

Hausse du prix du pétrole, un défi pour la politique monétaire ?

Discours de

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale de la

Banque nationale suisse

A l'occasion des déjeuners de la Finance

Mercredi 2 novembre 2005

Genève

A l'automne 2002, alors que les hostilités en Irak prenaient officiellement fin et que la plupart des observateurs mentionnaient la déflation comme le risque le plus important pour l'économie mondiale, rares étaient ceux qui prédisaient que le prix du pétrole triplerait au cours des trois prochaines années. A presque 65\$ le baril au mois de septembre 2005, le pétrole n'a jamais été aussi cher. Si l'on corrige l'évolution du prix du baril par celle de l'ensemble des prix à la consommation sur la même période, le pic actuel n'atteint pas encore celui de 1979, mais il a déjà rejoint celui de 1974.

Par le passé, une telle hausse aurait eu des conséquences extrêmement néfastes sur la croissance et l'inflation. En 1973, en plein affrontement israélo-arabe, la décision de l'OPEP de réduire sa production de brut a rapidement conduit à « la stagflation ». Dans l'ensemble des pays industrialisés, la croissance de l'activité réelle a été brutalement stoppée et l'inflation a atteint en moyenne 15% à fin 1974. Le contraste avec la situation actuelle n'en est que plus saisissant. Malgré le niveau historiquement élevé du prix de l'énergie, l'inflation n'a que très légèrement augmenté et la croissance semble robuste. En 2004, le revenu mondial a même augmenté de près de 5% en termes réels, l'un des meilleurs résultats des 30 dernières années.

Doit-on pour autant en conclure que le pétrole n'a plus aucune importance dans l'environnement économique actuel ? La politique monétaire peut-elle se permettre dorénavant d'ignorer les règles économiques qui semblent avoir prévalu jusqu'ici ?

Je ne le crois pas. Il est vrai que la situation que nous vivons actuellement est nouvelle. Pour la première fois, en effet, la forte augmentation du prix de l'énergie n'est pas provoquée par une contraction soudaine de l'offre mais par l'augmentation soutenue de la demande en provenance, notamment, des nouvelles nations industrialisées d'Asie. Mais cela ne signifie pas pour autant que la politique monétaire puisse se désintéresser de l'évolution des prix de l'énergie. Bien que l'inflation sous-jacente semble pour l'instant sous contrôle dans la plupart des pays, une augmentation durable et continue du coût de l'énergie pourrait, à terme, se répercuter sur l'ensemble des prix et des salaires, mettant ainsi en danger la stabilité monétaire.

Avant de préciser ce qui distingue la situation actuelle de celles que l'on a connues par le passé, et surtout ce que cela implique pour la politique monétaire, il me paraît nécessaire de rappeler brièvement les mécanismes économiques qui lient traditionnellement la variation du coût de l'énergie à la croissance et à l'inflation. J'analyserai ensuite le cas de la Suisse et les choix de politique monétaire de la Banque nationale.

Effets d'une hausse du prix du pétrole sur la croissance ...

Bien qu'il soit très difficile de quantifier les effets macroéconomiques d'une augmentation du prix de l'énergie, les mécanismes par lesquels elle affecte le reste de l'économie sont relativement bien connus. Comme le pétrole est à la fois un bien de consommation et un facteur de production, une hausse de son prix modifie simultanément la demande de biens et services et le potentiel de production de l'économie.

La demande de biens et services

La demande de pétrole étant relativement inélastique aux variations de prix dans le court terme, une augmentation significative du prix du baril de brut affecte d'abord le revenu disponible des ménages, ce qui ne manque pas de se répercuter négativement sur la demande de biens et services des pays importateurs. Il s'agit, en fait, d'un transfert de revenu des pays importateurs de pétrole vers les pays exportateurs. Dans la mesure où seule une partie des revenus du pétrole est rapidement dépensée par ces derniers, l'effet net à court terme est en général négatif pour les pays consommateurs.

L'impact sur la demande dépend aussi de la perception du caractère durable ou non de l'ajustement de prix. Plus les ménages perçoivent la ponction sur leur revenu comme durable, plus ils tenteront de réaménager leurs plans de dépenses. Du côté des producteurs, plus l'augmentation de revenu est considérée comme permanente, plus les effets de retour seront importants. Une hausse du pétrole perçue comme durable déploie donc des effets exacerbés.

