

09 septembre 2022

Conséquences indésirables

Points de vue Burkhard Varnholt CIO Credit Suisse (Suisse) AG

- 1 Comment le mécanisme de tarification de l'électricité crée des tensions
- 2 Lutte autour des prix de l'énergie: qu'implique-t-elle pour les investisseurs suisses?
- 3 Analyse récente du Comité de placement du Credit Suisse

Les crises, mais aussi les tentatives bien intentionnées pour les surmonter peuvent avoir des conséquences fâcheuses. C'est ainsi que la guerre en Ukraine a ébranlé les fondements du mécanisme de prix unique de l'électricité introduit il y a 24 ans. Dans le cadre de leur sommet extraordinaire d'aujourd'hui, les ministres de l'énergie de l'UE vont chercher des solutions rapides, car il y a urgence sur le plan sociopolitique, et les bons conseils sont précieux. Mais ce qui est utile à court terme peut parfois nuire à long terme. Nous expliquons ici les particularités du système européen de tarification de l'électricité, peu pris en compte jusqu'ici, et nous nous demandons ce que l'économie et les investisseurs suisses peuvent attendre à présent. En outre, nous exposons l'analyse réalisée par le Comité de placement du Credit Suisse lors de sa dernière réunion.

1. Comment le mécanisme de tarification de l'électricité crée des tensions

Il y a un an à peine, le spectre de la «greenflation» (inflation verte) planait sur l'Europe. La faible intensité des vents en 2021 ayant imposé la mise à l'arrêt de nombreuses éoliennes, on craignait que le développement des énergies renouvelables n'induisse une poussée inflationniste des prix. Aujourd'hui, c'est tout le contraire. Comme la flambée des cours du gaz étrangle l'Europe, on souhaite que ces énergies progressent à la «vitesse de la lumière». Rien d'étonnant à cela: en raison du système européen de prix unique de l'électricité, le renchérissement vertigineux du gaz se répercute sur toutes les factures d'électricité, et ce même en Suisse, alors que celle-ci ne consomme en fait que très peu de cette énergie fossile. Et que se passerait-il si un boulanger qui payait 100 000 francs pour l'électricité de ses fours en 2021 recevait désormais une facture d'un million de francs?

Nous voyons donc que les responsables européens de la politique énergétique sont confrontés à un dilemme. En effet, il leur suffit de prendre des mesures apparemment mineures pour accélérer ou entraver la transition énergétique dans l'UE. Le concept des mécanismes de tarification fait partie de ces thèmes discrets de la microéconomie qui suscitent peu d'intérêt, même si les économistes Alvin Roth, Paul Milgrom et Robert Wilson ont reçu le prix Nobel pour leurs travaux novateurs dans ce domaine.

Voyons brièvement de quoi il s'agit.

Mécanisme explosif de prix unique en Europe

Depuis que l'Europe a libéralisé ses marchés nationaux de l'électricité en 1998 et ouvert la voie à un marché unique pour cette énergie (auquel la Suisse participe également), les bourses européennes de l'électricité fixent quotidiennement le prix de celle-ci. Or, ce *mécanisme de prix unique* de l'UE est peu connu, mais d'une actualité brûlante.

L'électricité produite à bas prix, comme celle issue de l'éolien, de l'hydraulique ou du solaire, est vendue au même tarif que l'électricité la plus chère, c'est-à-dire celle produite actuellement à partir de gaz. Est-ce bien nécessaire? Ce système suscite de l'incompréhension en Suisse, qui ne génère pas d'électricité au moyen du gaz. Et c'est précisément la question dont débattent aujourd'hui les ministres européens de l'énergie à Bruxelles.

Il faut tenir compte de deux choses à cet égard:

Premièrement, l'électricité n'est pas une marchandise comme les autres. Comme chacun le sait, l'Europe utilise un courant alternatif d'une fréquence moyenne de 50 hertz. Pour stabiliser cette fréquence dans le réseau, il faut constamment équilibrer l'offre et la demande, sans quoi les appareils électriques risquent d'être endommagés et la distribution pourrait même être interrompue. Ce processus requiert de l'énergie d'équilibrage ainsi que des ventes et des achats ciblés sur le marché de l'électricité. Nous y reviendrons plus tard.

