

Inflation sous-jacente hors loyers plus faible aux US qu'en zone euro

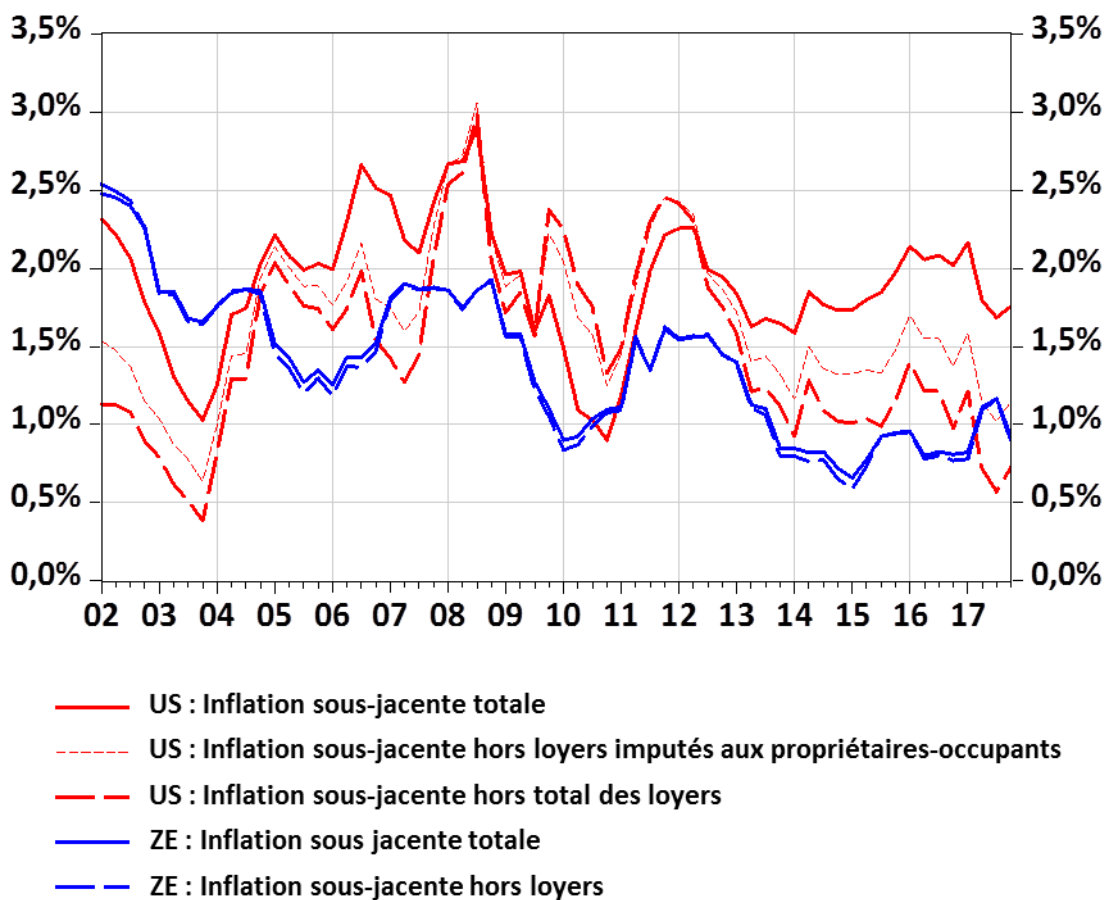
[Eric Monnet](#) et Angel Gomez

L'écart d'inflation sous-jacente entre États-Unis (US) et zone euro (ZE) est dû essentiellement au poids des loyers dans les indices des prix. Depuis le [billet de l'année dernière](#) sur la question, ce constat est confirmé : l'inflation sous-jacente hors loyers est actuellement plus faible aux États-Unis qu'en zone euro, mais l'inflation sous-jacente reste nettement plus élevée aux États-Unis.

Graphique 1 : Inflation sous-jacente vs inflation sous-jacente hors loyers (données trimestrielles).

États-Unis (US) (en rouge) et zone euro (ZE) (en bleu).