La production

Le pétrole est aussi un facteur de production, au même titre que le capital ou le travail. En matière de production, l'impact du renchérissement des produits pétroliers dépend directement de l'origine du phénomène. S'il s'agit d'une raréfaction artificielle de l'offre, la réduction de l'approvisionnement aboutit à une réduction du potentiel de production. Il est vrai qu'il est possible, dans certains cas, de remplacer le pétrole par d'autres sources d'énergies (gaz, charbon, etc.). Mais la substitution est au mieux imparfaite et l'adaptation du processus de production entraîne des coûts d'ajustement qui peuvent également peser sur le potentiel de production de l'économie. En revanche, si le prix de l'énergie augmente sous la pression de la demande globale, le volume d'énergie à disposition ne diminue pas mais son prix relatif s'accroît. Comme la demande finale est forte, les entreprises se sentiront en mesure de répercuter sur les consommateurs le renchérissement de l'input

pétrole. Ici également, les incitations aux ajustements de prix seront d'autant plus marquées que le renchérissement de l'énergie sera perçu comme permanent et non pas comme transitoire.

La situation actuelle

En regard de ces réflexions et de notre expérience passée, comment apprécier la situation actuelle ? Deux points me paraissent d'importance :

- En premier lieu, la nature même du phénomène que nous rencontrons actuellement - une hausse du prix du pétrole due à une économie mondiale en forte croissance - place la crise pétrolière sous un éclairage différent de celles des années 1970. En effet, les risques de récession sont atténués par l'environnement international très porteur que nous connaissons aujourd'hui. C'est une bonne nouvelle qui repousse les scénarios de récession qui avaient accompagnés les crises pétrolières précédentes. Le revers de la médaille est évidemment la mise en place de conditions conjoncturelles relativement favorables à une répercussion des hausses de coûts, voire à l'apparition de réactions en chaînes au travers d'une indexation des autres prix. Je reviendrai sur cet aspect ultérieurement.
- En second lieu, et contrairement aux crises pétrolières précédentes déclanchées par des décisions de boycott, la montée actuelle des prix du pétrole est la conséquence d'une accélération de la croissance mondiale, due au dynamisme des économies émergentes, situation qui devrait perdurer. Les pays importateurs font ainsi face à une augmentation du prix relatif de l'énergie qui a toutes les chances d'être durable. Le prix du pétrole, même s'il se corrigeait partiellement ces prochaines années, ne devrait donc plus retrouver son niveau antérieur.

La vigueur de l'environnement international et le caractère durable de la hausse des prix pétroliers font de cette crise pétrolière un phénomène inobservé jusqu'ici. Sous bien des aspects il s'apparente à une dévaluation des monnaies des pays importateurs de pétrole. En effet, comme dans le cas d'une dévaluation, les pays consommateurs voient leurs termes de l'échange se dégrader, le revenu disponible de leurs consommateurs être amputé par les hausses de prix alors que leurs exportations sont stimulées par la demande mondiale.

La comparaison a ses limites, je le conviens, mais elle est utile à l'analyse du défi posé à la politique monétaire par les hausses de prix pétroliers.

... et sur l'inflation

C'est ici que les choses se présentent aujourd'hui sous un jour bien particulier, voire paradoxal. L'expérience des dévaluations nous a enseigné que la modification des prix relatifs entre biens domestiques et importés comporte un danger inflationniste qu'il convient de neutraliser si l'on veut préserver les effets bénéfiques pour l'emploi découlant d'une dépréciation monétaire. Or, la surprise des derniers mois a été de voir les indices nationaux des prix ne réagir que modérément aux hausses de prix pétroliers. Même si des hausses ont été notées, elles n'ont pas eu une ampleur suffisante pour que la stabilité des prix en soit menacée. On en veut pour preuve l'absence de détérioration des anticipations inflationnistes sur les marchés financiers. Aux Etats-Unis, pays où le cycle économique est le plus avancé, le taux actuel d'inflation est de 4,7%, avec une inflation sous-jacente se situant aux alentours de 2%. Dans la zone euro, l'inflation dépasse nettement la limite des 2% assignée à la stabilité des prix mais l'inflation sous-jacente est inférieure à ce taux. Dans notre pays, nous nous trouvons dans une situation encore plus confortable et plus paradoxale que celle de nos voisins : en septembre dernier, le taux annuel d'inflation atteignait 1,4% et les différentes définitions de la hausse sous-jacente des prix donnaient des taux oscillant entre 0,3 et 0,6%, en baisse continue depuis plusieurs mois. Et si les prix administrés étaient retirés de l'inflation sous-jacente, la hausse des prix serait nulle.

Jusqu'ici, bien qu'en légère augmentation par rapport à 2003, l'inflation des prix à la consommation est donc restée remarquablement modérée dans la plupart des pays industrialisés. Un certain nombre de facteurs y ont contribué :

- Tout d'abord, par rapport à 1974, l'intensité énergétique de la production de biens et de services dans les pays industrialisés a diminué de moitié. La transmission aux prix à la production et à la consommation d'une augmentation donnée du coût de l'énergie est donc beaucoup plus faible qu'il y a trente ans.
- Ensuite, l'augmentation du prix du pétrole, bien que d'amplitude comparable à celle de 74, a été deux fois plus lente qu'à l'époque, diminuant d'autant la violence de l'impact sur les indices.
- Depuis près de deux ans, l'intensification de la concurrence et du commerce mondial exerce une pression négative continue sur le prix des autres biens de consommation, ce qui compense partiellement dans les indices l'augmentation du prix des carburants.

