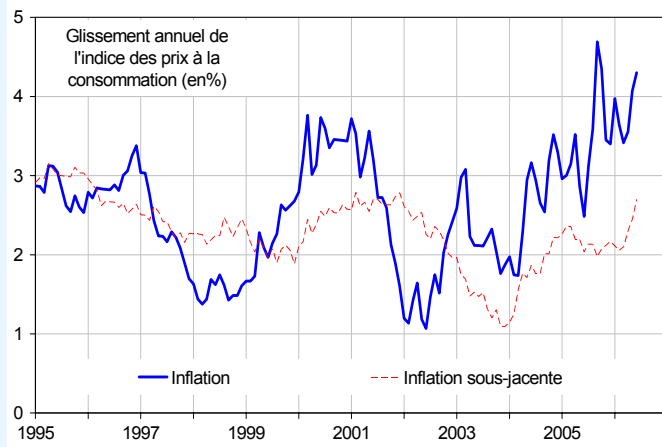


## Risques inflationnistes aux États-Unis<sup>1</sup>

- **L'inflation totale a augmenté quasi-continûment aux États-Unis depuis 2004, en lien avec la forte croissance des prix de l'énergie. En revanche, la hausse de l'inflation sous-jacente (qui était globalement stable depuis le second semestre 2004) est beaucoup plus récente et a relancé les craintes de résurgence des tensions inflationnistes et de nouveaux resserrements de politique monétaire.**
- **L'accélération récente des prix hors alimentation et énergie s'explique - de manière comptable- par le dynamisme du poste logement.** Depuis un an, le prix des services de logement a en effet fortement accéléré, et il a un poids très important dans le panier de consommation des ménages : ces services, payés par les locataires et par les propriétaires, représentent 30% de l'IPC sous-jacent.
- **La pression haussière liée au logement devrait persister au cours des prochains mois. Toutefois, cet effet ne serait que temporaire dans la mesure où les loyers, s'ajustant avec retard aux prix de l'immobilier et à ceux de l'énergie, devraient ensuite ralentir sensiblement.**
- **En dehors des prix de l'énergie et du logement, les risques inflationnistes sont plus contenus :** les évolutions du coût salarial sont modérées, en liaison avec la réduction des prestations de santé versées aux employés et avec le dynamisme boursier, qui réduit le coût pour les entreprises des plans de retraite ; l'inflation importée hors énergie est faible, en particulier parce que l'inflation importée est quasi nulle pour les biens de consommation ; on n'observe que peu d'effet de second tour des prix du pétrole sur l'inflation sous-jacente.
- **Enfin, l'inflation hors alimentation, énergie et logement est en ligne avec les fondamentaux,** pour autant qu'on ajoute aux variables traditionnelles de tensions sur le marché du travail des variables décrivant les déterminants des prestations versées par les entreprises aux salariés (*benefits*).



1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

# Sommaire

## des derniers numéros parus

---

<b>Juillet 2006</b>	<b>n°116</b>	• La baisse de la volatilité macroéconomique explique-t-elle le bas niveau des taux d'intérêt ? <i>Sébastien Hissler</i>
	<b>n°115</b>	• Réduction du biais domestique et financement du déficit courant américain, <i>Luc Eyraud, Françoise Jacquet-Saillard</i>
	<b>n°114</b>	• Assurance-vie et contrat diversifié, <i>Frédéric Cherbonnier, Philippe Gravier, Daniel Turquet</i>
<b>Juin 2006</b>	<b>n°113</b>	• Le policy-mix en zone euro et aux États-Unis de 1999 à aujourd'hui, <i>Clotilde L'Angevin, Fabrice Montagné</i>
	<b>n°112</b>	• Une analyse de l'inflation en France depuis le lancement de l'euro, <i>Benoît Heitz, Julie Muro</i>
	<b>n°111</b>	• Caractéristiques des marchés du travail dans les pays de l'OCDE, <i>Romain Bouis, Jean-Paul Renne</i>
<b>Mai 2006</b>	<b>n°110</b>	• Evolutions comparées des exportations en zone euro, <i>Thibault Cruzet, Antoine Langlet</i>
	<b>n°109</b>	• Analyse de l'évolution des bénéficiaires de la PPE, <i>Ludivine Barnaud, Gaël Bescond</i>
	<b>n°108</b>	• L'investissement en Chine est-il excessif ? <i>Benjamin Delozier, Diana Hochbraich</i>
<b>Avril 2006</b>	<b>n°107</b>	• Vers la fin de la déflation au Japon ? <i>Yann Pouëzat</i>
	<b>n°106</b>	• Enjeux économiques liés à l'intégration des industries post-marché en Europe, <i>Frédéric Cherbonnier, Séverine Vandelayoite</i>
	<b>n°105</b>	• Le ciblage d'inflation à travers l'expérience des pays latino-américains, <i>Sophie Chauvin, Olivier Basdevant</i>
<b>Mars 2006</b>	<b>n°104</b>	• La compétitivité de l'économie allemande, <i>Alexandre Espinoza</i>
	<b>n°103</b>	• La situation économique mondiale au printemps 2006, <i>Pierre Beynet, Nathalie Fourcade</i>
	<b>n°102</b>	• Structure et comportement des entreprises exportatrices françaises, <i>Nila Ceci, Bruno Valersteinas</i>
	<b>n°101</b>	• Le droit des défaillances d'entreprises, <i>Frédéric Cherbonnier, Anne Épanlard, Xavier Payet</i>
<b>Fév. 2006</b>	<b>n°100</b>	• Perspectives d'appréciation du taux de change réel chinois : une analyse économique, <i>Mars Y. Robert</i>
	<b>n°99</b>	• Une modélisation analytique des stratégies d'endettement de l'État, <i>Jean-Paul Renne, Nicolas Sagnes</i>
	<b>n°98</b>	• Les indicateurs de retournement : des compléments utiles à l'analyses conjoncturelle, <i>Pierre Emmanuel Ferraton</i>

