

THÉMATIQUE



Jean-Baptiste BERTHON
Senior Cross-Asset Strategist,
Amundi Institute

Les stocks reconstitués et les efforts de solidarité de l'UE laissent penser qu'un rationnement strict ne sera pas nécessaire. Toutefois, il n'existe pas de solution miracle pour compenser rapidement la perte des approvisionnements russes

Fausse impression de sécurité avec la baisse des prix de l'énergie

Les prix du gaz ont chuté depuis leur pic estival, soutenus par l'abondance des stocks et par les mesures d'urgence prises par l'UE. Les tensions à court terme se sont estompées, mais l'offre et la demande restent tendues à plus long terme, ce qui exige une prime de risque plus élevée. À mesure que la Russie perd de son influence, l'élasticité de la demande et les conditions météorologiques pourraient devenir les nouveaux déterminants du gaz.

Réduction des tensions à court terme, mais persistance du risque sur l'offre et la demande à long terme

La destruction de la demande, les importations de gaz naturel liquéfié (GNL) et les conditions météorologiques clémentes ont facilité la reconstitution des stocks de l'UE.

Les prix du gaz ont chuté de 70 % par rapport à leur pic estival en raison de plusieurs facteurs :

- Les importations de GNL ont explosé, notamment depuis les États-Unis, la Norvège et le Royaume-Uni.
- La destruction de la demande face aux prix élevés s'est intensifiée, notamment pour l'industrie, qui représente 40 % de la demande de gaz de l'UE. La consommation de gaz industriel a chuté de plus de 25 %, notamment dans les secteurs les plus sensibles au gaz comme la fabrication de

métaux, la chimie, la transformation des aliments ou les machines.

- La demande de gaz de la Chine s'est ralentie, en raison des performances économiques décevantes du pays, libérant ainsi certains volumes pour l'Europe.
- Enfin, les conditions météorologiques douces en Europe, ainsi que les prévisions de température encourageantes pour novembre, ont contribué à réduire la demande de chauffage.

Les pays de l'UE ont désormais rempli 93 % de leurs capacités de stockage, ce qui constitue un exploit remarquable compte tenu du faible niveau de départ au printemps 2022, à 26 % contre une moyenne saisonnière de 35 %.

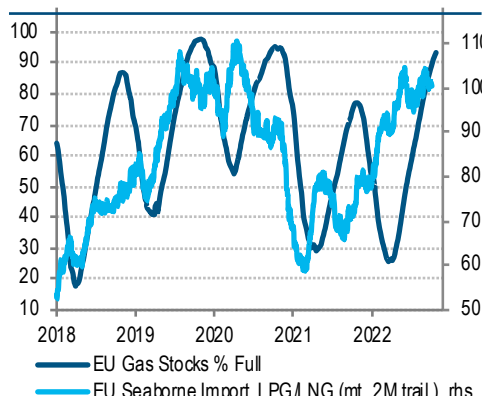
L'explosion de la facture énergétique contribue à réduire les différences entre pays de l'UE

L'Union européenne dépense actuellement 30 à 40 milliards d'euros supplémentaires par mois pour sa facture énergétique, soit un montant annualisé de 3 % du PIB. Mais, si ce coût semble insoutenable, il permet de combler les différences entre les pays de l'UE. Le 21 octobre, l'UE a franchi deux lignes rouges. Premièrement, **les pays membres se sont mis d'accord sur le principe d'un « corridor de prix dynamique » pour plafonner les prix du gaz.** L'Allemagne

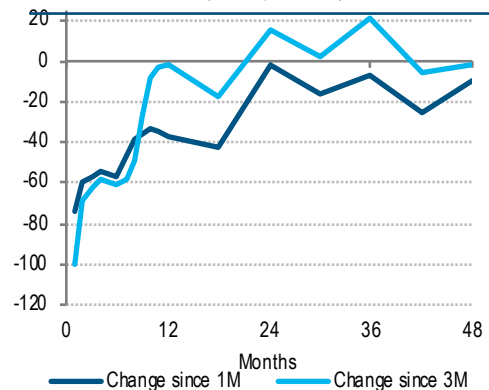
a surmonté ses réticences. Et, malgré sa capacité à surenchérir par rapport aux autres pays de l'UE et ses réserves financières suffisantes pour atténuer l'impact de la hausse vertigineuse des factures d'énergie grâce à des subventions, elle a accepté de céder une partie de son pouvoir d'achat et de sa marge de manœuvre.

