

GUERRE – INFLATION – DOLLAR : QUAND L'ÉCONOMIE MONDIALE DANSE SUR UN VOLCAN

A quelques encablures du premier anniversaire du déclenchement de la guerre en Ukraine, il est suggéré de dresser un bilan économique de cette phase nouvelle de la mondialisation. Si la pandémie et la forte reprise économique ont lourdement perturbé les pays, les effets en cascade du conflit russo-ukrainien ont manifestement des répercussions bien plus graves, au point non seulement de rendre toute prévision caduque dès l'instant où elle est publiée, mais surtout de conduire l'économie mondiale au bord d'une crise qui sera inévitablement économique, mais aussi financière. L'état présent de l'économie mondiale agit par ailleurs comme un révélateur de puissants rapports de force entre les blocs nationaux.

La pandémie et la guerre en Ukraine ont restauré une inflation que l'on croyait définitivement maîtrisée du fait de l'action des Banques Centrales durant de longues années, et dont les signes annonciateurs au moment de la reprise économique de 2021 ont été considérés comme transitoires. En réalité, par la hausse des prix des matières premières agricoles et non agricoles – singulièrement le pétrole et le gaz – le conflit russo-ukrainien a déclenché une dynamique de hausse des prix dont on ignore à la fois sur quel laps de temps elle va s'étaler, et l'ampleur qu'elle prendra. Pour l'heure, l'inflation est bel et bien là, et elle a été mise sous la surveillance des Banques Centrales, dont la mission, inlassablement répétée par les Gouverneurs et autres directeurs de ces institutions, est de garantir la stabilité des prix. Elle a pour source première l'envolée des prix de l'énergie, indissociable du conflit en Ukraine, étant donné le poids que représente la Russie sur le marché des produits énergétiques. L'impact de la fermeté des prix agricoles et alimentaires constitue une seconde cause de l'inflation.

Toutes les économies de par le monde sont touchées à des degrés divers par l'inflation, tant par ses répercussions sur les politiques monétaires adoptées par les Banques Centrales, que par les mouvements de parités monétaires entre le dollar et les autres devises qui accentuent ce phénomène inflationniste lorsque les devises se déprécient ou s'apprécient.

Le retour de l'inflation

Les économistes étaient habitués dans le passé à débattre sur la nature de l'inflation. Pour un large courant majoritaire, qualifié de monétariste – dont le chef de file fut le Prix Nobel d'économie Milton Friedman (1912-2006) – l'inflation est un phénomène monétaire. Plus la masse monétaire en circulation est élevée, plus les prix s'inscrivent sur une trajectoire haussière. C'est pourquoi, durant longtemps, la politique monétaire était centrée sur un levier principal, la surveillance de cette masse monétaire, consistant à fixer des objectifs quantitatifs d'émission de monnaie. Pour contenir les pressions inflationnistes, le taux de croissance de la masse monétaire devait être constant.

Avec le retour de l'inflation, cette interprétation est redevenue séduisante, en raison notamment de la faiblesse des taux d'intérêt qui aurait favorisé l'abondance de liquidités. Face au retour de la hausse des prix, engendré par des politiques monétaires bien trop accommodantes, il est suggéré de procéder à une remontée des taux d'intérêt. C'est ce à quoi procèdent les Banques Centrales. L'inflation de 2021-2022 ne peut toutefois être appréhendée comme un phénomène monétaire. Elle relève plus sûrement de changements structurels qui affectent depuis la fin de l'année 2020 l'économie mondiale.

D'abord par les perturbations lourdes des chaînes de valeur que la pandémie a ouvertes. Plusieurs régions économiques, à l'instar de l'Union européenne, ont pris la pleine mesure de leur dépendance envers certains produits (masques, matériel médical, composants électroniques, protéines végétales...). Lors des phases aiguës de la pandémie, puis au moment de la reprise

plus ou moins simultanée de la croissance, l'insuffisance de l'offre a contribué à placer les prix sur un trend haussier. Dans l'UE, après des décennies de désindustrialisation plus ou moins prononcée, d'affaissement des dépenses de R-D, les systèmes productifs nationaux se sont montrés incapables de répondre aux demandes qui leur étaient adressées. Il est nécessaire d'indiquer que l'inflation est d'autant plus nourrie qu'elle résulte directement du vaste processus de décarbonation des économies, lequel requiert des matériaux plus chers et des composants incorporés dans les batteries électriques par exemple. Le cas du prix du cuivre, matière première à usage industriel, est de ce point de vue emblématique. A ce titre, on peut considérer que l'inflation actuelle est une première crise de transition vers un nouveau modèle de production (figure 1).

