

**Kenneth Rogoff**, professeur d'économie à l'Université de Harvard

# «On surestime toujours l'importance des chocs pétroliers sur la croissance»

**Frédéric Lelièvre**

Ancien chef économiste du Fonds monétaire international, Kenneth Rogoff enseigne à l'Université de Harvard. Brillant chercheur, cet Américain de 53 ans est connu du grand public depuis le vif débat sur l'action du FMI qui l'a opposé au Prix Nobel Joseph Stiglitz. Invité cette semaine de HEC Lausanne, il a donné un cycle de conférences sur le pétrole, les taux de change et l'économie mondiale.

**Le Temps:** En l'espace de deux ans, le prix du baril de pétrole a doublé. Pourtant, contrairement aux années 70, l'inflation est restée modérée jusqu'ici, et l'économie se porte bien. Comment l'expliquez-vous?

**Kenneth Rogoff:** Les effets du pétrole sur l'économie mondiale n'ont jamais été aussi importants que ce que beaucoup de personnes ont pensé, même dans les années 70. Il apparaît de plus en plus clairement que le pétrole n'a été qu'un élément, relativement petit, du problème. A cette époque, le vrai coupable fut en fait la politique monétaire. Au tout début des années 70, la Réserve fédérale a laissé la masse monétaire augmenter de près de 40% en l'espace de deux ans pour stimuler la croissance et ainsi aider à la réélection de Richard Nixon. On le sait grâce aux enregistrements du Watergate, dans lesquels ce dernier force Arthur Burns, président de la Fed, à conduire cette politique. Après l'élection, la banque centrale a dû fortement resserrer la vis monétaire pour contenir l'inflation, ce qui a mis l'économie à genoux. D'autres travaux, portant sur les crises ultérieures, telles la révolution iranienne, la guerre Iran-Irak ou la

guerre du Golfe, montrent aussi que le choc pétrolier est surestimé. Actuellement, l'économie mondiale croît, mais moins vite.

**- De combien?**

- Entre 2003 et 2005, le doublement du prix du pétrole a réduit la croissance mondiale de 1,5 point de pourcentage en tout, soit 0,75 point par année. On estime qu'au moment du choc pétrolier de 1973, le PIB (produit intérieur brut) américain a perdu 6 points de pourcentage. Mais deux points seulement sont directement imputables à la cherté de l'or noir.

Aujourd'hui, le renchérissement reflète l'extraordinaire bonne santé de l'économie mondiale. Car la hausse du prix du baril ne s'explique que marginalement par une restriction de l'offre. Elle résulte principalement de la demande, notamment chinoise.

**- Compte tenu du dynamisme chinois, les prix vont encore grimper...**

- A long terme, certainement. Mais si la Chine s'effondre, ou connaît une pause, alors les prix dégringoleront. Ils retomberont même à 20 dollars le baril pendant de brèves périodes.

**- En êtes-vous si sûr?**

- Absolument. Je doute que la Chine continue de croître à 10% par an sans accident. En ce moment, tout ce qu'on y sème pousse. Mais j'estime à 10-15% la probabilité que le pays rencontre une crise brutale et sévère, pas seulement économique mais aussi sociale ou politique. Le nouveau prix du baril, en tendance, est à peu près de 50 dollars pour les dix prochaines années. Il touchera les

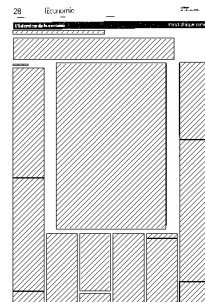
100 dollars, mais aussi les 20 dollars.

**- La croissance mondiale résiste. Mais faut-il craindre une hausse de l'inflation?**

- En fait, l'impact commence à se faire sentir, d'autant que le prix de toutes les matières premières est élevé. L'inflation de base ne comprend pas ces matières premières parce qu'on considère que les variations de leur prix restent temporaires. Mais les hausses actuelles durent. D'ailleurs, si vous observez les projections inflationnistes, les voyants sont au rouge. Par exemple, l'écart entre l'inflation et l'inflation de base est à son niveau le plus haut depuis quelque vingt années. Cela ne restera pas sans conséquence sur la hausse des prix en général. Nous arrivons à un moment intéressant pour les banques centrales. Elles n'ont pas fait face à un choc de ce type depuis une longue période. Je pense qu'elles vont un peu laisser l'inflation filer au-dessus de leur objectif pour ne pas tuer la croissance.