- De plus, l'existence de ressources productives non utilisées dans les pays industrialisés modère l'évolution des salaires et des coûts. Les entreprises veulent préserver leurs parts de marché; elles compensent les hausses de coût par des gains de productivité ou des réductions de marges. Sur le marché du travail, des taux de chômage relativement élevés et une flexibilité accrue limitent les prétentions salariales.

Enfin, la stabilité des prix des dernières années a solidement ancré les anticipations d'inflation; à la différence des années 70, le climat n'est pas favorable aux hausses de prix.

Le rôle de la politique monétaire

Le défi qui se pose aujourd'hui aux banques centrales est celui de la bonne politique monétaire à la suite d'une modification durable du prix relatif de l'énergie. La doctrine économique nous dit que dans un tel cas il convient de tolérer les hausses de prix provoquées par les modifications des prix relatifs mais d'empêcher un emballement général des prix.

La difficulté vient du fait que l'action doit être avant tout préventive car il ne s'agit pas d'attendre le déclenchement d'une spirale inflationniste, il faut l'empêcher. De plus, dans le cas de la Suisse, une difficulté supplémentaire se présente en raison d'une très faible hausse des prix hors énergie provoquée par l'ajustement à la baisse d'un grand nombre d'autres prix relatifs. Nous sommes donc dans une situation où il faut parler d'accélération possible de l'inflation dans le futur alors que rien ne se manifeste pour l'instant dans les indices.

Deux éléments sont essentiels dans de telles circonstances :

- En premier lieu, nous devons garder les yeux fixés sur le développement de l'inflation à moyen terme et ne pas nous laisser influencer par la hausse des prix de mois en mois. Ce serait une erreur de réagir à l'excès face à une forte montée à court terme de l'indice des prix provoquée par les ajustements des prix de l'énergie. Mais ce serait aussi une erreur de sous-estimer le problème inflationniste si, par le jeu de mouvements inverses des prix relatifs, la hausse des prix du moment était particulièrement basse. Dans ces deux cas nous serions amenés à définir notre politique sur la base de phénomènes transitoires et non pas en fonction d'évolutions tendancielle et durable.

Pour se donner les moyens de prendre une attitude prospective, la BNS base ses décisions sur une appréciation des perspectives de hausse des prix à un horizon de trois ans; la prévision étant établie en faisant l'hypothèse d'une politique monétaire inchangée. Cette approche est audacieuse car elle s'appuie sur une prévision du développement à moyen terme de l'économie mondiale et de la réaction de l'économie suisse. Elle nous demande de garder les yeux fixés sur un horizon plus lointain que les indices du moment. Comme la politique monétaire ne déploie ses effets qu'en durée, notre action s'inscrit alors naturellement dans le contexte de la défense de la stabilité des prix à moyen terme. Nous nous dégageons ainsi des réalités de court terme sur lesquelles nous n'avons de toute façon que peu d'influence.

- En second lieu, la crédibilité de l'action de la banque centrale joue un rôle essentiel dans cette période de modification importante du paysage des prix relatifs. Cette crédibilité a pu être heureusement consolidée ces dernières années par une situation quasi généralisée de faible inflation. En Suisse, en particulier, la hausse des prix est inférieure à 2% depuis plus de dix ans déjà. Le fait que, dans les pays industrialisés, les taux d'intérêt à long terme n'aient pas réagi aux récentes hausses de prix indique que la confiance dans la stabilité n'est pas ébranlée.

Mais la crédibilité se perd plus rapidement qu'elle ne se gagne. Aussi les Autorités monétaires y veillent-elles aujourd'hui avec une vigilance particulière. Elles savent qu'il est plus facile de préserver la stabilité des prix si les anticipations sont bien ancrées à ce sujet.

Notre politique doit y veiller en s'adaptant continuellement aux développements attendus de l'économie suisse. Il est clair que l'environnement monétaire très généreux que nous avons créé en 2001-2003, dans le sillage des difficultés de l'économie mondiale et des tensions géopolitiques n'est pas adapté à une situation normalisée. Il s'agit de le corriger. Deux premiers ajustements ont déjà eu lieu en 2004. Par la suite, l'interruption de la reprise économique a reporté à plus tard de nouvelles décisions.

Nous n'avons pas changé de stratégie pour autant et n'avons pas l'intention de dévier de notre ligne de conduite. Si nous le faisons, nous risquerions de créer une incompréhension sur les objectifs effectifs de notre politique et de provoquer une érosion de la confiance dans la stabilité future des prix. Ce serait compromettre gravement les acquis de stabilité que nous avons pu réaliser ces dernières années.