Deuxièmement, ce système rend de bons services à l'Europe depuis de nombreuses années, mais il n'était pas préparé à faire face à de tels écarts entre les différents prix de l'électricité. Aujourd'hui, la flambée des cours du gaz génère d'énormes bénéfices comptables («effets d'aubaine») pour les fournisseurs d'énergies renouvelables, ce qui crée des tensions sociopolitiques. En Allemagne par exemple, RWE¹, l'un des plus grands fournisseurs européens d'électricité verte, réalise des bénéfices record, tandis qu'Uniper, le fournisseur germano-finlandais, a déjà bénéficié d'aides étatiques à hauteur de 15 milliards d'euros, lesquelles devraient être complétées suite à la récente fermeture du pipeline Nord Stream 1.

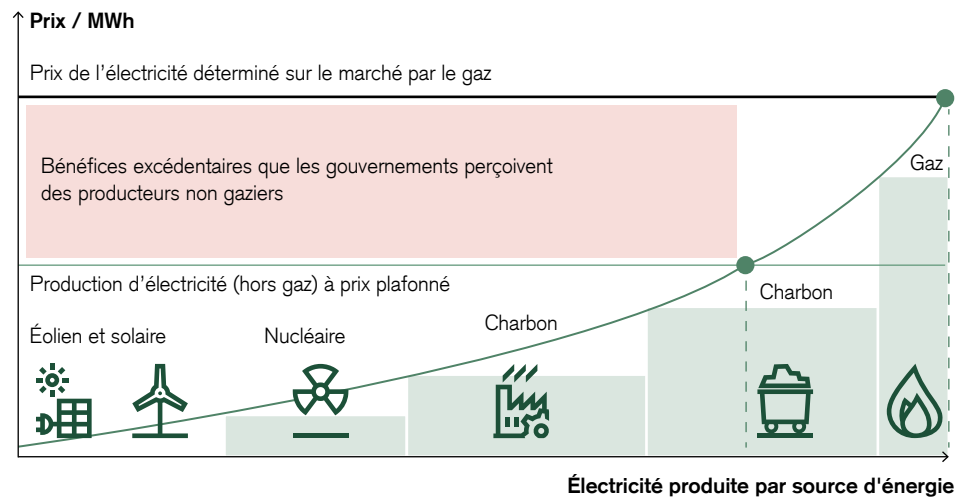
Digression: principe de «l'ordre de mérite»

Le mécanisme européen de tarification de l'électricité obéit au principe de *«l'ordre de mérite»*. En d'autres termes, les bourses de l'électricité établissent quotidiennement un classement des différentes sources d'électricité en fonction des coûts marginaux de leur production. Elles commencent par les formes d'électricité les moins chères (c.-à-d. l'éolien, l'hydraulique et le solaire dont les coûts marginaux sont généralement nuls), puis ajoutent celle des centrales électriques, aux coûts marginaux supérieurs, *jusqu'à ce que la demande et l'offre s'équilibrent parfaitement*. Ce classement européen se base sur les ordres d'achat et de vente passés quotidiennement, de sorte que c'est *le prix du fournisseur le plus cher qui s'applique à tous comme prix unique* jusqu'à la prochaine fixation du tarif.

Le graphique 1 illustre comment ce système génère les *marges bénéficiaires les plus élevées* pour la production d'électricité aux *coûts marginaux les plus bas*. Sur le plan économique, ce mécanisme incite donc à poursuivre le développement des énergies renouvelables, car elles produisent l'électricité la moins chère. Il n'était toutefois pas préparé à une «militarisation» des prix européens du gaz. Il ne fait donc aucun doute que les tensions sociopolitiques exigent une action rapide de la part des ministres européens de l'énergie aujourd'hui, la précipitation étant néanmoins susceptible d'avoir des conséquences indésirables.

¹ La société mentionnée sur cette page est fournie à titre purement illustratif et sa mention ne saurait constituer une invitation ou une offre d'achat ou de vente de tout intérêt ou investissement.

