

## ANALYSES

Les prix de l'énergie en Europe, PAR CHRISTOPHE MORET (\*)

# L'électricité va rester chère pour longtemps

La libéralisation du marché de l'électricité initiée par Bruxelles ne s'est pas traduite par une baisse des prix. Plusieurs facteurs sont aujourd'hui de nature à justifier un prix durablement élevé.

L'énergie, quelle que soit sa source, est chère aujourd'hui. Alors que les politiques se préoccupent du pouvoir d'achat, on nous prêche [y compris dans ces colonnes] un pétrole à 300 dollars le baril avec comme corollaire des prix du gaz pour les consommateurs qui n'arrivent pas d'augmenter. Y a-t-il une lumière au bout de ce tunnel ? Les prix à la production d'électricité vont-ils poursuivre ce mouvement de spirale ascendante, ou se caler sur des niveaux acceptables pour les industriels et pour les clients particuliers ? Les augures ne sont pas favorables...

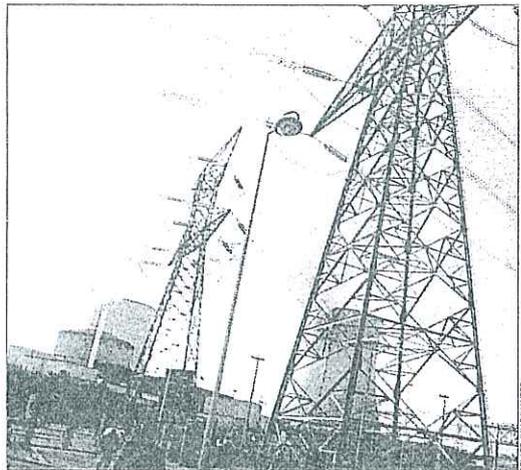
Lors de la dérégulation lancée il y a dix ans environ, une séparation, au moins comptable, a été imposée entre acheminement (réseaux de transport et réseaux de distribution) d'un côté et production et commercialisation de l'autre (dans l'état actuel des marchés, aucun acteur viable et de taille significative peut de façon pérenne être exclusivement producteur ou revendeur). À ce moment-là, les prix de gros ont chuté à des niveaux très bas, les prix finaux aux clients « dérégulés » ont suivi, et la marge des producteurs-revendeurs s'est effondrée. À l'époque, les réseaux représentaient un ballon d'oxygène bienvenu pour les électriciens.

## SIX EXPLICATIONS

Aujourd'hui, une société comme E.ON se sépare de son réseau, en partie pour contenter la Commission européenne, mais aussi parce qu'elle pense que cela n'influencera pas sa valorisation en Bourse : E.ON ne juge plus nécessaire de tempérer les fluctuations de rentabilité de la production. Cette assurance est fondée sur au moins six bonnes raisons, au-delà de l'« amnésie » toujours possible des dirigeants :

1. Les réseaux, en particulier en Allemagne, sont aujourd'hui fortement régulés et ne disposent plus d'un potentiel de marge et de profit significatif : toute marge « excessive » (\*\*\*) est reprise par le régulateur qui impose ensuite des baisses de tarifs.

2. Les investisseurs préfèrent des groupes industriels homogènes,



dont les facteurs de croissance et de rentabilité des différentes activités sont identifiés et proches, à des groupes hétérogènes auxquels ils appliquent typiquement une décote (« décote de holding »).

3. Le coût du CO<sub>2</sub> est une manière pratique de justifier des prix d'énergie élevés. Jusqu'à aujourd'hui, les électriciens européens n'ont pas eu à débours de cash (ou de façon marginale pour quelques-uns) pour leurs émissions (bien réelles) de CO<sub>2</sub>, puisqu'ils ont disposé de quotas au moins égaux à leurs émissions. Cela n'a pas empêché et n'empêche toujours pas certains de justifier des niveaux de prix de gros de l'électricité élevés par le coût des gaz à effet de serre. La mise en place d'enchères pour les quotas préconisée par la Commission européenne devrait induire de réels coûts en cash pour les producteurs, renforçant encore l'argument en faveur d'une hausse des prix.

4. Il y a encore un consensus pour favoriser financièrement le développement des énergies renouvelables (éolien, photovoltaïque, bio-gaz, etc.). Ce développement est de fait refaturé aux consommateurs d'électricité, et il contribue aux hausses.

5. Le prix des énergies fossiles (le pétrole et le gaz, puis, dans leur sillage, le charbon) ne cesse pas de monter (au moins facialement, lorsque libellé en dollars...). Par effet de contagion, il paraît logique que celui de l'électricité augmente également, même quand ce dernier est en euros, même si les contrats d'approvision-

nement gaziers sont pluriannuels et non calés, ou indirectement, sur les prix spots de court terme, même si l'énergie est d'origine nucléaire (l'uranium sorti de mine a beaucoup augmenté également, mais sa part économique dans le MWh produit est plus de dix fois inférieure à celle du gaz, par exemple).