Sources : IPC (BLS) pour les US et IPCH (Eurostat) pour la ZE



Dans un billet publié sur ce blog il y a un an avec Vincent Grossmann-Wirth (en [français](#) ; en [anglais](#)), nous examinons l'écart entre l'inflation sous-jacente aux États-Unis (US) et en zone euro (ZE). Notre principal objectif était de décomposer les indices des prix afin d'examiner des activités comparables reflétant la situation macroéconomique domestique des deux côtés de l'Atlantique. Notre analyse se focalisait par conséquent sur l'inflation dite « sous-jacente » : l'inflation des prix hors énergie et alimentaire. Les prix de l'énergie et des biens alimentaires sont plus volatils et, notamment pour l'énergie, principalement déterminés par des facteurs internationaux. Ainsi, il est préférable de les mettre de côté si l'on veut procéder à une comparaison des différences fondamentales d'inflation entre pays. Dans ce billet, nous nous intéressons aux États-Unis et à la zone euro (plutôt qu'à la France) dans la mesure où, comme indiqué dans le billet précédent, notre constat concernant les taux d'inflation de la zone euro est également valable pour la France.

Dans le précédent billet, nous avons mis en évidence deux faits marquants :

- **Fait n°1 :** L'évolution de l'inflation sous-jacente aux États-Unis est très différente lorsque les loyers sont exclus de l'indice des prix. En revanche, en zone euro, inflation sous-jacente et inflation sous-jacente hors loyers sont similaires.
- **Fait n°2 :** Depuis 2014, l'inflation sous-jacente américaine est supérieure d'environ 1 point de pourcentage à celle de la zone euro. Toutefois, quand on exclut les loyers, cette différence disparaît presque entièrement sur la période 2013-2015 et est réduite des deux tiers sur 2016. Si on exclut le coût des soins de santé, cette différence est encore réduite, surtout en 2016.

Au regard de ces faits, nous sommes parvenus à la conclusion qu'il est essentiel de bien comprendre les marchés immobiliers pour pouvoir interpréter les différences de taux d'inflation entre les États-Unis et la zone euro. Il faut se garder d'attribuer à la conjoncture macroéconomique générale des différences principalement déterminées par un secteur spécifique dont l'activité et les prix des actifs suivent des cycles particuliers. Il n'y a pas de raison d'utiliser ou de cibler un indice des prix qui exclut les loyers – lesquels représentent une part importante du budget des ménages –, mais les caractéristiques particulières des cycles des prix immobiliers doivent être prises en compte dans l'examen des différentiels d'inflation.

L'inflation sous-jacente hors loyers est actuellement plus faible aux US

Voici une actualisation de ces deux faits stylisés basée sur les données de 2017:

- **Le fait n°1** reste constant (graphique 1). Depuis 2000, aux États-Unis, on constate fréquemment des différences notables entre l'inflation sous-jacente et l'inflation sous-jacente hors loyers. Une différence particulièrement importante persiste depuis 2013, date du redressement du marché immobilier américain. Inversement, les différences entre inflation sous-jacente et inflation sous-jacente hors loyers sont négligeables en zone euro. La différence entre États-Unis et zone euro ne s'explique qu'en partie par le fait que les loyers imputés sont inclus dans l'indice des prix aux États-Unis (voir

ligne rouge fine pointillée dans le graphique 1). Comme expliqué dans le billet de l'année dernière, cette différence est due au fait qu'aux États-Unis, les loyers ne suivent pas la même évolution que l'inflation sous-jacente (taux de croissance plus élevé depuis 2013, notamment), alors qu'en zone euro, loyers et inflation sous-jacente suivent une trajectoire similaire. La différence est amplifiée par le fait que les loyers imputés aux propriétaires-occupants sont inclus dans l'indice des prix aux États-Unis : de ce fait, le poids total des loyers est environ cinq fois plus élevé que dans l'indice des prix en zone euro.

- **Le fait n°2** est plus marqué (graphique 1). Depuis le deuxième trimestre 2017, l'inflation sous-jacente hors loyers est plus faible aux États-Unis que dans la zone euro, tandis que l'inflation sous-jacente reste (en moyenne sur 2017) plus élevée de 0,8 point de pourcentage outre-Atlantique.