# 1. Depuis avril 2004, l'inflation totale a crû quasi-continûment sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie, tandis que l'inflation sous-jacente a été plus stable

## 1.1 La résurgence de l'inflation a provoqué un resserrement de la politique monétaire américaine depuis 2004

Alors que la politique monétaire de la Fed était largement accommodante en 2003 et début 2004, une remontée graduelle des taux directeurs s'est opérée depuis juin 2004, au rythme de 25 points de base par réunion. Le taux directeur de la Fed est ainsi passé de 1% au 2ème trimestre 2004 à 5,25% en juin 2006.

Cette remontée des taux était bien anticipée par les marchés, qui supposaient qu'elle s'arrêterait aux alentours de 4,5-5%. Pourtant, la persistance de tensions inflationnistes, régulièrement soulignées dans les minutes du FOMC, a amené la Fed à dépasser le seuil des 5%. Aujourd'hui, alors que la croissance américaine devrait ralentir dans les trimestres à venir, la question des risques inflationnistes est au cœur du débat sur l'orientation future de la politique monétaire.

## 1.2 La hausse des prix de l'énergie a contribué comptablement à la reprise de l'inflation

Tandis que le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation sous-jacent (hors alimentation et énergie) a été relativement stable de fin 2004 à mars 2006 autour de 2%, l'inflation totale mesurée par la hausse de l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) a augmenté quasi-continûment depuis 2004, pour atteindre plus de 4,3% en juin 2006.

Une décomposition comptable du glissement annuel de l'IPC montre que le dynamisme de

l'inflation peut être attribué principalement à deux postes : le logement et les transports (cf. graphique 2). Ces deux postes ont en commun d'inclure une composante «énergie», qui a fortement accéléré depuis 2004 (cf. graphiques 3 et 4).

En dehors des transports et du logement, la contribution des autres postes est moins forte. On constate toutefois une décélération marquée des prix de l'alimentation depuis mi 2004, compensée par l'accélération des prix des loisirs (depuis mi 2005), de l'éducation (depuis avril 2005) et de l'habillement (depuis février 2006).

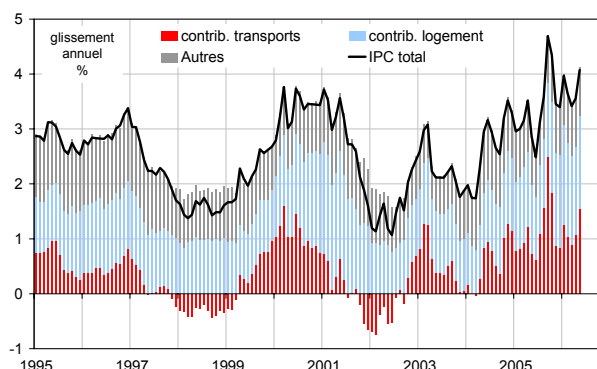
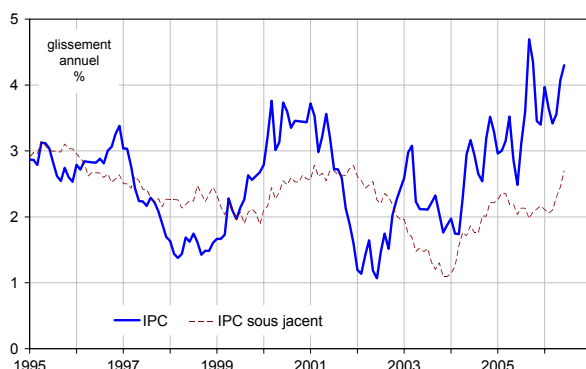
## 2. La composante logement de l'IPC a exercé récemment une pression haussière sur l'inflation