Graphique 1 : Prix du cuivre (en dollars/tonne)



Les plans de relance adoptés par l'UE et par certains Etats membres pour juguler la récession ont grandement contribué à cette hausse de la demande, amplifiant les pressions inflationnistes dans l'ensemble des pays de l'UE, avec des contrastes importants. Aux Etats-Unis, l'inflation est bien plus élevée qu'en Europe. La situation de quasi plein emploi ainsi que l'ampleur des plans de relance adoptés pour relancer une économie durement touchée par la pandémie. Ces plans de relance, qui ont concerné les entreprises comme les ménages, sont également à l'origine d'un creusement du déficit commercial extérieur, qui avoisine désormais les 1 000 milliards de dollars.

La guerre en Ukraine a eu pour principale conséquence de créer une nouvelle vague de renchérissement des prix des produits énergétiques et agricoles, la première ayant été enclenchée dès la fin de l'année 2020. Les choix stratégiques antérieurs établis par l'UE en matière d'approvisionnements énergétiques ont en effet conduit la plupart des Etats membres à se placer sous la dépendance de la Russie en gaz et dans une moindre mesure en pétrole. Aux effets de prix, s'ajoute en cette fin d'année 2022, un rationnement des quantités, obligeant l'UE à se tourner vers des pays exportateurs de gaz comme la Norvège ou l'Algérie, lesquels fixent des prix qui leur sont favorables. La décision de l'OPEP+ en octobre, de réduire l'offre de pétrole de 2 millions de baril/jour, est de nature à alourdir l'inflation.

Concrètement, le prix de l'énergie pour les ménages dans l'UE a augmenté de 40 % sur une année, tandis que pour les entreprises, la hausse est de 120 % selon les données Eurostat. Il en découle que tant sur le pouvoir d'achat des ménages que sur les marges bénéficiaires des entreprises, donc à terme, sur la production, l'amointrissement devrait être de l'ordre de 0,7 % et de 1 % en rythme annuel (troisième trimestre 2022/troisième trimestre 2023)¹. En matière agricole, si, là aussi, les prix étaient situés sur une trajectoire haussière depuis la fin du second semestre 2020, pour les raisons évoquées ci-dessus, les tensions se sont exacerbées avec les effets de la guerre en Ukraine. Les niveaux désormais atteints dépassent parfois ceux des années 2008-2012, pourtant qualifiés d'exceptionnellement hauts (Graphique 2). C'est pourquoi les inquiétudes en termes de sécurité alimentaire mondiale se sont vite manifestées, et elles pourraient être résumées au travers de la déclaration du Secrétaire Général de l'ONU, Antonio Guterres, selon laquelle le monde s'expose à des « ouragans de famines ». Au-delà du choc verbal, destiné à marquer les esprits, il est clairement établi que pour les nations qui dépendent du reste du monde pour se nourrir, le coût des importations de céréales frôle le seuil du prohibitif (Graphique 3).

Pour rester sur le registre de l'agriculture, les perspectives 2023 ne sont pas des plus réjouissantes. Car du côté de l'offre mondiale, deux dimensions sont à mettre en relief. D'abord le coût des intrants (engrais, pesticides et aliment pour le bétail) pour les agriculteurs. Tant que le prix se situe au-dessus des charges, la couverture de ces dernières est assurée, offrant des perspectives de rentabilité aux producteurs. Si l'effet ciseau venait à placer les prix sous les coûts des intrants, les décisions de mise en culture pourraient être réexaminées. Ensuite, la question du rationnement des volumes d'engrais, dont la Russie est, avec la Chine, l'un des grands fournisseurs mondiaux, peut altérer les décisions de mises en cultures. L'évolution du prix du gaz a conduit les industriels fabricant des engrais à diminuer les livraisons depuis le début de la guerre. Ils ont en effet reculé de - 15,7 %. Globalement, la hausse du prix des intrants se situe à + 27,8 %, en dépit de la baisse observée au mois d'août. Ce sont les postes énergies et lubrifiants, ainsi que les engrais et amendements qui tirent vers le haut l'alourdissement des charges, respectivement + 49 % et + 95,3 % (Graphique 4).