**- Comment les pays en développement encaissent-ils cela?**

- Pour certains d'entre eux, il s'agit d'une catastrophe. En Afrique, des



pays doivent dépenser jusqu'à 15% de la richesse nationale pour régler leur facture pétrolière. Cependant, dans le même temps, tous les prix des matières premières sont élevés. Même ceux des produits agricoles, comme le café. Pour certains pays, ce renchérissement fait plus que compenser le surcoût de l'or noir. En fait, globalement, la situation économique de l'Afrique s'améliore.

**– Les Bourses ont connu un coup de sang cette semaine, accordant soudainement beaucoup d'importance à l'inflation. Les marchés ont-ils mal jugé ce risque?**

– De manière générale, les marchés sous-estiment les risques du système financier. Ils se sont habitués à un monde dans lequel dès que quelque chose va mal, les banques centrales réduisent leur taux d'intérêt et tout va mieux.

**– Pour revenir aux matières premières, la faiblesse du dollar n'amortit-elle pas leur renchérissement?**

– C'est une illusion, ou cela ne peut fonctionner que sur une très courte période. Si le dollar se déprécie, le prix du pétrole grimpera proportionnellement. Le recul du billet vert fait sûrement plus de mal que de bien à l'Europe et à ses exportateurs.

**– Croyez-vous à une dépréciation orchestrée du billet vert depuis la rencontre entre le président Bush et son homologue chinois et la réunion d'avril du G7?**

– Non. Il y a bien sûr des pressions sur la devise chinoise, mais aussi sur le rouble ou le yen pour les rendre plus flexibles. Néanmoins, je ne pense pas que la faiblesse actuelle du dollar va durer.

**– Que faites-vous des montages de réserves en dollars que détiennent les banques centrales, en particulier asiatiques, et qui ont annoncé vouloir en convertir une partie en euros? Cela ne peut qu'affaiblir encore le billet vert!**

– Si l'on s'en tient à la Chine, ses investissements en obligations américaines représentent le plus grand programme d'aide finan-

cière au monde. Ils apportent aux Etats-Unis des liquidités à un coût très faible. Les banques centrales perdent en fait de l'argent car elles pourraient faire bien mieux fructifier leurs réserves. Par exemple, en investissant dans des titres un peu plus risqués, et toujours libellés en dollars. Elles peuvent se le permettre car pour certaines d'entre elles, leurs réserves s'élèvent à près de 50% du revenu national. Elles peuvent aussi décider d'investir dans leur propre pays, pour apporter l'électricité aux régions qui ne l'ont pas par exemple.

**– Si la diversification ne se fait pas en dollars, le billet vert va reculer ou les Etats-Unis vont devoir fortement relever leurs taux d'intérêt pour continuer à attirer des capitaux...**

– Pas nécessairement. Supposez que cette diversification se fasse en euros. A court terme, les taux d'intérêt en dollars vont peut-être un peu monter, ceux en euros baisser. Mais à long terme, les taux d'intérêt, ajustés de l'inflation, resteront très proches. La situation actuelle n'est pas vraiment normale. De plus, ce mouvement va se faire de façon très progressive. Les banques centrales ont un horizon de cinq à dix ans pour réorienter leur portefeuille de devises. Elles ne veulent bien sûr pas trop perdre avec le change.

**– Cette dépréciation n'aide-t-elle pas les Etats-Unis à réduire leur énorme déficit extérieur (0% du PIB en 1991, 6,5% fin 2005)?**

– Je ne le crois pas. Au-delà d'une nécessaire plus grande flexibilité des changes en Asie, le rééquilibrage des comptes courants américains se produira à deux conditions. Premièrement, un fort ralentissement du marché du logement, en plein boom, qui freinera la consommation et relèvera le niveau de l'épargne. Deuxièmement, un décollage de l'investissement dans le reste du monde que l'on commence à observer. Ce rééquilibrage devrait prendre deux à quatre ans.

**– En d'autres termes, la croissance américaine va ralentir. Cela pèsera aussi sur la conjoncture mondiale...**

– Pas nécessairement, parce que le Japon et l'Europe prennent le relais. Je m'attends à ce que, dès cette année, la croissance japonaise par habitant, et peut-être même celle en Europe, dépasse celle des Etats-Unis.

