leurs résultats économiques, notamment accentuées par la crise sanitaire de 2020 (Tableau). Rien que sur la période 2021-2022, le secteur afficherait une perte de 6 points de marge et de 4 milliards d'euros d'excédent brut d'exploitation (EBE) en moins par rapport aux deux dernières années, notamment du fait de la hausse du coût des consommations intermédiaires (y compris énergie).

Tableau : Comptes nationaux trimestriels de l'INSEE (Branche Industries agro-alimentaires)

en milliards d'€	2019	2020	2021	2022*
Consommation intermédiaire	118,1	115,1	126,4	146,7
Valeur de la production de la branche	164,4	160,9	169,0	190,5
Valeur ajoutée brute	46,2	45,7	42,6	43,9
EBE	18,6	18,1	14,3	14,2
Taux de marge (EBE/VA)	40%	40%	34%	32%

*Moyenne estimée d'après les résultats des deux premiers trimestres 2022

A plus long terme, l'alourdissement de la facture énergétique posera un véritable problème de compétitivité pour l'industrie alimentaire française, tant par le déclin de sa compétitivité prix que par un défaut d'attractivité du secteur, faute de rentabilité². Et pourtant, face à ce véritable risque de désindustrialisation, seule une politique de soutien de la demande continue de se faire jour, délaissant une offre et un tissu industriel en perdition malgré les intentions affichées par les pouvoirs publics.

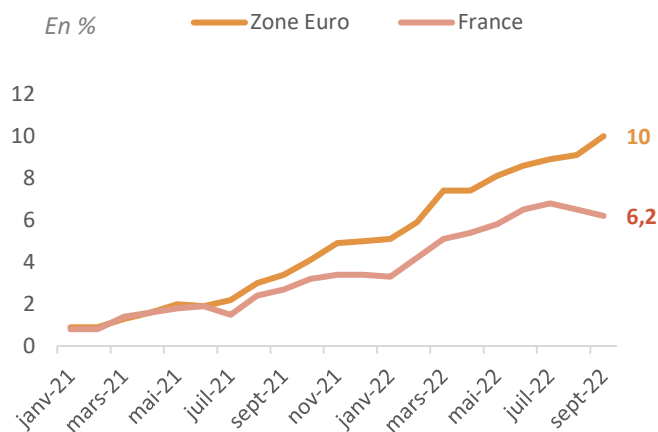
¹ Maël Blanchet et Corentin Ponton, *Chocs énergétique : des expositions très différentes entre secteurs*, Reboond - La Banque Postale, 30 mars 2022

² Voir Patrick Artus, *L'Union européenne va avoir pendant plusieurs années un problème de compétitivité industrielle*, Flash Economie n°685, Natixis - Groupe BPCE, 30 septembre 2022.

En bref

- ❖ Inflation constatée à un an dans la zone euro au mois de septembre 2022 : **+10 %**
- ❖ Taux d'intérêt directeur de la Banque centrale européenne : **1,25 %**
- ❖ Dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar à un an : **-10 %**
- ❖ Facture énergétique des industries alimentaires françaises en 2019 : **2,5 milliards d'euros**
- ❖ Facture énergétique des industries alimentaires françaises estimée en 2022 : **5,6 milliards d'euros**
- ❖ Part de l'énergie directe et indirecte contenue dans les productions alimentaires : **5 %**
- ❖ Perte de marge pour le secteur des industries alimentaires sur 2021-2022 : **-6 points de pourcentage**

Evolution de l'inflation (ICPH) - comparaison m/m-12



Source : Eurostat

Tableau de bord des marchés

Sources	Matières premières	mars-21	sept-21	mai-22	juin-22	juil-22	août-22	sept-22	Variation à 1 an	Variation à 1 mois	Unité
FranceAgriMer	Blé tendre	220,79	248,46	402,49	382,88	345,62	330,32	335,41	35,00%	1,54%	En €/T
FranceAgriMer	Blé dur	280,75	439,7	488,5	528,09	525,00	461,00	454,08	3,27%	-1,50%	En €/T
FranceAgriMer	Mais	220,92	234,14	365,06	318,48	299,50	321,77	322,83	37,88%	0,33%	En €/T
FranceAgriMer	Orge (fourragère)	203,67	227,45	377,38	330,84	299,98	291,93	273,41	20,21%	-6,34%	En €/T
Investing.com	Colza	514	638,75	811,75	694	675,75	616,5	633	-0,90%	2,68%	En €/T
FranceAgriMer	Lait*	343,61	358,9	433,8	437,7	445,5	446	-	24,27%	0,11%	En €/1000 litres
FranceAgriMer	Gros bovins PMP	3,68	3,92	5,09	5,14	5,15	5,16	5,19	32,33%	0,53%	En €/kg
FranceAgriMer	Porc (moyenne classes E et S)	1,47	1,48	1,86	1,87	2,00	2,11	2,19	47,51%	3,60%	En €/kg
FranceAgriMer	PMP Ovins de boucherie	7,3	7,50	8,02	8,33	8,30	8,15	8,06	7,38%	-1,19%	En €/kg
ITAVI	Indice coût MP poulet standard	116,68	121,23	169,97	169,37	167,67	164,79	162,96	34,42%	-1,11%	Base 100 = 2014
RTE	Prix électricité spot	21,3	62,1	163,6	300,1	569,6	595,9	406,9	555,05%	-31,72%	En €/MWh
Investing.com	Dutch TTF Natural Gas Futures	19	97,775	94,005	144,515	190,915	239,905	188,8	93,10%	-21,30%	En €/MWh
Les Echos	Aluminium	2220,5	2912,5	2862	2451	2457	2493	2260,5	-15,85%	-14,36%	En \$/T
Boursorama	Acier	1338	1900	1190	930	855	791	776	-51,05%	-21,85%	En \$/T
Elipso / PIE	Matières plastiques	2782,2	3048,8	3671,6	3502,3	2252,8	3135,3	2962,7	15,54%	-2%	Base 1000 = janvier 2010

*Prix réel, chiffre du mois ; et valeur de comparaison : aout 2022

Si vous souhaitez recevoir les prochaines éditions du Brief Eco, nous vous remercions de vous inscrire en cliquant sur le lien ci-après : <https://app.evalandqo.com/form/284246/s/?id=JTk5byU5OXAIOUlllQTK%3D&a=JTK2cSU5NWoiOUElQYU%3D>

Contact

Quentin MATHIEU
Responsable Économie Direction Compétitivité et Transition écologique
07 57 08 97 69
qmathieu@lacoopagri.coop