

L'inflation en 2021, un point sans cible ?

par [Sabine Le Bayon](#) et [Hervé Péléraux](#)

Depuis janvier 2021, l'inflation a fait un retour remarqué après s'être quasiment fait oublier durant la décennie 2010. Le regain de l'inflation fait suite à l'émergence de la Covid-19 durant l'année 2020 qui a fait basculer l'économie mondiale dans une violente récession au premier semestre 2020. L'écroulement subit de l'activité a imprimé un choc négatif aux prix des matières premières, à savoir ceux de l'énergie et dans une moindre mesure ceux des matières premières alimentaires et industrielles. En 2020, l'inflation d'ensemble a intégré ce contrechoc par le biais de la baisse du prix des importations d'énergie et de produits alimentaires consommés directement par les ménages, créant une situation de prix anormalement bas en comparaison de leur trajectoire de moyen terme.

La forte reprise de l'activité à partir du troisième trimestre 2020 a fait rebondir vivement les prix des matières premières, et finalement l'inflation (tableau 1). Les indices de prix *headline* ont donc entamé entre 2020 et 2021 un rattrapage dont la mesure sur un an est

amplifiée par la base de calcul anormalement basse l'année précédente. Une manière d'éliminer cet effet de base est de considérer la trajectoire des prix en prenant comme base de calcul non pas le niveau des prix de l'année 2020, mais celui de 2019 à la même période de l'année[1]. Ce faisant, le rebond de l'inflation apparaît deux fois moindre, à l'exception de celui des États-Unis.

Tableau 1. Glissement des indices de prix à la consommation

En %

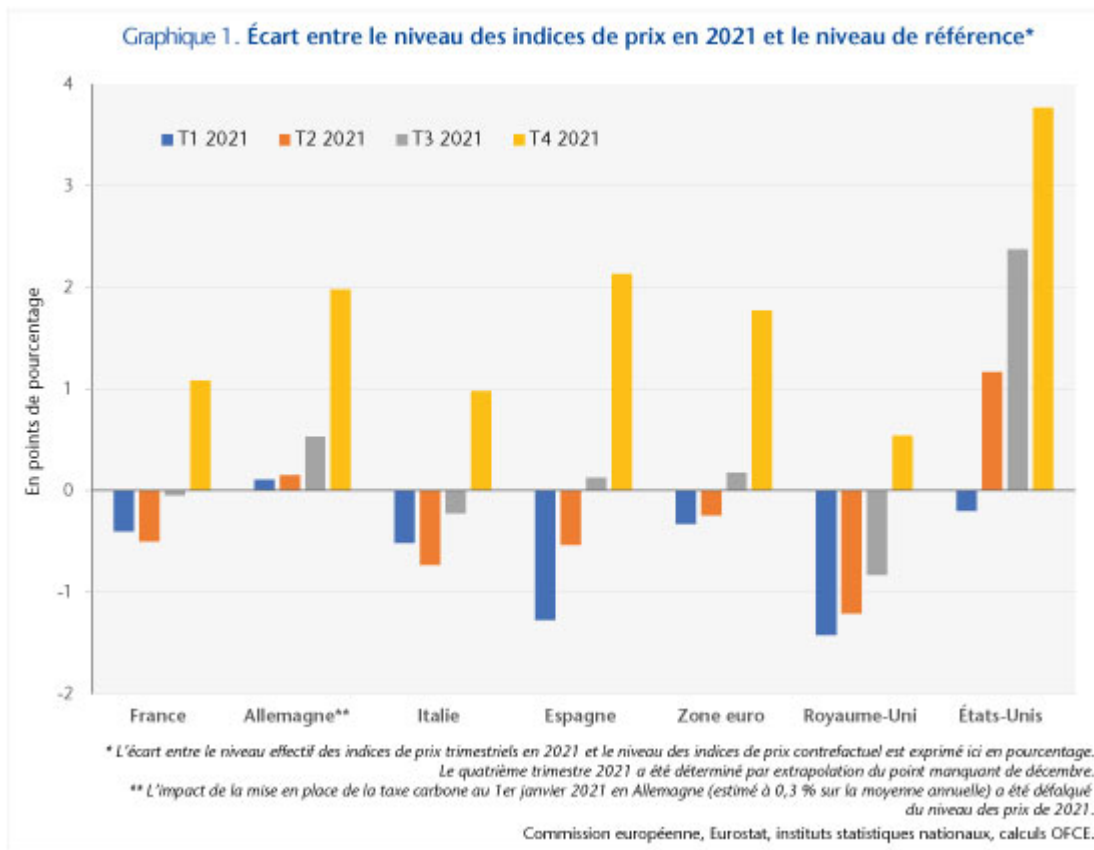
Novembre 2021	IPC 1 sur 1 an	IPC 2 ans (annualisé)
États-Unis	6,8	4,0
Royaume-Uni	4,6	2,3
Allemagne	6,0	2,6
France	3,4	1,8
Italie	4,0	1,8
Espagne	5,6	2,4
Zone euro	4,9	2,3

BLS, Eurostat, ONS, calculs OFCE.