6. Finalement, et plus fondamentalement, les prix élevés de l'électricité, ainsi que du pétrole et du gaz, pratiqués depuis trois à cinq ans n'ont pas trop mis à mal les économies occidentales, ni les cotes de popularité des dirigeants politiques. Il n'y a donc pas de pression forte pour les faire redescendre.

La France et l'Espagne diffèrent légèrement des autres pays occidentaux, en ce sens que les prix finaux de l'électricité aux consommateurs individuels y sont encore fortement régulés et ne reflètent pas les prix à la production. Cette situation ne peut cependant être que temporaire et se résoudra à terme par une forte hausse des prix finaux, qui rejoindront ceux des pays voisins, ou par le transfert de fait d'une partie de la marge des producteurs aux revendeurs qui aujourd'hui travaillent à perte. Ce dernier Meccano sera cependant analysé avec soin par la Commission européenne, soucieuse de minimiser les distorsions sur les marchés. Tout porte donc à croire que l'électricité restera chère à court et moyen termes.

## LES PRIX ÉLEVÉS DE L'ÉLECTRICITÉ, DU PÉTROLE ET DU GAZ N'ONT PAS TROP MIS À MAL LES ÉCONOMIES OCCIDENTALES.

Commission européenne, soucieuse de minimiser les distorsions sur les marchés. Tout porte donc à croire que l'électricité restera chère à court et moyen termes.

(\*) vice-président du cabinet conseil en stratégie estin & co.

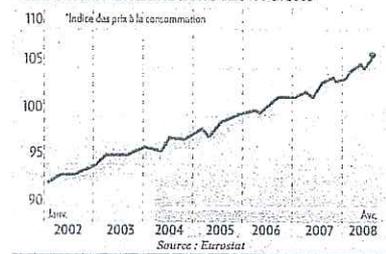
(\*\*) C'est-à-dire supérieure au coût du capital estimé, qui est faible grâce à la très faible volatilité des volumes et du chiffre d'affaires.

La chronique des taux

PAR MAURICE DE BOISSÉSON (\*\*)

# En Europe, les banques centrales ont une politique anti-inflationniste

L'INFLATION\* EN ZONE EURO base 100 en 2005



La principale question que se pose un investisseur en obligations est celle de l'inflation. Depuis quelques années, la hausse des prix en zone euro est d'environ 2,5 % l'an (voir graphique).

Si ce rythme se maintient ou baisse, une obligation d'État allemande avec un taux d'intérêt de 4,20 % l'an est un bon placement. À l'inverse, si l'inflation s'accroît, cela devient un mauvais placement. D'où la question : y aura-t-il plus d'inflation en Europe ? Il est clair que les pressions à la hausse des prix venant du secteur productif (hausse de l'énergie, des matières premières, des denrées

agricoles, etc.) sont déjà bien en place. Mais l'inflation ne s'installe durablement que si la banque centrale la tolère par une politique accommodante. La banque centrale peut contenir l'inflation en réduisant la masse monétaire, ce qui peut aller jusqu'à refuser le refinancement des banques commerciales. Sans arriver jusqu'à

## LE MAINTIEN DES TAUX D'INTÉRÊT EST LA MEILLEURE FAÇON DE LUTTER CONTRE L'INFLATION.

des moyens aussi extrêmes, qui ne se justifient que dans des cas d'hyperinflation, l'arme principale pour casser l'inflation demeure une politique monétaire restrictive des banques centrales. Qu'en est-il en Europe ? Les banques centrales prêtent sans limites aux banques commerciales mais avec de sérieuses garanties. Ainsi la Banque d'Angleterre accepte des parts de fonds de titrisations hypothécaires, mais avec un surdimensionnement important. Les banques commerciales affectées par la crise sont soutenues, mais à condition que les actionnaires acceptent des augmentations de capital (IKB en Allemagne, UBS en Suisse, Société Générale en France, RBS en Grande-Bretagne). Sinon, elles sont saisies comme Northern Rock en Grande-Bretagne. Contrairement à la Fed, les banques centrales européennes ne baissent pas les taux d'intérêt directs (ou ne les baissent que très peu, comme en Grande-Bretagne). « Le maintien [au niveau actuel de 4 %] des taux d'intérêt est la meilleure façon de lutter contre l'inflation », a déclaré la semaine dernière le gouverneur de la Banque d'Espagne. La politique des banques centrales en Europe, et en premier lieu celle de la BCE, confirme ce discours anti-inflationniste. Il est donc recommandé d'investir en obligations.

(\*\*) Directeur de la recherche chez Octo Finance

## Retrouvez nos chroniques

Lundi	: « La volatilité », par Laurent Roussel (Exane Derivatives)
Mardi	: « Les taux », par Maurice de Boisséson (Octo Finance)
Mercredi	: « Pris sur le vif », par Robert Jules (La Tribune)
Jeudi	: « Le consensus », par Jean-Luc Buchalet (Pythagore)
Vendredi	: « Le "Contrarian" », par Marc Fiorentino (Euroland Finance)