

## ETATS-UNIS: PRIX DE L'ENERGIE ET INFLATION

### *Quel impact sur le CPI de la hausse du baril de pétrole?*

Remarque préalable : cette étude prend en référence le prix du baril WTI.

La hausse du prix du baril observée depuis le début de l'année a suscité des interrogations qui concernent son impact sur la croissance. L'impact sur l'inflation est, dans la période actuelle, présenté comme devant être temporaire.

L'impact sur la croissance se faisant par l'intermédiaire de la hausse des prix de l'énergie, il est utile de rappeler deux choses :

1. L'évolution du prix du pétrole influence l'inflation avant d'influencer la croissance.
2. L'impact sur la croissance est moins important que celui sur l'inflation (les conclusions de la plupart des économistes semblent être qu'un coefficient multiplicateur de 0,4 à 0,5 peut être considéré comme raisonnable).

Il est donc logique de s'intéresser à l'impact sur le CPI autant qu'à celui sur la croissance.

Nous avons observé trois séries statistiques (CPI et pétrole depuis le début de l'année 1990, et prix de l'essence au détail depuis 2001) de façon à essayer de déterminer ce que pourrait être le CPI aux Etats-Unis en 2005 si le prix du pétrole reste à un niveau élevé. Nous nous appuyons également sur notre étude de mai 2003 portant sur les liens entre headline et core CPI.

- Pétrole et essence au détail

Le CPI de juillet est sorti à - 0,1% (core CPI +0,1%). Cela peut paraître surprenant, compte tenu de la hausse du pétrole en juillet. En fait, les prix de l'essence à la pompe, après avoir fortement monté au cours des premiers mois de l'année, se sont repliés comme le baril en juin, mais cette baisse s'est poursuivie en juillet. Dans la phase de hausse, le carburant au détail avait par ailleurs pris une certaine « avance » par rapport au baril de pétrole brut.

La corrélation observée depuis le début de l'année 2001 laisse à penser que le prix du carburant au détail observé fin juillet est homogène avec un baril de brut à 42/43 \$.

On peut, sur la base des prix observés depuis 2001, faire les observations suivantes :

1. Le prix du carburant au détail est fortement corrélé au prix du baril.
2. Lorsqu'il s'en écarte, c'est le plus souvent pour marquer un excès à la hausse.
3. Les prix au détail qui avaient pris de l'avance au printemps par rapport au baril n'ont pas reflété la dernière phase de hausse du baril monté jusqu'à 49\$ (hausse annulée par un retour à 44\$ début septembre).

- Pétrole et CPI

Le poids de l'énergie dans l'économie globale a diminué en tendance au fil des années. Certains économistes indiquent que la quantité d'énergie nécessaire à la production d'une unité de PNB a été divisée par deux depuis la fin des années 1970.

Pour autant, l'évolution du prix du pétrole reste un élément tout à fait déterminant de l'évolution du CPI aux Etats-Unis. Toutes les inflexions significatives du CPI sont liées à des évolutions également significatives du prix du baril.

En dehors de la phase de hausse liée à l'invasion du Koweït par l'Irak en 1990 sur laquelle il n'est pas utile de revenir, il est possible d'isoler différentes phases qui ne laissent pas beaucoup de doute sur la réalité du phénomène :

- 1993 - 1994 : le baril vaut 19,50\$ et baisse jusqu'à 14\$ au printemps 1994. Il remonte à 18\$ en fin d'année. Le CPI passe de 2,9% fin 1992 à 2,3% en mai 1994 et remonte à 2,7% fin 1994.

L'année 1995 sera une année de stabilité.

- 1996 : le baril passe de 20\$ à 26\$ et le CPI de 2,5% à 3,3%.
- 1997 – 1998 : baisse constante du baril de 26\$ à 12\$ fin 1998. Le CPI revient de 3,3% à 1,6%.
- 1999 - septembre 2000 : hausse constante du baril de 12\$ à 37\$. Le CPI remonte de 1,6% à 3,5% sur la période.
- Septembre 2000 – août 2001 : le baril se replie de 37\$ à 27\$ et le CPI baisse de 3,5% à 2,7%.
- Septembre 2001 – janvier 2002 : après les attentats du 11 septembre, le baril accentue sa baisse jusqu'à 18\$ et le CPI passe de 2,7% à 1,1%. Sur cinq mois, l'indice des prix se replie de 0,1% alors qu'il avait progressé de 1,5% sur la même période un an avant.
- Février 2002 – février 2003 : reprise du baril qui monte de 18\$ à 37,50\$. Le CPI passe de 1,1% à 3%.
- Mars – avril 2003 : repli du baril de 37,50\$ à 26\$. Le CPI se replie de 3% à 2,2%.
- Mai 2003 – mai 2004 : le baril progresse de 26\$ à 42,30\$. Le CPI remonte de 2,1% à 3,1%.