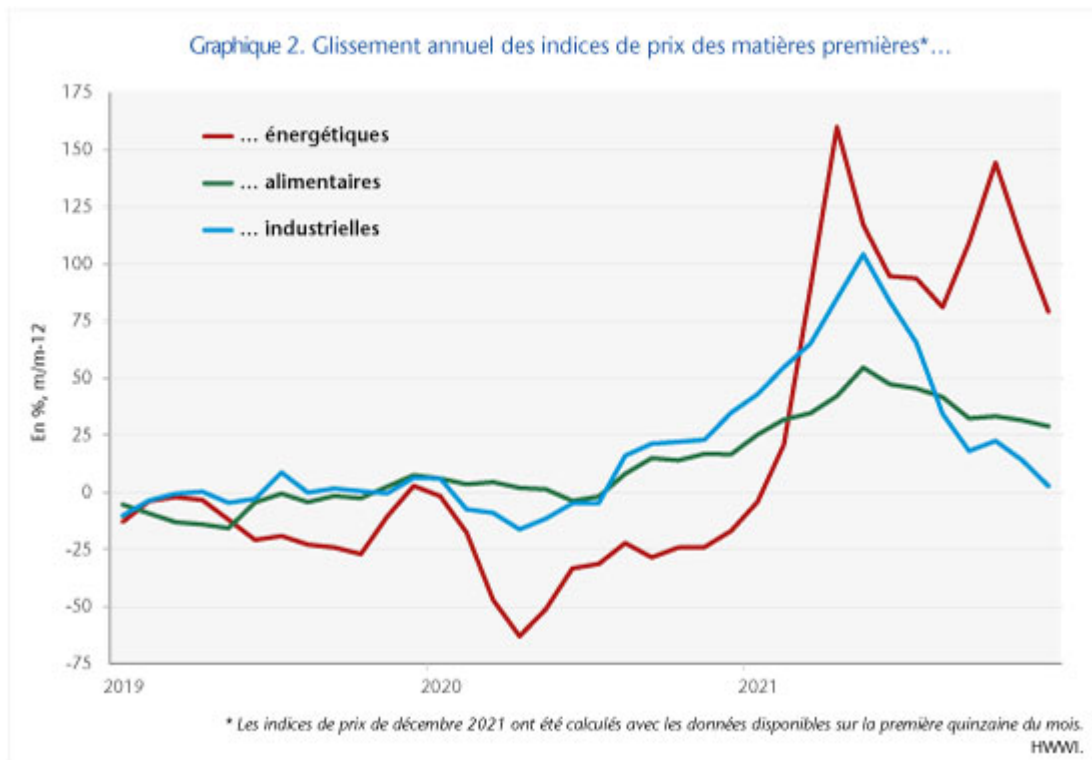
Au-delà du caractère spectaculaire de la reprise de l'inflation en 2021, on peut s'interroger sur la position du niveau des prix par rapport à leur trajectoire de plus long terme dès lors que le rebond de 2021 fait en partie écho au fort ralentissement de ces derniers, l'année précédente. Pour évaluer la situation des pays au regard d'une trajectoire contrefactuelle en 2021, c'est-à-dire une trajectoire qui se serait déroulée en l'absence de pandémie, nous nous sommes appuyés sur les prévisions trimestrielles d'inflation élaborées par la Commission européenne à l'automne 2019, couvrant l'Europe et les pays

anglo-saxons, soit 29 pays. Par définition, ces prévisions n'incorporent pas le « choc Covid », qui s'est déclaré au premier trimestre 2020. Elles peuvent donc être considérées comme une référence pour bâtir une situation contrefactuelle en 2020 et en 2021. Ces prévisions étaient inférieures à 1,5 % par an en 2020 et en 2021 pour les quatre grands pays de la zone euro. Pour les pays anglo-saxons, elles étaient d'environ 2 % chaque année.

