

Zone euro

Pétrole et inflation : l'entre deux tours

- La nouvelle chute des cours du pétrole depuis l'automne 2015 devrait peser significativement sur l'inflation en 2016. Celle-ci pourrait être nulle, comme l'an passé.
- Les variations du cours du pétrole exercent un effet direct et rapide sur l'inflation via la composante énergie de l'indice des prix à la consommation.
- A ces effets directs s'ajoutent des effets indirects sur les prix des biens et des services, liés notamment aux évolutions des coûts de production des entreprises.
- Dans un cas comme dans l'autre, ces effets de premier tour affectent le niveau général des prix mais ne modifient pas durablement leur dynamique.
- La baisse des cours du pétrole devient problématique pour la stabilité des prix si elle induit des effets de second tour, c'est-à-dire une modification durable des anticipations et des comportements des agents économiques.

Bien qu'à la hausse ces derniers jours, les prix du pétrole oscillent autour d'un niveau bas, proche de USD 35 le baril, toujours loin des niveaux de l'automne 2015 et plus encore du scénario de rebond alors projeté. A la mi-novembre, au moment où la BCE retenait ses hypothèses techniques de prix du pétrole pour établir ses prévisions de croissance et d'inflation, les anticipations de marchés indiquaient un cours moyen du baril de Brent à USD 52,2 en 2016. Fin janvier, ces mêmes anticipations se situaient aux alentours de USD 38. A moins d'un retournement spectaculaire dans les prochaines semaines, les nouvelles projections de la BCE, présentées le 10 mars (qui tiendront compte des anticipations de marché pour les prix du pétrole à mi-février), devraient indiquer une nette révision à la baisse de l'inflation pour 2016. Prévues à 1,1% dans les projections de décembre, elle pourrait être ramenée à 0%.

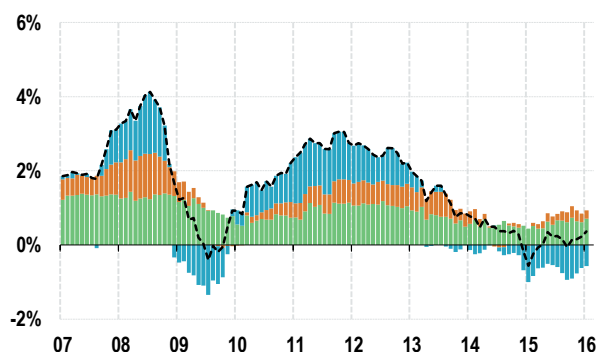
Les effets directs sur l'inflation

Les variations du cours du pétrole brut exercent un effet direct et rapide sur l'inflation via les prix des produits énergétiques qui comptent pour environ 10% de l'indice des prix à la consommation. Il s'agit principalement du carburant liquide utilisé pour les transports et le chauffage domestique¹. Son prix est fonction du cours du pétrole brut, de la marge de raffinage, de la marge de distribution et des taxes (droits d'accise et TVA). Deux éléments sont particulièrement importants. Premièrement, le poids des taxes est prépondérant. Elles comptent pour un peu plus de la moitié du prix de vente final de l'essence et du diesel. Surtout, ces dernières sont largement indépendantes du prix du pétrole brut. Le droit d'accise est un montant fixe par unité de volume. Quant à la TVA, elle s'applique au prix de vente du carburant liquide augmenté du

¹ Le gaz naturel, l'énergie thermique et les combustibles solides entrent aussi dans la composante énergie de l'indice harmonisé des prix à la consommation.

Composantes de l'inflation

■ biens et services ■ alimentation ■ énergie — inflation totale, %



Graphique 1

Source : BCE

montant de la taxe pétrolière : une partie de l'assiette est donc fixe. En second lieu, si la marge de raffinage peut grandement varier, celle de distribution est relativement constante ce qui suggère qu'elle est fixée en valeur absolue et non pas en pourcentage du prix du pétrole.

De l'importance des coûts fixes dans le prix de vente final du carburant liquide découle une propriété importante qui est que l'élasticité des prix énergétiques à la variation des prix du pétrole est une fonction croissante du prix de ce dernier. En d'autres termes, plus le cours du pétrole est élevé, plus sa variation affecte la composante énergie de l'indice général des prix. Ainsi, une baisse de 50% du prix du pétrole brut quand ce dernier est à EUR 50 aura moins d'effet désinflationniste qu'une baisse de 50% du prix du pétrole lorsque ce dernier est à EUR 100. Dans le premier cas, en effet, la part des coûts fixes étant relativement plus importante, la variation du prix du pétrole brut a moins d'effet sur le prix de vente final.

Dans un article d'août 2010², la Banque centrale européenne (BCE) estimait l'élasticité de la composante énergie aux prix du pétrole brut. Elle est de 42% lorsque le baril de Brent est à EUR 100 et de « seulement » 26% lorsque ce dernier est à EUR 40. En utilisant ces estimations, on en déduit que la baisse du prix du baril de Brent, passé de EUR 43 mi-novembre à EUR 30 fin janvier, induirait une baisse de l'inflation des prix de l'énergie de 0,78 point de pourcentage ($10\% \times 30\% \times 26\%$).

Les effets indirects de premier tour

A ces effets directs et rapides (entre trois et cinq semaines) s'ajoutent des effets indirects et plus diffus liés aux évolutions des coûts de production des entreprises et à leur éventuelle répercussion

² https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201008en_pp75-92en.pdf



sur le prix de vente des biens et des services. Ces effets indirects s'appliquent donc à l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors énergie et produits d'alimentation. Les produits dont la fabrication est intensive en énergie, comme les services de transports ou les produits pharmaceutiques, sont naturellement les premiers concernés. Néanmoins, compte tenu de l'importance des importations dans la consommation (intermédiaire et finale) en zone euro, l'inflation des produits peu intensifs en énergie peut aussi être affectée par le prix des intrants importés, si eux-mêmes sont touchés par les variations de prix du pétrole.