### 2.1 Depuis un an, les services de logement payés par les propriétaires (OER) ont vu leur contribution à l'inflation fortement s'accroître

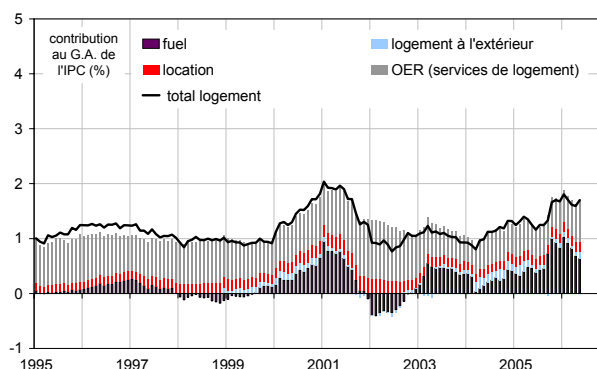
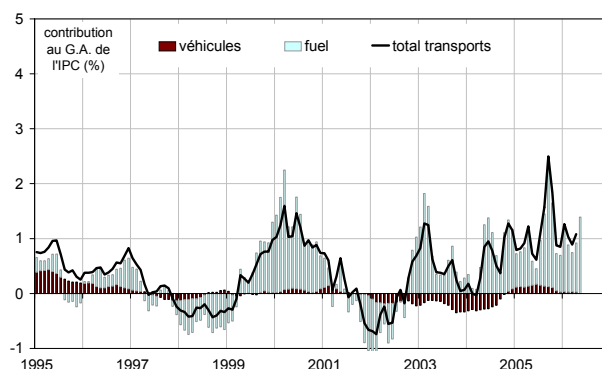
Au-delà des prix de l'énergie, c'est la composante «OER» (*owner's equivalent ratio*) qui explique le dynamisme récent du poste logement. L'OER mesure les services de logement imputés aux propriétaires (69% des ménages étaient propriétaires de leur logement en 2005), la propriété d'un logement n'étant pas seulement vue comme un investissement mais aussi comme une activité de consommation de services.

L'OER est construit comme la différence entre les loyers brut effectifs payés par les locataires (y compris les charges) et les charges associées à la propriété (eau, chauffage...). Les charges sont en effet déjà comptabilisées séparément dans l'IPC pour celles payées par les propriétaires, ce qui n'est pas le cas pour les locataires.

Graphiques 1 et 2 : inflation et ses contributions (source BLS)



Graphiques 3 et 4 : contributions des composantes transports et logement à l'inflation



### Encadré 1 : Mesure du coût annuel de la propriété

Afin de mesurer le coût annuel du logement pour un propriétaire et de le comparer au loyer du bien correspondant, il est nécessaire de ne pas se limiter au prix d'achat, voire au simple coût du prêt couvrant l'achat. Dans la lignée des travaux de James Poterba, le coût annuel de propriété peut ainsi s'écrire :  $P(i^a + \tau + f - \pi) = P u$ , avec  $P$  : le prix du bien immobilier,  $i^a$  : le taux nominal d'intérêt du prêt hypothécaire net des taxes,  $\tau$  le taux de la taxe foncière,  $f$  un taux composite (qui prend en compte l'amortissement du bâtiment, le coût de maintenance du logement, la prime de risque associée à l'investissement immobilier),  $\pi$  la croissance annuelle espérée de la valeur du bien (on suppose en général que cette plus-value anticipée peut être approchée par la hausse moyenne du prix de l'immobilier sur longue période),  $u$  est, par définition, le «coût d'utilisation du logement». Si le marché immobilier était à l'équilibre, les arbitrages entre location et propriété devraient induire l'égalité entre le loyer  $R$  et le coût annuel de propriété :  $R = P \times u$  (2). Cette égalité à l'équilibre est à rapprocher du rapport assimilé à un P/E ratio, qui est habituellement observé. L'équation (2) s'écrit en effet :  $\frac{P}{R} = \frac{1}{u}$  (3)

Cette formulation souligne que le ratio «prix/loyer» peut fluctuer assez largement, en fonction du coût d'utilisation du logement sans pour autant qu'il y ait déséquilibre du marché ; autrement dit, la référence au niveau de long terme de ce ratio n'est pas pertinente pour juger de la surévaluation éventuelle du marché. Il convient pour juger de l'état du marché de comparer le rapport «prix/loyer» effectif et le ratio d'équilibre défini par  $1/u$  ou d'étudier l'évolution du ratio  $(P \cdot u)/R$  sur longue période.