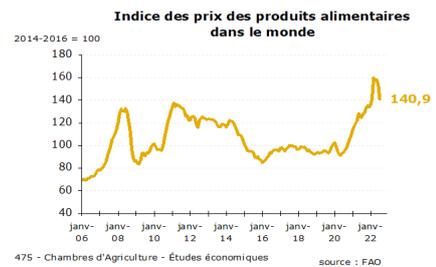
Par ailleurs, en France, ce sont les industries agroalimentaires qui, en raison de leur forte exposition aux approvisionnements en gaz, courent le risque d'un repli significatif de leur production, engendrant des pénuries partielles ou fortes de certains produits, et conduisant à l'arrivée à une contribution à la contraction de la croissance du PIB (les prévisions françaises comme celles émanant du FMI sont constamment révisées à la baisse, allant jusqu'à évoquer un risque de récession, graphique 5). Les firmes agroalimentaires italiennes sont manifestement dans une configuration similaire, alors que, en Allemagne, c'est davantage l'industrie chimique qui est durement affectée par les difficultés d'approvisionnements en gaz. Il y a bien alors des leviers à identifier et à appliquer pour contenir cette phase difficile pour les producteurs, en particulier du côté des soutiens publics. On sait que l'UE peine à s'unir dans ce domaine de l'énergie, notamment sur la question du plafonnement du prix du gaz. En France, le Plan du gouvernement prévoit des rabais sur les prix de l'énergie - de l'ordre de 10 à 15% - pour les petites et moyennes entreprises. Cumuler au soutien accordé aux ménages dans le cadre du bouclier énergétique, le budget de l'Etat risque d'être fortement secoué dans les mois à venir. Avec la crise énergétique, serait-on revenu au temps du « quoi qu'il en coûte » ?

¹Cf. Patrick Artus (2022), « Les effets sur la croissance de l'Europe de la hausse du prix de l'énergie », *Flash économie*, Natixis, numéro 702, 10 octobre.

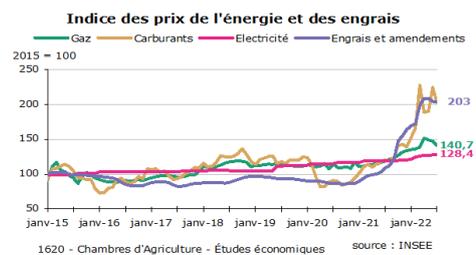
Graphique 2 : Prix du blé tendre rendu Rouen



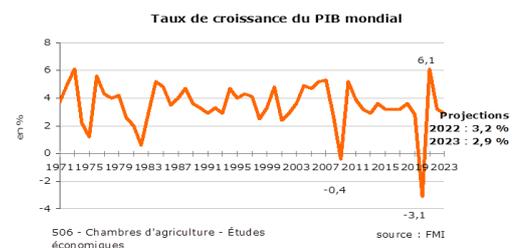
Graphique 3 : Indice des prix des produits alimentaires dans le monde



Graphique 4 : Indice des prix de l'énergie et des engrais



Graphique 5 : Taux de croissance du PIB mondial



Des monnaies affaiblies face au dollar

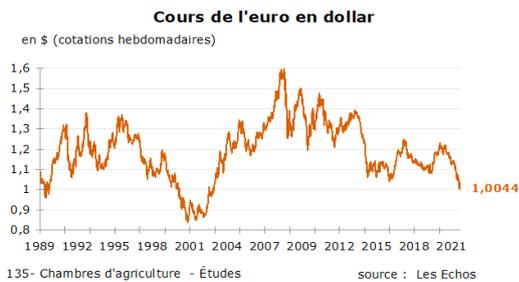
Le basculement du centre de gravité de l'économie mondiale vers un bloc non occidental, centré sur l'Asie et spécifiquement sur la Chine, ne se fait toutefois pas aussi aisément. Des lignes de résistance sont affichées par la puissance déclinante que sont les Etats-Unis. L'une des manifestations de cette résistance américaine réside dans la monnaie. Le dollar demeure une devise de facturation et de réserve, même si sa part a diminué depuis deux décennies. Le rebond de l'inflation a conduit la Reserve Federal (FED) à procéder à une hausse par paliers, de son taux directeur, lequel a engendré un différentiel de taux favorable aux Etats-Unis, vers lesquels les acteurs financiers, toujours en mal d'une meilleure rémunération de leurs actifs, ont placé leurs fonds. Les achats de titres américains nécessitent de se procurer du dollar, ce qui entraîne une demande de billets verts et conduit à son appréciation. Depuis janvier 2022, donc avant le déclenchement de la guerre, le dollar s'est apprécié de 15% face à l'Euro (Graphique 6), et de

23% face au Yen.