Ce corridor permettrait de négocier les prix du gaz dans une fourchette flexible, inférieure à ce que paient actuellement les importateurs

1/Capacités de stockage terrestres et flottantes saturées



2/Déformation de la courbe des futures TTF (en €/MWh)



THÉMATIQUE

L'influence de la Russie sur les marchés du gaz est en train de s'estomper. L'inélasticité relative de l'offre met la demande sur le devant de la scène

de l'UE, mais légèrement supérieure à ce que paient les importateurs outre-mer, afin d'offrir des primes compétitives et de réduire les risques d'approvisionnement. Il s'appliquerait à l'ensemble des pays de l'UE afin de minimiser la concurrence intérieure. Pour que ce mécanisme soit efficace, l'UE devra coordonner la distribution du gaz entre les pays, ce qui pourrait constituer une source de litiges. À cet égard, tirer parti du pouvoir d'achat commun de l'UE pour acheter du gaz pourrait faire partie de la solution. On notera qu'un tel plafonnement des prix devra en outre empêcher de stimuler la demande en offrant aux consommateurs des prix artificiellement bas.

L'UE envisage également le lancement d'un nouvel indice de référence du gaz, en remplacement du TTF néerlandais et destiné à refléter la part croissante du GNL dans ses importations. Avec l'assèchement des flux de gaz russe, la regazéification du

La dynamique offre/demande sous pression au-delà de l'hiver

Les principaux déterminants du gaz devraient évoluer en 2023. Pourtant, en l'absence de solution de remplacement rapide des volumes russes, le stress perdurera un certain temps. En 2023, les importations de GNL devraient augmenter modestement, de 5 milliards de mètres cubes (mmc). Cette hausse ne changera pas la donne. L'augmentation relative de la prime de l'UE et les nouveaux partenariats compenseront la baisse de la production norvégienne. En revanche, les importations de GNL seront plafonnées par la lenteur du développement des infrastructures de regazéification.

Les insuffisances énergétiques devraient également être moins marquées l'année prochaine. Les réacteurs nucléaires français seront, en principe, à nouveau opérationnels d'ici là, de même que l'unité américaine de Freeport, une plaque tournante essentielle pour l'exportation de GNL vers l'UE. Si la sécheresse de 2022 ne se répète pas, la production d'énergie hydraulique pourrait se normaliser. En revanche, la montée en puissance des autres énergies renouvelables nécessitera plusieurs années, en commençant

Les marchés du gaz valorisent la perfection

Les contrats à terme dont l'échéance est proche signalent une baisse du stress à court terme, mais pas la fin de la crise énergétique. La chute des prix du gaz résulte principalement du niveau plus élevé que prévu des stocks de gaz de l'UE. Les capacités de stockage de GNL, tant terrestres que flottantes, sont proches de leur pleine capacité et les unités de regazéification du GNL sont saturées.

GNL néerlandais a saturé, tandis que les capacités de gaz de réserve disponibles ont fondu. De ce fait, l'indice TTF s'est décorrélé des autres indices de GNL, devenant très volatil ce qui a rendu sa couverture plus coûteuse et a encouragé la recherche de références alternatives. Toutefois, la création d'un indice de référence liquide et fiable, reflétant à la fois la dynamique de l'offre et de la demande et l'infrastructure gazière limitée de l'UE, sera un défi.

Bien qu'il vise à réduire les niveaux et la volatilité des prix du gaz, le mécanisme de plafonnement des prix devra simultanément prendre en compte la sécurité des approvisionnements et l'impact sur la demande. L'achat commun de gaz et la création d'un nouvel indice gazier pourraient contribuer à cet objectif malgré les nombreuses difficultés. La crise énergétique pourrait se révéler être un bon test de la solidarité européenne.

par l'éolien puis en passant à la production solaire. Les énergies renouvelables pourraient ajouter 3 milliards de m³ en 2023. Mais ces ajouts seront contrebalancés par l'arrêt presque total des flux russes. Les subventions et les plafonds de prix de l'UE pourraient également décourager les économies d'énergie et la destruction de la demande. La demande en provenance de Chine pourrait augmenter, ce qui relancerait la concurrence entre l'UE et l'Asie pour le gaz. Enfin, rien n'indique que les autorités néerlandaises envisagent de relancer le champ de Groningue et nous ne nous attendons pas à ce que l'UE commence à pomper ses vastes réserves souterraines de gaz de schiste.

De manière générale, la légère augmentation des importations de GNL et de la production renouvelable, ainsi que la diminution des interruptions de service seront compensées par une réduction totale des flux russes et l'ajustement plus modéré de la demande. L'UE en sortira vulnérable aux surprises météorologiques ou aux dégâts qui pourraient être infligés à ses infrastructures gazières.