En Europe, les prix observés excèdent leurs niveaux de référence hors crise seulement au dernier trimestre 2021 (mesuré sur la base d'octobre et novembre) (graphique 1). Pour la France, l'Italie et l'Espagne, l'accélération des prix tient à un effet rattrapage jusqu'au troisième trimestre 2021. Ce n'est en effet qu'à partir du quatrième trimestre que le contrefactuel est dépassé, dans un contexte où le prix du pétrole est bien supérieur à celui prévu par la Commission européenne à l'automne 2019 (69 dollars en moyenne le baril en 2021, contre 56 prévu). C'est aussi le cas au Royaume-Uni, mais dans une bien moindre mesure. En revanche, en Allemagne, le niveau contrefactuel est dépassé significativement dès le troisième trimestre, une fois l'indice des prix corrigé à la baisse pour neutraliser l'effet de la mise en place d'une taxe carbone début 2021[2]. Enfin aux États-Unis, l'économie est en surchauffe inflationniste depuis plusieurs trimestres[3].



Cette situation inquiète dès lors qu'elle pourrait être vue comme l'indice avant-coureur d'un dérapage de l'inflation. Pourtant des signaux d'apaisement semblent se dessiner au tournant de 2021 et de 2022. Sur les marchés des matières premières dans leur ensemble, les signaux de détente apparaissent, même si certains produits peuvent faire exception. Selon l'Institut de Hambourg (HWWI), les rythmes de hausse des indices de prix de matières premières industrielles et alimentaires ont atteint un pic au printemps 2021 (graphique 2). La trajectoire des prix énergétiques a été plus heurtée : un nouvel accès de fièvre temporaire s'est produit en octobre 2021, avant une nouvelle détente. Exacerbée par la poussée des matières premières, l'inflation devrait donc atteindre un point haut au tournant de 2021 et 2022 dès lors que les rythmes de progression des matières premières ont déjà entamé leur décrue. C'est en tout cas ce que suggère l'analyse que nous avons menée dans un article récent, avec l'apparition de contributions négatives des matières premières importées à l'inflation d'ensemble en 2022 [\[4\]](#).



[1]

Le taux de croissance sur 2 ans a été ramené sur une base annuelle pour pouvoir être comparé au glissement annuel.

[2]

Les prévisions d'inflation élaborées à l'automne 2019 par la Commission européenne n'incorporaient pas cette taxe carbone, ce qui justifie de corriger le niveau des prix de 2021 de l'effet inflationniste de la mesure, évalué à 0,3 point de moyenne annuelle par la Bundesbank ([Monthly Report, juin 2020](#)). D'autre part, Le dispositif de baisse de la TVA mis en place au deuxième semestre 2020 n'affecte pas le niveau des prix en 2021 dès lors que les taux sont revenus à leur niveau normal au 1^{er} janvier 2021. En revanche, dans la seconde moitié de

2021, les glissements annuels sont majorés par l'effet de base induit.

[3]

Voir [E.](#)

[Aurissergues, C. Blot, C. Bozou, « Tensions sur les prix aux États-Unis : quel impact de la politique budgétaire américaine ? », *Blog*](#)

[de l'OFCE, 1^{er} décembre 2021](#) et [« Les États-Unis vers la surchauffe ? », *OFCE Policy Brief*, n° 97, 25 novembre 2021.](#)

[4]

Voir [S. Le](#)

[Bayon et H. Péléraux \(2021\), « Le renouveau de l'inflation », *Revue de l'OFCE, étude spéciale*, 174 \(2021/4\), pp.14-18.](#)

Comment le baril de pétrole peut-il valoir -37 dollars ?

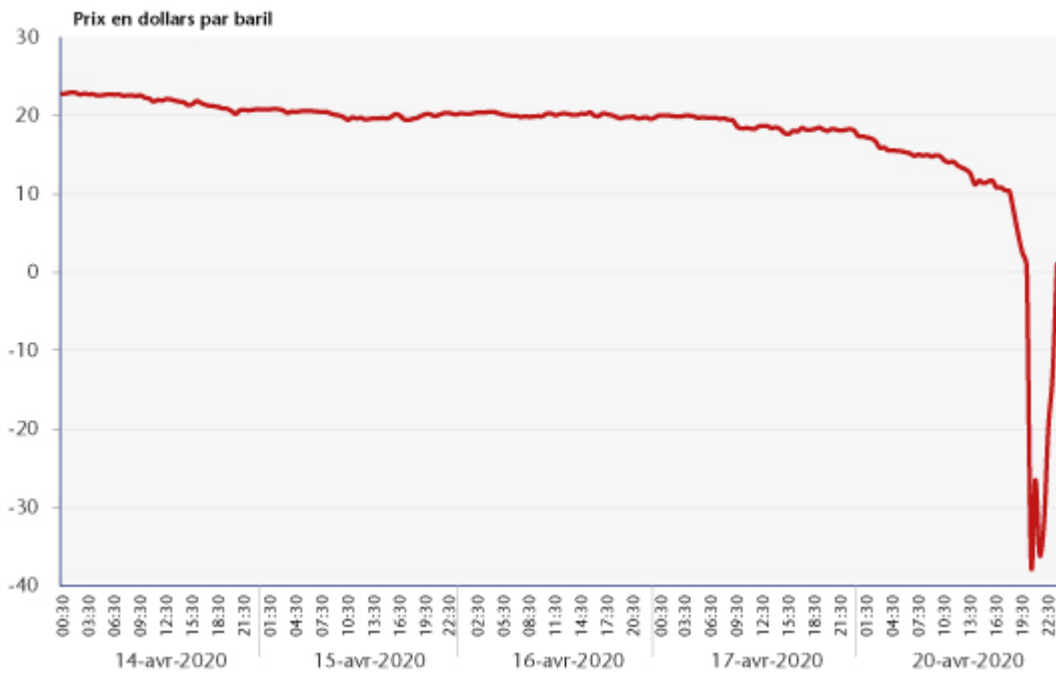
par [Paul Hubert](#)