Ces flux de capitaux vers les Etats-Unis fragilisent évidemment les économies qui ont pourtant besoin de ces placements pour soutenir leur économie. De l'Asie vers l'Amérique Latine en passant par l'Afrique et l'Europe Centrale et Orientale, les réactions des Banques Centrales convergent vers des interventions pour limiter la dépréciation de leurs devises. Car ces déviassages des parités monétaires ont pour effet d'alourdir le coût des importations d'énergie et de produits miniers ou agricoles. Des pays comme l'Egypte, premier importateur mondial de blé avec 11 à 12 millions de tonnes importées – essentiellement de la Mer Noire – en moyenne par an, sont en graves difficultés. Avec 102 millions d'habitants, dont un tiers vit sous le seuil de pauvreté, et une consommation moyenne de pain se situant dans une fourchette de 150 à 180 kg par habitant, l'Etat subventionne depuis de nombreuses années le pain en soutien aux deux tiers restants de la population. Déjà structurellement endettée, l'Egypte est contrainte de faire appel à l'Arabie Saoudite pour obtenir des moyens financiers complémentaires et maintenir ainsi sa politique de subventions. Le risque est en effet élevé, en cas de renchérissement du prix du pain, que se reproduise le soulèvement populaire de 2011, dans le cadre de ce que l'on a appelé les Printemps arabes. Pour la plupart des pays, la hausse du dollar amplifie le coût de la facture énergétique, du fait de leur grande dépendance au pétrole, et parce que le baril est facturé en dollar.



Graphique 6 : Cours de l'euro en dollar



Les interventions des Banques Centrales pour ralentir ou contenir la chute des monnaies, prennent essentiellement la forme d'interventions massives sur le marché des changes, en puisant dans leurs réserves de devises². En découle un assèchement de ces réserves, L'exemple de l'Inde, qui importe 80% de ses besoins en énergie, est intéressant. La Banque Centrale indienne a injecté au mois de mars dernier 20 milliards de dollars sur le marché afin de soutenir sa devise, le roupie. Cette première injection a été suivie d'une seconde en juillet, pour 19 milliards. Sur une année, les réserves de change de la Banque Centrale indienne ont diminué de 100 milliards de dollars, et se situent désormais aux alentours de 535 milliards, niveau le plus bas depuis 2020. D'autres pays, à l'instar de l'Argentine, une économie déjà en crise profonde, envisagent de dévaluer leur monnaie. Les interventions des grands argentiers revêtent un triple enjeu. D'abord, comme cela vient d'être dit, défendre la devise nationale pour atténuer les impacts d'une compétitivité-prix dégradée, spécifiquement pour les produits énergétiques et alimentaires. Ensuite, garantir la crédibilité de l'Institution monétaire, indissociable d'une lutte contre les sorties de capitaux. Enfin, tenter de contenir l'alourdissement de l'endettement national, dans la mesure où les emprunts contractés l'ont été en dollars. Un objectif difficile à atteindre, certains pays étant

déjà en défaut de paiement, comme le Sri Lanka ou la Namibie.

La guerre partout

La situation de tensions qui règne sur les marchés des devises atteste une fois de plus de la puissance du dollar dans le monde. On peut prendre l'exemple des importations françaises pour illustrer l'impact significatif de l'appréciation du billet vert depuis le début de l'année. D'après les douanes françaises, 57% des importations sont facturées en dollars, chiffre à rattracher au fait que les produits américains entrent pour 16% dans les importations françaises au titre des pays tiers (hors-UE à 27). Etant donné la proportion des produits importés qui sont libellés en dollars, la transmission des variations du taux de change Euro/dollar sur le prix des importations apparaît très forte. Il est possible de mesurer ce degré de transmission par l'évolution, entre septembre 2021 et le mois d'août 2022, de la balance commerciale française. Le déficit commercial, structurel depuis la fin des années 1990, a atteint sur cette période, – 140 milliards d'€ (sur l'ensemble de l'année 2021, le solde déficitaire s'est fixé à – 85 milliards d'€, en données FAB/FAB, source Douanes françaises). Dans cet agrégat, indiquons que le secteur agricole et alimentaire avait dégagé l'an dernier un excédent de 8,2 milliards d'€. En cumul sur les huit mois de l'année 2022, l'excédent est de + 6,8 milliards³.