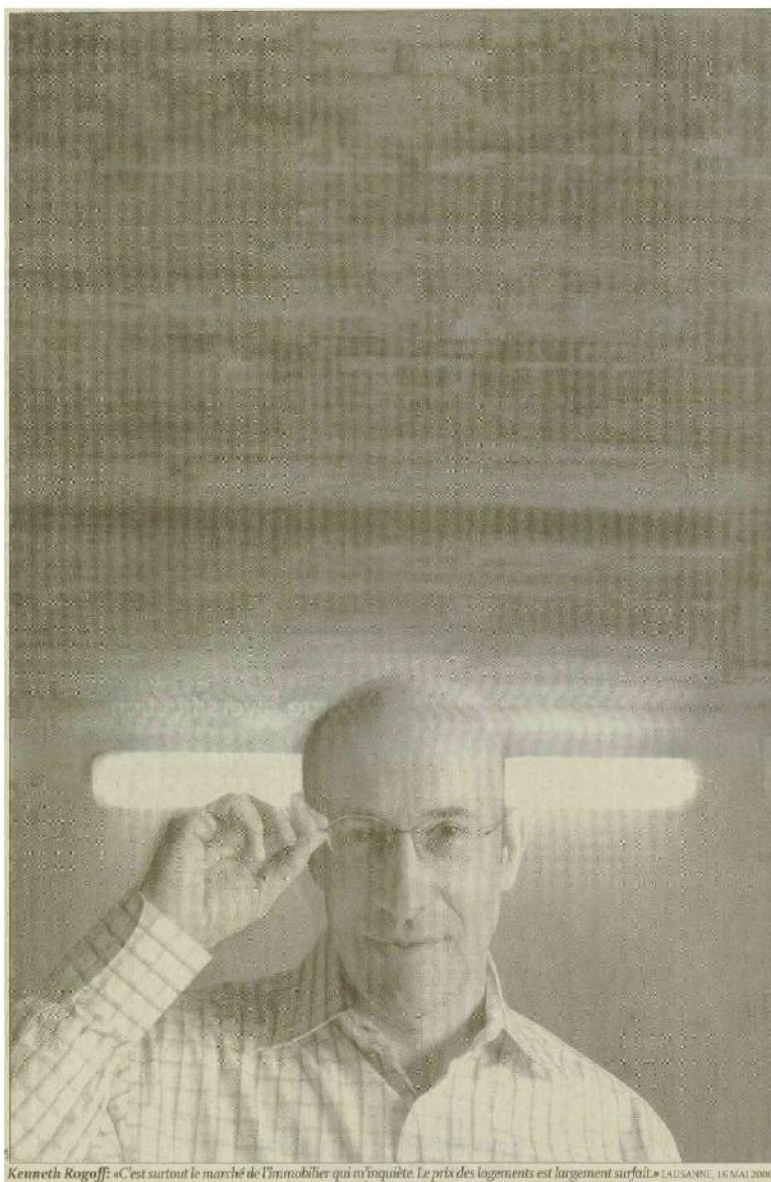
**– Mis à part les turbulences de cette semaine, les places boursières sont à un plus haut depuis trois ans et le prix de beaucoup de matières atteint un niveau historique. La situation est-elle dangereuse?**

– C'est surtout le marché de l'immobilier, partout dans le monde et pas seulement aux Etats-Unis qui m'inquiète. Le prix des logements est largement surfait. En outre, c'est un marché peu liquide et où l'information est loin d'être parfaite. Pour le marché d'actions, n'oubliez pas que nous venons de connaître une période de très forte croissance mondiale. Après avoir stagné, le prix des titres s'est simplement réajusté. De mon point de vue, les Bourses mondiales ne sont pas survalorisées, même si elles peuvent connaître des mouvements de baisses. Il me semble que le scénario le plus plausible est que cela va continuer encore quelques années. En revanche, le prix des matières premières se situe au-dessus de sa tendance de long terme. Il devrait baisser. D'ici à cinq ans, l'or pourrait retomber à quelque 500 dollars l'once, contre près de 800 aujourd'hui.

**– Parlons enfin de la crise existentielle que traverse le FMI. De grands bénéficiaires, comme l'Argentine et le Brésil, se passent désormais de ses services. Comment jugez-vous la réorganisation interne actuelle qui se prépare?**

– La répartition des votes correspond toujours au monde tel qu'il était il y a soixante ans! L'Asie est largement sous-représentée. Tout le monde s'accorde à dire qu'un rééquilibrage doit se produire, et c'est une bonne chose. Je pense que l'Europe, dont les droits de

vote sont deux fois plus grands que ce que sa puissance économique représente, pourrait fusionner les voix de ses pays membres. Elle aurait alors un poids proche de celui des Etats-Unis et apparaîtrait comme un partenaire égal. Sans ce rééquilibrage, le FMI ne changera pas.



*Kenneth Rogoff: «C'est surtout le marché de l'immobilier qui m'inquiète. Le prix des logements est largement surfaît.» LAUSANNE, 16 MAI 2006*