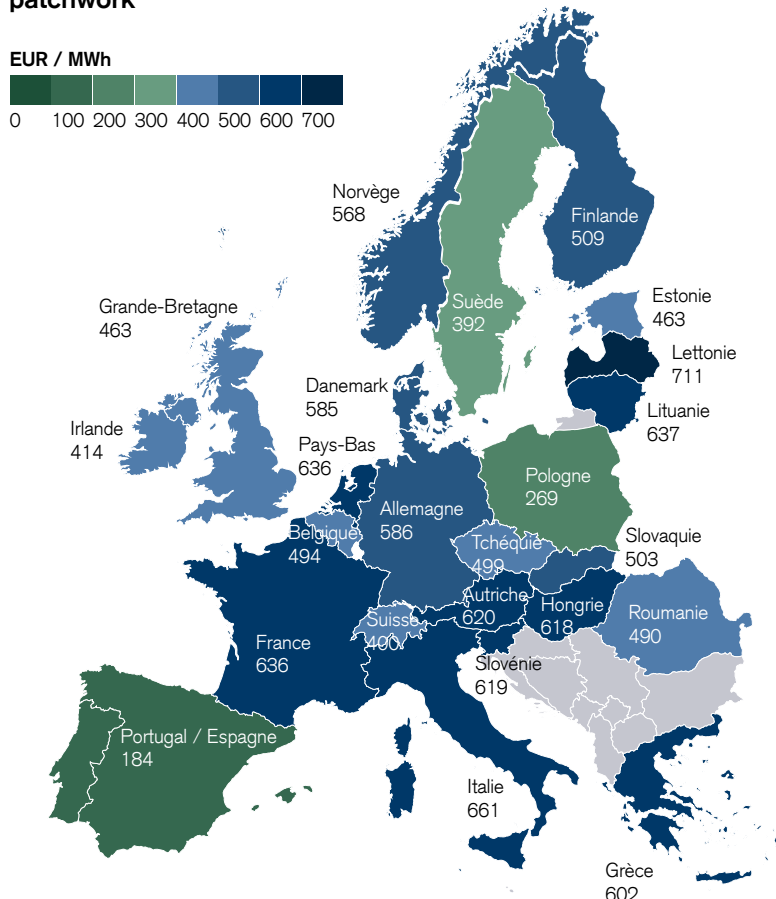
Graphique 1: Fixation quotidienne des prix européens de l'électricité selon «l'ordre de mérite»



Source: Next Kraftwerke, Credit Suisse

En dépit de ce mécanisme de tarif unique, l'Europe affiche de grandes disparités régionales au niveau des prix de l'électricité (voir le graphique 2). Ce phénomène s'explique par les interventions des responsables politiques sur le marché jusqu'à présent. L'Espagne et le Portugal, par exemple, ont plafonné très tôt les prix de gros du gaz et garanti des compensations étatiques aux grossistes. En Grande-Bretagne, où les fournisseurs d'électricité doivent également observer des plafonds, les prix sont repartis à la hausse après un bref répit. Pourquoi? Le gouvernement n'a pas prévu de compensations pour les distributeurs concernés et beaucoup d'entre eux ont rapidement fait faillite, ce qui n'a servi les intérêts de personne. Selon un dicton local «*Haste makes waste*» (la précipitation engendre le gaspillage). Nous constatons donc que des interventions apparemment mineures (souvent populistes) dans les mécanismes de fixation des prix peuvent rapidement avoir des conséquences fâcheuses.

Graphique 2: Les prix nationaux de l'électricité en Europe ressemblent à du patchwork



Dernières données au: 31.08.2022
Sources: Bloomberg, Credit Suisse

Leviers de réglage délicats

Les mesures visant à surmonter le dilemme de l'Europe en matière de prix et d'approvisionnement en électricité sont politiquement controversées. Il est évident que l'UE veut coordonner ces prix pour les soustraire à l'arbitraire politique du président Poutine.

Pour y parvenir, elle envisage plusieurs solutions qu'elle pourrait mettre en œuvre dès cet hiver. Chacune d'elles présente divers avantages et inconvénients, ce qui ne facilite pas la recherche d'un consensus politique au sein d'une UE très divisée sur le sujet. Une chose est certaine: dès que l'Europe pourra remplacer complètement le gaz russe par d'autres sources d'électricité, il est probable que le prix unique chutera brutalement. Mais il ne faut pas s'y attendre en 2022. Néanmoins, le train de mesures «REPowerEU» adopté le 8 mars dernier devrait bientôt permettre au Vieux Continent de se passer du gaz russe.