L'exemple de la France suggère de se pencher sur cet attribut de la puissance dont sont dotés les Etats-Unis, depuis que les Accords de Bretton Woods signés en 1944 sont entrés en application, et ce, en dépit du déclin relatif de l'économie américaine sur la scène économique internationale (Graphique 7). L'explication réside d'une part dans le maniement du taux d'intérêt par la Banque Centrale (l'emprunt d'Etat se situe sur une dynamique haussière depuis le début de l'année 2022, et s'est fixé à la fin du mois d'octobre à +4,2%). Un maniement souvent approprié aux besoins de l'économie américaine, comme l'indique cet autre épisode monétaire entre 1979 et 1985, où le taux d'intérêt avait flambé et a eu comme conséquence un afflux de dollars aux Etats-Unis, propulsant le taux de change à des niveaux rarement atteints, mais qui avait porter préjudice aux exportateurs américains de produits agricoles et alimentaires, et conduit à l'ouverture du cycle de l'Uruguay en 1986 dans le cadre du GATT, devenu OMC en 1995 (Graphique 8), le chiffre de l'excédent agroalimentaire américain a retrouvé en 2021 une meilleure orientation, puisqu'il s'est fixé à + 9 milliards). Mais l'année 2022 ne sera pas aussi favorable pour le commerce extérieur agroalimentaire des Etats-Unis ; L'USDA, dans son Outlook for US Agriculture Trade de novembre 2022, prévoit en effet un net repli de l'excédent, à + 2,4 milliards de dollars, et un retour du déficit en 2023 à – 3, 5.

Il a trait d'autre part au fait que l'économie américaine continue d'innover, incitant les détenteurs d'actifs financiers à privilégier les entreprises américaines de l'innovation, les GAFA notamment, au détriment de celles du reste du monde. Dit autrement, le dynamisme des entreprises américaines, mesuré au travers des dépenses de R-D (3,5% du PIB contre seulement 2,4% dans l'UE, selon les données Eurostat). De plus, les Etats-Unis ne sont pas, à l'instar de l'UE, exposés à des ruptures d'approvisionnements énergétiques, puisqu'ils sont

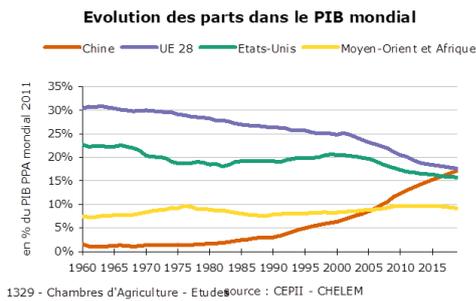
²Pour mémoire, les transactions sur les marchés des devises s'élèvent en moyenne à 7 000 milliards de dollars par jour. Quant aux réserves de change mondiales, elles sont de l'ordre de 13 000 milliards de dollars. Les transactions entre les devises représentent donc un peu moins de la moitié du total des réserves détenues par les Institutions monétaires. Les tensions sur ces parités monétaires affectent toutes les monnaies, y compris la Livre Sterling, qui a atteint l'un de ses niveaux les plus bas, obligeant la Banque Centrale à intervenir pour soutenir la Livre.

³Pour davantage de détails, lire Antoine Berthou et Julia Schmidt (2022), « La transmission des variations du taux de change au prix des importations en France : le rôle des monnaies de facturation », Bulletin de la Banque de France, Recherche économique, numéro 242/6, septembre-octobre, p. 1-8. Sur le dollar comme monnaie véhiculaire, consulter Michel Aglietta et Virginie Coudert (2014), Le dollar et le système monétaire international, éditions La Découverte, coll. « Repères ». Egalement, Jacques Mistral (2014), Guerre et paix entre les monnaies, éditions Fayard.

parmi les premières nations à produire et à exporter du gaz et du pétrole.