Pour cette simulation (Hypothèses proposées par l'OCDE, «Perspectives Économiques de l'OCDE», n°78 de décembre 2005), qui porte sur l'ensemble des États-Unis, nous avons pris : pour le taux d'intérêt, le taux des prêts à 30 ans (les prêts à taux fixes représentent plus de 70% du nombre des prêts hypothécaires) ; un taux moyen de taxe foncière égal à 1,5% ; un taux  $f$  égal à 4%. Nous avons admis que la croissance anticipée du prix de l'immobilier pouvait être approximée par la croissance moyenne des 20 dernières années, soit 5,3%.

**L'OER a un poids très important dans l'IPC américain (23,5% de l'IPC et 30% de l'IPC core) ; ce poids est légèrement moins élevé dans le déflateur de la consommation<sup>2</sup>. Le rôle central que joue l'OER dans l'évolution de l'IPC peut surprendre si on a à l'esprit que l'IPC français ou les IPC harmonisés européens n'intègrent pas de services de logement payés par les propriétaires. Le choix de ne pas tenir compte de ces services tient aux incertitudes qui pèsent sur leur mesure (d'ailleurs, les manières de les comptabiliser varient largement selon les pays<sup>3</sup>) mais tient également au fait que l'OER est un prix que personne ne paie effectivement. Ceci conduit certains analystes à penser que la Fed sera sans doute moins sensible à une hausse de l'inflation liée à une accélération de l'OER qu'à celle d'un autre poste.**

### 2.2 L'OER accélère à mesure que les charges domestiques ralentissent mais de manière non linéaire

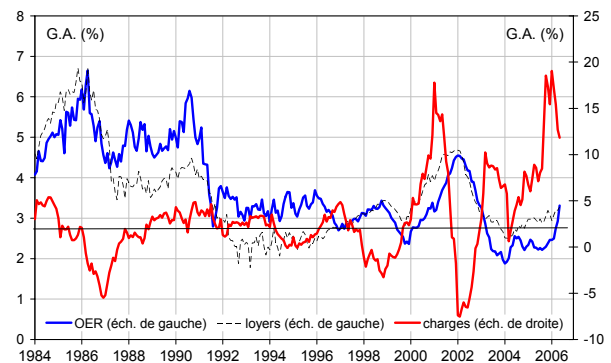
Comme l'OER est la différence entre les loyers et les charges, il évolue en sens inverse des charges. Mais comme les loyers intègrent avec retard l'évolution des charges, le profil de l'OER peut être moins linéaire (cf graphique 5).

Quand les charges accélèrent, l'OER décélère d'abord beaucoup avant d'accélérer par la suite, à mesure que les loyers rattrapent leur retard. Il s'en suit que l'écart entre les courbes de glissement annuel des loyers et de l'OER se creuse d'abord puis se réduit. L'écart entre les deux courbes peut même devenir négatif (i.e. la courbe de l'OER en glissement passe au dessus de celle de loyers).

L'OER dépend bien sûr aussi directement de l'évolution des loyers, qui peuvent continuer à croître à court-terme si le marché immobilier se retourne, mais qui réagissent à plus long terme à la conjoncture immobilière :

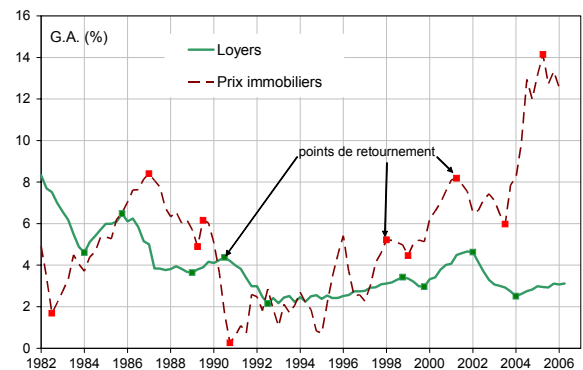
2. Le poids de l'ensemble OER et loyers qui est de 30% dans l'IPC et 38% dans l'IPC core est de 15% dans le PCE et 17% dans le PCE core.
3. Voir Lecat (2003) : «La prise en compte des services de logement dans l'indice des prix à la consommation : une comparaison internationale», *Banque de France, Bulletin Mensuel*.