L'importance des effets indirects dépend crucialement des comportements de marges des entreprises et, de ce point de vue, deux éléments sont à considérer. D'abord, plus le degré de concurrence est élevé et plus la transmission de la baisse des prix du pétrole aux prix à la consommation sera forte. Ensuite, pour un degré de concurrence donné, l'état de la conjoncture est déterminant : en période de faible demande, la baisse des coûts de production sera plus souvent répercutée sur les prix de vente. La BCE estime l'élasticité de l'inflation sous-jacente à la variation des prix du pétrole à 20%³. Le recul de 30% du prix du baril de Brent entre mi-novembre et fin janvier, pourrait donc exercer une pression à la baisse sur l'inflation sous-jacente de 0,6 point.

Néanmoins, plusieurs autres facteurs doivent être pris en considération. Premièrement, la BCE précise que ces effets indirects se font pleinement ressentir au bout de trois ans. Deuxièmement, cette estimation a été réalisée à partir d'un cours du baril de pétrole brut de USD 60-80. Or, tout comme les effets directs, les effets indirects tendent à être moins forts quand les cours sont bas. Enfin, les coûts de production dépendent de multiples facteurs et notamment, pour ce qui est des importations, des évolutions passées du taux de change effectif de l'euro. Or, bien que ce dernier se soit apprécié de quelque 5% depuis mi-novembre, il a baissé de façon marquée depuis fin 2014. La tendance récente de l'évolution des prix des biens industriels et des services suggère que la faiblesse de l'inflation sous-jacente est davantage liée à la situation déprimée de l'économie européenne qu'à des facteurs externes (voir graphique 2).

Les effets indirects de second tour

En principe, les effets de premier tour, directs ou indirects, affectent le niveau général des prix mais ne modifient pas durablement leur dynamique. Même en l'absence de rebond, le repli des cours du pétrole finira tôt ou tard par ne plus peser sur l'inflation.

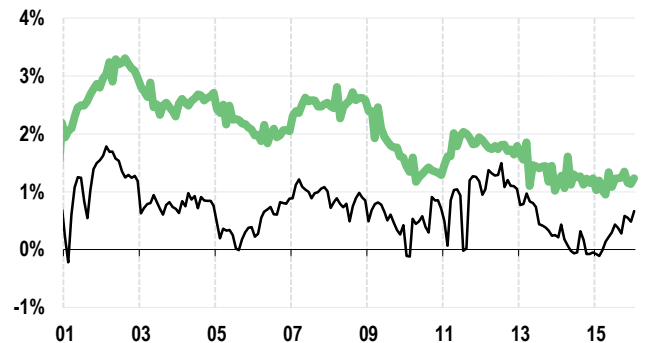
Le recul de l'inflation lié à la baisse des cours de l'énergie n'est donc pas, en lui-même, un motif d'inquiétude pour la BCE. Rappelons que dans le cadre de son mandat, cette dernière se focalise sur les perspectives d'inflation à moyen terme. De ce point de vue, en soutenant le pouvoir d'achat des ménages et la consommation, le repli des prix du pétrole est plutôt un développement positif.

La baisse des cours du pétrole devient problématique pour la stabilité des prix si elle induit des effets de second tour, c'est-à-dire une modification durable des anticipations et des comportements des agents économiques. Ainsi, un fléchissement des anticipations

³ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201412_focus03.en.pdf

Inflation sous-jacente

— services ; — biens industriels hors énergie, %



Graphique 2

Source : Eurostat

d'inflation pesant sur la formation des salaires, qui à son tour pèse sur les anticipations, peut former un cercle vicieux conduisant à la déflation.

Dans un discours prononcé cette semaine devant les parlementaires européens ⁴, Mario Draghi indiquait que l'épisode récent de désinflation était principalement dû à la chute des prix du pétrole mais que la progression moins rapide que prévu des salaires et la baisse des anticipations d'inflation nécessitaient une analyse approfondie. Il s'agit de mieux comprendre les canaux par lesquels des surprises à la baisse sur l'inflation peuvent influencer les prix futurs et la formation des salaires. Une telle analyse sera publiée début mars, au moment de la présentation des nouvelles projections macroéconomiques de la BCE.

La matérialisation ou non des effets de second tour dépend des conditions dans lesquelles le choc intervient. En particulier, la BCE note que la position de l'économie dans le cycle et la crédibilité de la banque centrale sont déterminantes. Il est clair qu'un choc désinflationniste n'a pas la même portée lorsque l'inflation est proche de 2% et les anticipations bien ancrées que dans la conjoncture actuelle, où l'inflation est au voisinage de 0% et les anticipations en repli. Du reste, alors que la BCE n'a pas respecté son objectif d'inflation depuis près de trois ans, le maintien de sa crédibilité devient également un enjeu.

Dans un discours particulièrement éclairant prononcé en avril 2014, M. Draghi prenait soin d'explicitier la fonction de réaction de la BCE. En particulier, il précisait que face à un fléchissement des anticipations d'inflation à moyen terme résultant d'un choc d'offre substantiel dans un contexte de faible inflation, la réponse appropriée de la BCE était un renforcement du programme d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing* ou QE). Cela permettrait à la zone euro de bénéficier pleinement des effets positifs de la baisse des cours du pétrole sur l'activité et l'inflation à moyen-terme.

⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160201_1.en.html