Lors de leur sommet d'aujourd'hui, les ministres européens de l'énergie vont certainement discuter ou décider des options suivantes:

1. *Regroupement de toutes les importations européennes de gaz russe avec un plafonnement commun des prix.* Cette stratégie est actuellement plébiscitée par de nombreux ministres européens de l'énergie. Il ne fait aucun doute qu'elle devrait également être adoptée par les négociants de gaz et de matières premières basés en Suisse. La pression exercée actuellement sur les tarifs pourrait être atténuée par le plafonnement politique des prix que les négociants européens de gaz auraient à payer à leurs homologues russes. Mais cette formule est également susceptible de se retourner contre eux. En effet, la Russie pourrait tenter a) de mettre à mal l'unité européenne en décidant un arrêt total des exportations ou b) de suspendre d'autres obligations de livraison ou de paiement envers les négociants européens de gaz en invoquant les clauses de «force majeure». Autant de mesures capables d'affecter également les négociants suisses de gaz et de matières premières et d'induire des risques de défaut considérables. Si la stratégie adoptée par l'Europe devait échouer, celle-ci pourrait être confrontée à un désastre économique et même à une hausse du gaz encore plus importante.
2. *Plafonnement national des prix du gaz russe importé.* Cette variante aurait en principe des retombées similaires, mais moins efficaces. Néanmoins, il serait peut-être plus facile de la mettre en œuvre sur le plan politique étant donné les divergences d'intérêts affichées par les États membres de l'UE.
3. *Répartition des États membres de l'UE en zones «vertes» et «rouges».* Il est en effet question de les diviser en deux camps: ceux qui se regrouperont pour acheter du gaz à la Russie (zone rouge) et ceux qui continueront à payer celui-ci à des prix supérieurs. Mais comme cette division sera probablement un cauchemar administratif, il est improbable que les responsables politiques l'adoptent.
4. *Plafonnements des prix de l'électricité plutôt que ceux du gaz.* Cette mesure cible le principe traditionnel du prix unique et tente d'interrompre le mécanisme de répercussion des prix du gaz sur ceux de l'électricité. Alors qu'elle est déjà mise en œuvre dans certains pays, son introduction à l'échelle européenne constituerait une rupture systémique de grande ampleur qui pourrait fortement compromettre la stratégie «REPowerEU» en réduisant l'intérêt du principal atout économique des énergies renouvelables, à savoir leur avantage en termes de prix.

En outre, il existe des *mesures d'atténuation nationales* qui, en raison de l'urgence, ne sont coordonnées à l'échelle européenne que de manière non contraignante. En voici des exemples:

- a) Réduction des taxes et des redevances sur l'électricité (déjà introduite dans la plupart des pays de l'UE)
- b) Réglementation des prix de détail de l'électricité, avec ou sans compensations (p. ex. Espagne, Grande-Bretagne, France)
- c) Transferts budgétaires aux ménages ou aux entreprises dans le besoin (déjà introduits dans la plupart des pays de l'UE)
- d) Nationalisation des fournisseurs d'électricité (p. ex. France)
- e) Impôts sur les «bénéfices excédentaires» ou «aléatoires» (p. ex. Italie, Espagne, Grande-Bretagne; proposés par le gouvernement en Allemagne)
- f) Soutien direct d'entreprises ou de secteurs importants (introduit dans de nombreux pays européens, ainsi qu'en Suisse)

La plupart de ces mesures visent à interrompre ou à atténuer le mécanisme de tarif unique avec répercussion du prix du gaz sur celui de l'électricité. Mais les «bonnes intentions» ne sont pas toujours «couronnées» de succès», c'est bien connu. Ainsi, les «*plafonnements de prix pour tous*» sapent les mesures incitant à réaliser des économies d'électricité. Le nouveau gouvernement britannique de Liz Truss a laissé envisager cette semaine des plafonnements de prix de l'électricité pour les particuliers (avec une garantie étatique de compensation des déficits cette fois). Cette mesure pourrait coûter à l'État britannique jusqu'à 7% de la performance économique nationale en l'espace de 18 mois seulement.² Est-ce judicieux? On peut en douter, et ce serait également irresponsable sur le plan de la politique budgétaire.