L'UE a donc du mal à absorber davantage de volumes, ce qui a plongé les marchés du gaz en situation de report prononcé, le contrat à un mois se négociant plus cher que le contrat à un jour. Si les contrats à terme dont l'échéance est proche ont plongé, les contrats à terme à échéance plus lointaine ont à peine bougé, reflétant une situation toujours tendue pour l'hiver. **Les prix du gaz pourraient également**

THÉMATIQUE

Après leur pic estival, les prix du gaz pourraient désormais sembler complaisants compte tenu de la vulnérabilité des marchés européens de l'énergie

refléter une diminution des tensions sur la liquidité, grâce aux mesures visant à limiter les appels de marge et l'affaiblissement des fonds propres des compagnies de gaz, comme l'assouplissement des exigences de garantie des transactions et plusieurs renflouements. Les *spreads* entre les prix à l'achat et à la vente et la volatilité des prix ont diminué en conséquence.

La forte baisse des prix qui a suivi les mesures d'urgence de l'UE indique que **les marchés ont acquis la conviction que la nécessité obligerait les pays de l'UE à surmonter leurs divergences**. Si nous sommes globalement d'accord, la solidarité de l'UE a encore beaucoup de chemin à faire et les désaccords à venir pourraient être source de volatilité.

En parallèle, **la prime sur les prix du gaz de l'UE par rapport à ceux de l'Asie a disparu**, ce qui témoigne de l'affaiblissement de la concurrence pour le gaz entre ces régions.

La demande est désormais la véritable variable

Après leur pic estival, les prix du gaz pourraient désormais sembler complaisants compte tenu de la vulnérabilité des marchés européens de l'énergie. La perte des volumes russes et la lenteur de la montée en puissance des infrastructures gazières et de la production renouvelable nécessiteront une contraction de la demande bien au-delà de l'hiver, avec une marge limitée pour les imprévus. **Étant donné la variabilité limitée de l'offre, la demande devrait devenir le facteur décisif dans l'équation du gaz.**

L'influence sur les prix de la liquidité des marchés du gaz et de la Russie va baisser. Les principaux déterminants des prix en 2023 devraient être la météo, le niveau des stocks au printemps et l'élasticité de la demande. Les perspectives de récession et de taux auront donc également de plus en plus d'importance.

Pendant ce temps, l'inflation liée à l'énergie restera élevée. En parallèle de la hausse des

Pourtant, les contrats à terme à plus longue échéance donnent une image différente, de même que nos prévisions d'augmentation de la demande chinoise de gaz l'année prochaine.

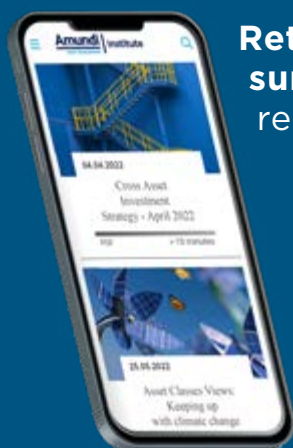
Le coût relatif de la production d'électricité favorise toujours le charbon par rapport au gaz, malgré la baisse des prix du gaz. Ainsi, **les producteurs d'électricité et les entreprises industrielles qui peuvent choisir leur source d'énergie ont-ils toujours intérêt à privilégier le charbon par rapport au gaz.**

Les flux russes restants ne représentent plus qu'une petite fraction de l'approvisionnement de l'UE. L'influence de la Russie sur les marchés européens du gaz est donc en train de s'estomper. **Les prix deviennent donc moins sensibles aux manœuvres de la Russie**, comme le suggère la corrélation décroissante entre l'indice TTF et les actifs sensibles à la guerre en Ukraine.

taux, la destruction de la demande industrielle affectera l'activité manufacturière et créera des perturbations supplémentaires dans les chaînes d'approvisionnement. Pendant que l'UE tentera de mieux calibrer ses subventions, les déficits publics continueront de se creuser. À plus long terme, dans l'UE, la perte des approvisionnements russes empêchera les prix de l'énergie de revenir à leur niveau d'avant, ce qui érodera la compétitivité des entreprises de la région et conduira certaines d'entre elles à transférer leurs activités à l'étranger, du moins jusqu'à ce que l'UE puisse combler l'écart avec les énergies renouvelables et l'augmentation de ses capacités de stockage et de regazéification. Les marchés anticipent que le charbon est en passe de supplanter le gaz comme énergie de dernier recours, déterminante pour établir le prix de l'électricité. Difficile d'en conclure que la crise énergétique touche à sa fin.

Achévé de rédiger le 24 octobre 2022

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 27 octobre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : 4 novembre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1143615555 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - martin Puddy

Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute
MORTIER Vincent, CIO Groupe

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset
DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste, Recherche Cross Asset
DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Contributeur CPR Asset Management

DRUT BASTIEN, Responsable de la Macro Stratégie Thématique

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset
ROSENBERG Anna, Responsable de la Géopolitique
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

PONCET Benoît, Spécialiste communication