Ces évolutions économiques et monétaires récentes montrent que, parallèlement à la guerre en Ukraine, se joue une guerre des monnaies, elle-même contiguë à la guerre agricole⁴. La stratégie de la FED, menée de concert avec le Trésor, est d'attirer les capitaux disponibles partout dans le monde, pour détenir des liquidités et financer les déficits budgétaires et commerciaux qui caractérisent le pays, et certains investissements des entreprises, voire pour créer des entreprises sur le territoire américain. D'où la légitimité de la question relative au caractère indétronable du dollar, à sa dimension de valeur refuge, et pour combien de temps encore ? Mais que signifie détenir une monnaie robuste, dans un monde économique et géopolitique qui est depuis plusieurs années instable, rempli de risques ?

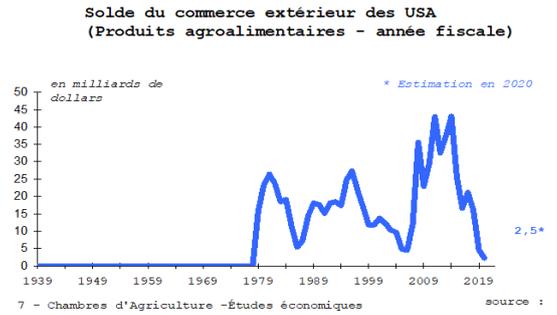
Graphique 7 : Evolution des parts dans le PIB mondial



Les tensions inhérentes aux marchés des devises tiennent aussi à l'ambition de Washington de ralentir le déclin de l'économie fédérale. Car, indéniablement, comme le montre le graphique 6, ce déclin est irréfutable et a été en particulier amorcé dès l'entrée de la Chine à l'OMC en 2001. L'imminence d'un dépassement durable des Etats-Unis par la Chine constitue une perspective intolérable pour Washington, quel que soit la couleur politique du Président en place. C'est pourquoi les Etats-Unis usent de toutes les armes dont ils disposent pour ralentir ce processus, en affaiblissant ses adversaires pour persévérer dans leur être de puissance dominante. Le taux de change du dollar appartient à cette catégorie d'armes, apte à exporter l'inflation vers le reste du monde et vers l'UE en particulier, et à déstabiliser et affaiblir les adversaires ou concurrents des Etats-Unis. Il reste à mesurer les répercussions de cette appréciation du dollar sur l'appareil exportateur américain. Ne disposant pas encore des données sur l'ensemble de l'année 2022 (le déficit sur la période janvier-août 2022 s'est fixé à - 831 milliards), indiquons quand même que, en 2021, la balance commerciale des marchandises affichait un déficit de - 1 090 milliards de dollars, déficit ramené à - 845 si l'on tient compte de la balance des services.

⁴Cf. Thierry Pouch et Marine Raffray (2022), « L'agriculture par temps de guerre », *L'économie politique*, numéro 94, p. 84-95.

Graphique 8 : Solde du commerce extérieur des USA (Produits agroalimentaires - année fiscale)



Dans un contexte de fin de cycle hégémonique pour les Etats-Unis, il est légitime de se demander si ce sursaut du dollar, pouvant assurément s'inscrire dans la durée, n'est pas en réalité un chant du cygne, annonciateur d'une accentuation du déclin économique des Etats-Unis ? Quand on dit que le monde de demain n'est pas encore tout à fait arrivé à maturité pour s'imposer et se substituer au monde d'hier, il doit bien y avoir une part de vérité. La belle résistance affichée par le dollar, toujours en état de suprématie sur les autres monnaies, forme une preuve de la vivacité du monde d'hier, puisque l'avènement du dollar comme devise de référence remonte à 1944. Washington sait pourtant qu'il y a des velléités de contrebalancer cette prépondérance du dollar en préparant les conditions de son remplacement. Il suffit pour cela de regarder ce qui se déroule du côté de l'Empire du Milieu. L'histoire du système monétaire international est loin d'être terminée.

Thierry Pouch

thierry.pouch@apca.chambagri.fr

Chambres d'agriculture France

9 avenue George V — 75 008 Paris

Tél : 01 53 57 10 10

E-mail : accueil@apca.chambagri.fr

Siret : 18007004700014

www.chambres-agriculture.fr



REPUBLIQUE FRANCAISE

Avec la participation du CasDAR

Directeur de la publication : Thierry Pouch

Mise en page : Odile Martin-Lefèvre



Avec la contribution financière du compte d'affectation spéciale développement agricole et rural CASDAR

MINISTÈRE DE L'AGRICULTURE ET DE L'ALIMENTATION

Liberté Équité Fraternité