Dans la journée du lundi 20 avril, le prix du pétrole a affiché un prix de -37,63 dollars le baril avant de clôturer autour de 1 dollar le baril. Dit autrement, l'acheteur d'un tel contrat reçoit 159 litres de pétrole et 37 dollars. Comment expliquer un tel phénomène ? Rappelons d'abord qu'il s'agit du prix d'un contrat à terme pour livraison en mai 2020, c'est-à-

dire que l'acheteur n'acquiert pas immédiatement le baril de pétrole mais s'engage à le recevoir à l'échéance du contrat. Le prix négatif s'explique par le fait que ce baril de pétrole est livré à Cushing, Oklahoma, que les capacités de stockage y sont aujourd'hui saturées, et donc que l'acheteur devra payer ce stockage plus cher ou la réexpédition vers une autre destination. Par ailleurs, le phénomène a été amplifié par l'évolution de trackers indiciels (ETF) qui ont pour vocation de retracer les évolutions du prix du pétrole pour permettre de spéculer sur ses variations.

Le marché mondial du pétrole est organisé autour de deux prix de référence. Aux États-Unis, un marché à terme sur un pétrole appelé WTI – pour West Texas Intermediate – (voir graphique) et un autre marché, celui du Brent (du nom d'un gisement de pétrole de la mer du Nord), coté à Londres. Une caractéristique du marché à terme du WTI est que la livraison se fait à Cushing, en Oklahoma^[1]. Cette ville de 8 000 habitants est le point de convergence de plusieurs grands pipelines et abrite un ensemble de grandes installations de stockage.

Graphique. Prix du contrat à terme WTI pour livraison en mai 2020



Source : Eikon Datastream

La plupart des investisseurs ne reçoivent pas réellement la livraison.

Seulement 5% des contrats, au plus, arrivent à expiration et doivent donc faire

l'objet d'une livraison physique. Les 95% restants sont en fait des opérations

de couverture contre les fluctuations du prix du pétrole (et/ou pour prendre

position pour un motif de spéculation). Concrètement, pour un contrat donné A,

un acheteur n'a pas l'intention de recevoir du pétrole et le vendeur n'a pas

non plus l'intention de livrer du pétrole. L'objectif de l'acheteur est de vendre le contrat à un prix plus élevé

avant l'expiration tandis que le vendeur espère que le prix diminue et prévoit

d'acheter un contrat ultérieurement. Un deuxième contrat B, entre un autre

acheteur et un autre vendeur, ferme les positions des 2 parties du contrat A de

sorte que les deux transactions s'annulent exactement. C'est ainsi que pour la

grande majorité des contrats, aucun baril de pétrole n'est livré à Cushing, et ces opérations de spéculation contribuent uniquement à la liquidité du marché. Sur le mois d'avril, 500 000 contrats étaient en cours, ce qui représente plus de 500 millions de barils de pétrole, soit bien plus que la capacité de stockage de la ville de Cushing qui s'élève à 91 millions de barils.

Avec la crise du Covid-19 et le confinement de la plupart des économies du monde, la demande mondiale de pétrole a chuté au cours des 2 derniers mois alors que la production de pétrole a continué à un rythme soutenu (malgré l'accord entre l'OPEP et la Russie du 12 avril 2020) [\[2\]](#) de sorte que les capacités de stockage sont saturées un peu partout sur la planète. Le contrat pour livraison en mai arrivait à expiration le 21 avril. En temps normal, tout investisseur qui ne souhaite pas se voir livrer du pétrole clôture sa position dans les semaines qui précèdent l'expiration. Il semble donc que les investisseurs qui n'avaient pas l'intention de se voir livrer du pétrole n'aient pas liquidé leurs positions ou que ceux qui prévoyaient de prendre livraison physiquement se soient rendu compte trop tard qu'ils ne le pourraient pas, en l'absence de capacité de stockage. 155 millions de barils ont ainsi été échangés le 20 avril – un montant non négligeable pour un jour d'expiration des contrats.