Les *impôts* sur les bénéfices excédentaires ou aléatoires sont aisément surestimés et constituent une menace pour la transition énergétique. En effet, ils réduisent la sécurité de planification ainsi que le capital d'investissement. En outre, une grande partie de ces bénéfices ne sont jusqu'à présent que des bénéfices comptables sur des contrats de vente à long terme. Or les bénéfices comptables ne se prêtent pas à l'imposition. En Italie, de tels impôts n'ont rapporté qu'un milliard d'euros en lieu et place des onze milliards budgétés. Du fait de leur faible rendement, l'Espagne a commencé à introduire *des impôts spéciaux pour les banques*. Ces dernières sont peut-être des «victimes faciles» sur le plan politique. Qui sait? Les *nationalisations*, comme celle d'Électricité de France (EDF), n'enregistrent qu'un faible succès. La sous-performance des actions des distributeurs européens d'électricité montre que ces questions revêtent également de l'importance pour les investisseurs.³

Voici un aperçu des principales mesures:

Tableau 1: Crise du gaz et de l'électricité - mesures d'atténuation européennes

Pays	Réduction des taxes/redevances sur l'électricité	Réglementation des prix au détail	Réglementation des prix de gros	Transferts aux groupes dans le besoin	Mandat à des entreprises publiques	Impôts sur les bénéfices excédentaires	Soutien aux entreprises	Autres mesures
Autriche	☑			☑			☑	
Tchéquie	☑	☑		☑	☑		?	
Finlande	☑			☑			☑	
France	☑	☑	☑	☑	☑			
Allemagne	☑			☑		?		☑
Italie	☑			☑		☑	☑	
Portugal	☑		☑	☑	☑			
Espagne	☑	☑	☑	☑		☑	☑	
Suisse							☑	
Grande-Bretagne		☑		☑		☑	☑	?

- ☑ Mesures mises en œuvre
- ☑ Mesures proposées
- ? Mesures discutées

Sources: rapports de presse, Credit Suisse

2. Lutte autour des prix de l'énergie: qu'implique-t-elle pour les investisseurs suisses?

Mes collègues de l'équipe Swiss Economics ont récemment analysé les effets de premier et de second tour de la situation des prix de l'énergie pour la Suisse ([lien](#)). Voici l'essentiel en bref:

1. La Suisse est moins vulnérable à une pénurie de gaz, car elle ne produit pas d'électricité à partir de cette énergie fossile. Mais elle n'est pas à l'abri d'une hausse des prix ni de rationnements. Ce sont surtout les effets de second et de troisième tour qui pourraient affecter le secteur de la chimie, l'industrie pharmaceutique ainsi que l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM).

² Dans la mesure où ces supports contiennent des déclarations sur l'avenir, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont donc soumises à divers risques et incertitudes. Elles ne constituent pas une garantie de résultats futurs.

³ Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

2. Comme le gaz est principalement utilisé pour le chauffage et certains processus de fabrication en Suisse, c'est là que se situe le plus grand potentiel d'économies d'énergie.
3. Les obstacles à l'arrêt des exportations de nos voisins semblent importants. En effet, la consommation suisse est relativement faible par rapport à celle de l'UE et les dommages seraient considérables sur le plan politique. En outre, à la différence de l'interdiction des livraisons de masques pendant la pandémie, il faudrait rompre des contrats de livraison de droit privé et de droit public existant entre la Suisse et ses voisins. Jusqu'à présent, l'Allemagne et la France ont affirmé qu'elles n'envisageaient pas de telles options.
4. Au vu de l'impact négatif sur la conjoncture européenne, nous révisons à la baisse nos prévisions de croissance en Suisse pour 2023, les ramenant de 1,6 à 1,0%. Cependant, contrairement à nos voisins, nous ne prévoyons qu'un ralentissement économique et non une récession dans notre pays.
5. Nous continuons de recommander aux *investisseurs suisses* d'adopter une stratégie de placement prudente. Sur le plan thématique, la *transition énergétique*, le développement des infrastructures en découlant et la *mobilité intelligente* offrent toujours un potentiel de croissance à long terme.⁴ S'agissant de la diversification, nous estimons que les *obligations des pays émergents en devises fortes* sont des sources de rendement attrayantes présentant une bonne solvabilité et des échéances courtes. En Suisse, nous pensons que le segment de *l'immobilier logistique*, entre autres, constitue encore une niche intéressante en termes de rendement et de plus-value.