Ces observations amènent les remarques suivantes :

1. La désinflation structurelle qui a amené le CPI aux Etats-Unis à une valeur moyenne de 2,4% depuis 1995 doit beaucoup à une hausse moyenne modérée du prix du baril jusqu'à la période récente (en dollars constants, le prix du baril de la fin 1989 est équivalent à celui de la fin 2002), ainsi qu'à la politique monétaire orthodoxe menée par la Réserve Fédérale jusqu'à la fin des années 1990. Les deux ne sont d'ailleurs sans doute pas totalement étrangers.

La Réserve Fédérale mène depuis plus de deux ans une politique atypique qui présente quelques similitudes avec celles des années 1970. On ne peut pas compter dessus pour faire pression à la baisse sur les prix.

Il semble hasardeux, dans le contexte énergétique actuel, de considérer comme centrale l'hypothèse que le passage de l'inflation au-dessus de 2% a un caractère temporaire. Dans l'état des corrélations qu'il semble possible d'identifier, c'est supposer que le baril va pouvoir retourner assez rapidement à des niveaux à peine supérieurs à 30\$, ce qui ne peut être exclu mais n'a rien de certain.

2. Pour l'essentiel, la forte décélération des prix de la fin de l'année 2001 est à mettre au compte de la baisse du pétrole. Il semble toutefois que l'inquiétude consécutive aux attentats du 11 septembre ait joué un rôle spécifique. L'impact sur la core inflation observé par la suite obéit à une logique quasi mécanique (notre note de mai 2003). Il s'est fait sentir avec un délai supérieur à la moyenne.
- Analyse et prévisions

- Année 2004

L'année 2003 s'est terminée avec les indices de prix suivants : 0,4% en août, 0,3% en septembre, - 0,1% en octobre, - 0,2% en novembre, 0,2% en décembre.

Une hausse mensuelle moyenne de 0,2% d'août à décembre 2004, du fait des effets de base, ferait remonter le CPI en glissement sur un an à un niveau légèrement inférieur à 3,5%. C'est une hypothèse que l'on peut retenir si le prix du baril reste proche du niveau de 43\$.

Nous arrivons aux hypothèses suivantes :

- ♣ Baril à 40\$ en fin d'année : CPI légèrement supérieur à 3%.
- ♣ Baril à 45\$ en fin d'année : CPI légèrement supérieur à 3,5%.

En ce qui concerne le core CPI, réplique différée et lissée du CPI headline, il pourrait s'établir en fin d'année à un niveau égal ou légèrement supérieur à 2%.

→ Année 2005

Au printemps 2003, la Réserve Fédérale faisait état d'un risque de déflation. Nous avons indiqué à l'époque que l'analyse des indices de prix sur longue période aux Etats-Unis ne nous semblait pas mettre ce risque en évidence. Il nous semblait particulièrement que la focalisation sur le core CPI constituait une erreur de méthodologie.

Beaucoup d'économistes disent aujourd'hui que la hausse du CPI à son niveau actuel de 3% est un phénomène qu'il n'y a pas lieu de prendre en considération. Cette approche n'est possible selon nous que si l'on fait l'hypothèse que les prix du pétrole vont fortement baisser dans les prochains mois.

En effet, si le CPI est redescendu de 3,5% à 1,1% entre septembre 2000 et janvier 2002, c'est, pour l'essentiel, parce que le baril est passé de 37\$ à 18\$ sur la période.

Un retour du baril à un niveau proche de 35\$ permettrait sans doute de ramener le CPI vers 2,5%. Une baisse de 5\$ de plus déboucherait sur une décrue supplémentaire de 0,5%. Par contre, un maintien autour de 40\$ paraît incompatible avec un repli sensible en dessous de 3%.

En ce qui concerne le core CPI, il semble logique qu'il tende vers 2,5% dans le courant de l'année prochaine, suivant le mouvement du CPI observé depuis quelques trimestres.

Les informations contenues dans ce document représentent l'opinion actuelle de Stelphia Asset Management sur les points cités à la date de publication. Stelphia Asset Management s'adapte aux conditions fluctuantes des marchés et cette opinion ne doit pas être interprétée comme un engagement de la part de Stelphia Asset Management.

Septembre 2004 Stelphia Asset Management. Tous droits réservés