Les -37 dollars le baril représentent ainsi en fait le coût du stockage. Ceux qui ont dû vendre l'ont fait à tout prix, de sorte qu'il était moins coûteux de vendre à un prix négatif que de payer pour stocker du pétrole.

On retrouve ce coût du stockage dans la différence entre le prix du contrat pour livraison en mai et pour les mois suivants. Par exemple,

le contrat pour livraison en juin se traite à 20 dollars le baril tandis que celui pour livraison en juillet vaut 26 dollars. La différence entre les deux contrats, 6 dollars entre juin et juillet, représente le coût du stockage d'un baril. Parce qu'il n'existe pas de capacité de stockage disponible aujourd'hui à Cushing, le coût du stockage d'un baril entre mai et juin est passé à 57 dollars (20 - (-37)) pendant quelques heures lundi 20 avril [\[3\]](#).

Les investisseurs anticipent donc que les problèmes de stockage seront en partie résolus d'ici juin, lorsque l'activité économique aura repris et que la demande de pétrole ré-augmentera. L'anticipation de faillites potentielles de certains producteurs – et son effet négatif sur la production et donc positif sur les contraintes de stockage – pourrait aussi expliquer ce phénomène.

Le deuxième facteur qui a amplifié la baisse du prix pétrole lundi 20 avril est lié à la disponibilité de trackers indiciels (ETF) qui sont des instruments financiers qui répliquent les évolutions de prix d'actifs (ici le pétrole) pour spéculer sur ses variations. Les forts volumes sur ces ETF peuvent au final créer des distorsions de prix au moment où les gérants de ces produits sortent des contrats qui vont arriver à expiration (ces fonds n'ayant

clairement pas
vocation à recevoir physiquement du pétrole). L'activité des
ETF pourraient
ainsi avoir un impact indirect, *via*
les stratégies qu'elle suscite en réponse sur les volumes
échangés dans les
jours qui précèdent l'expiration. Cet effet sera d'autant plus
marqué que la
majorité des investisseurs fait le même pari et le tient le
plus longtemps
possible jusqu'à la date d'expiration. Ce qui a pu être le cas
au mois d'avril
au cours duquel le prix du pétrole avait fortement baissé et
où nombreux
étaient ceux qui pouvaient espérer qu'il ait atteint un niveau
plancher et une
décision de l'OPEP provoquant un rebond.

Pour conclure, il convient de prendre un peu de recul sur ce
prix négatif. Sur la journée du lundi 20 avril, alors que
155 000 contrats ont été échangés, uniquement 18 475 d'entre
eux l'ont été à un prix négatif (soit moins de 12%). Sur les 5
jours précédents, ce sont 1 860 000 contrats qui ont été
échangés, les transactions à prix négatif représentant ainsi
moins d'1% du total. D'une manière générale, un prix négatif
pour le contrat à terme d'un mois donné sur le pétrole WTI
n'est pas un prix négatif pour le pétrole. Le contrat à terme
de juin a clôturé le lundi 20 avril à 20 dollars le baril,
alors que le baril de Brent s'échangeait le même jour à 26
dollars. La différence entre ces 2 prix et les -37 dollars
pour les contrats à terme de mai reflètent en réalité
davantage les conditions de stockage en Oklahoma et les
tensions liées à la clôture des positions spéculatives que le
prix mondial du pétrole.

[1] Les

conditions de livraison du Brent sont différentes et moins soumises à des circonstances locales.

[\[2\]](#) Alors

que la production et la demande mondiale étaient en moyenne de 100 millions de barils par jour en 2019, l'accord prévoit de réduire la production de 10

millions de barils par jour à compter du 1^{er} mai. Les différentes

estimations de la demande mondiale de pétrole pour le mois d'avril 2020

oscillent entre 55 et 70 millions de barils par jour, soit un volume bien

inférieur à la production.

[\[3\]](#) L'offre de stockage est contrainte à court-terme (la construction ou la transformation de cuves et la mise à disposition de tankers n'étant pas autant réactives que la dynamique de surplus de pétrole produit chaque jour) et le coût marginal du stockage est donc très élevé dans cette situation.