3. Analyse récente du Comité de placement du Credit Suisse

Tandis que l'économie américaine demeure la plus robuste du monde, les risques de récession augmentent dans la zone euro. Et si la Réserve fédérale américaine a déjà décidé de commencer à retirer des liquidités des marchés, la zone euro a encore fort à faire avant de lui emboîter le pas. Par ailleurs, les mesures de relance annoncées par la Chine n'ont eu que peu d'effet jusqu'à présent, peut-être parce que les gouvernements locaux les ont freinées en raison de la baisse de leurs revenus. De manière générale, la pression sur l'économie, sur les chiffres d'affaires et sur les bénéfices demeure le facteur dominant après la récente réunion des banquiers centraux à Jackson Hole. Bien sûr, le repli de quelque 20% affiché par les marchés boursiers jusqu'ici est considérable, mais tant que la masse monétaire et le coût des emprunts ne diminueront pas, du moins en Occident, et que la crise du gaz et de l'électricité en Europe ne donnera pas de signes de détente, nous conserverons notre positionnement défensif.

Dans ce contexte, le Comité de placement du Credit Suisse a confirmé sa récente décision de maintenir la sous-pondération tactique des actions mondiales tout en soulignant l'importance d'une bonne diversification à la fois géographique et thématique.

Avec mes meilleures salutations

Burkhard Varnholt



Burkhard Varnholt

CIO Credit Suisse (Schweiz) AG
burkhard.varnholt@credit-suisse.com
+41 44 333 67 63

Information importante

Les informations fournies constituent un support marketing. Elles ne doivent pas être interprétées comme un conseil financier ou autre fondé sur la situation personnelle du destinataire ni comme le résultat d'une analyse indépendante et objective. Les informations fournies dans le présent document ne sont pas juridiquement contraignantes et ne constituent ni une offre ni une incitation visant à la conclusion de quelque transaction financière que ce soit. Les informations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales (ci-après «CS») avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du Credit Suisse au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations et, dans la mesure où la loi le permet, il décline toute responsabilité pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire. Il est interdit d'envoyer, d'introduire ou de distribuer ces informations ou une copie de celles-ci aux Etats-Unis ou de les remettre à une personne US (au sens de la Regulation S de l'US Securities Act de 1933, dans sa version amendée). La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit du CS est interdite. Le capital de placement en obligations peut diminuer en fonction du prix de vente, du cours de bourse ou des fluctuations des montants de remboursement. Il faut donc faire preuve de prudence face à de tels instruments de placement. Les actions sont soumises aux lois du marché et donc sujettes à des fluctuations de valeur qui ne sont pas complètement prévisibles. Les principaux risques associés aux placements immobiliers incluent la liquidité limitée du marché immobilier, l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires, l'évaluation subjective des immeubles, les risques intrinsèques liés à la construction d'immeubles et les risques environnementaux (p. ex. terrains contaminés). Les placements dans des matières premières ainsi que les dérivés ou les indices de matières premières sont soumis à des risques particuliers et à une forte volatilité. La performance de tels placements dépend de facteurs non prévisibles tels que les catastrophes naturelles, les influences climatiques, les capacités de transport, les troubles politiques, les fluctuations saisonnières et les influences importantes du renouvellement (rolling forward), notamment pour les futures et les indices. Les placements dans les marchés émergents impliquent généralement des risques élevés tels que les risques politiques, les risques économiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques d'illiquidité, les risques juridiques, les risques de règlement et les risques de marché. Les marchés émergents sont situés dans des pays qui répondent à une ou plusieurs des caractéristiques suivantes: une certaine instabilité politique, une relative imprévisibilité des marchés financiers et de la croissance économique, un marché financier encore en phase de développement ou une économie faible. Les indices sous-jacents sont des marques déposées et ont fait l'objet d'une concession de licence en vue de leur utilisation. Les indices sont compilés et calculés exclusivement par les donneurs de licence, qui ne peuvent être tenus pour responsables en ce qui concerne leurs prestations. Les produits basés sur ces indices ne sont aucunement sponsorisés, approuvés, vendus ou promus par les donneurs de licence.

Suisse: A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce document est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers.

Autriche: Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne.

Allemagne: Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»).

Informations importantes pour les investisseurs en Allemagne: les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du CS au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire.

Copyright © 2022 Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.