Graphique 5 : OER et ses composantes



Source : BLS.

Graphique 6 : points de retournement des loyers et des prix immobiliers



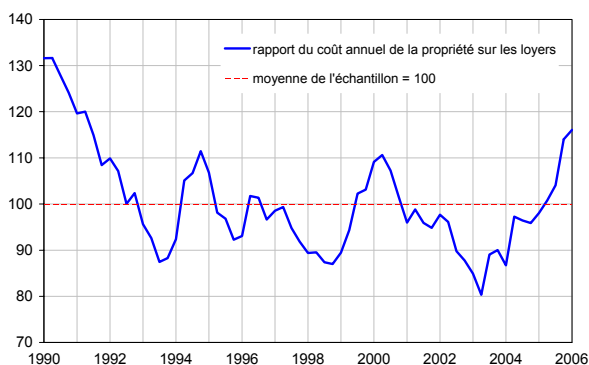
Source : BLS, OFHEO.

en effet, en règle générale, l'arbitrage entre la location et la propriété fait que les séries de prix d'achat dans l'immobilier et de loyers évoluent dans le même sens. Toutefois, lors des points de retournement, les deux séries peuvent évoluer de manière divergente. **On constate ainsi que le glissement annuel des prix immobiliers se retourne la plupart du temps avant celui des loyers (6 mois à 1 an avant, cf. graphique 6).** Lorsque les prix immobiliers sont très élevés, les agents se tournent vers la location, ce qui maintient une pression sur les loyers, alors que les prix d'achat ralentissent.

### 2.3 Décélération des charges domestiques et accélération des loyers iraient tous deux dans le sens d'une accélération de l'OER, qui pousserait temporairement l'inflation sous-jacente au dessus de 2,5%

Actuellement, le marché de la location est sous-évalué par rapport à celui de l'achat, comme le montre le ratio du coût annuel de la propriété sur celui des loyers annualisés (cf. encadré 1 et graphique 7). Un rééquilibrage est donc probable et il impliquerait une accélération des loyers dans les mois à venir. Si l'on fait en outre l'hypothèse conventionnelle d'une stabilisation des prix de l'énergie en prévision, la décélération des charges se combinerait à l'accélération des loyers pour provoquer une accélération de l'OER.

Graphique 7 : équilibre prix-loyers



Source : BLS, calculs DGTPE.

A titre d'illustration, on peut effectuer une simulation comptable : compte tenu du poids de l'OER dans l'IPC, une hausse supplémentaire de 0,4 point de la croissance trimestrielle des loyers et de l'OER aurait pour effet d'accroître l'inflation sous-jacente de 0,15 point par trimestre, rapprochant temporairement le glissement annuel de 3%.

Toutefois, ce résultat doit être considéré avec prudence :

- d'une part, l'inflation provoquée par la composante OER est par nature temporaire, qu'elle soit liée au ralentissement des charges ou à l'accélération des loyers (le ralentissement des charges est pris en compte avec retard dans l'évolution des loyers, tandis qu'un retournement des prix de l'immobilier peut provoquer temporairement une accélération des loyers).

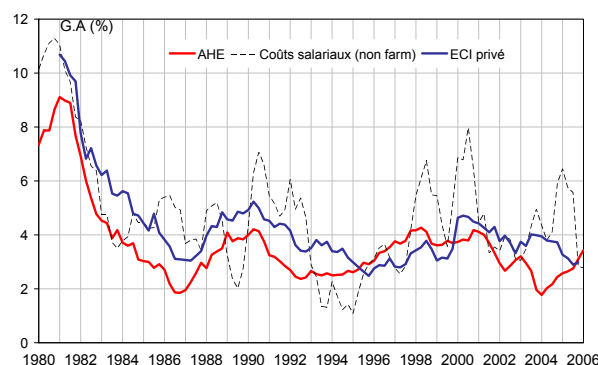
- d'autre part une hausse de 0,4 point des composantes loyers et OER constitue sans doute une borne supérieure.

### 3. Mis à part l'effet temporaire de l'OER et les incertitudes portant sur les prix de l'énergie, les tensions inflationnistes sont plus contenues

#### 3.1 Les coûts salariaux décélèrent depuis mi 2005

Malgré la baisse du taux de chômage, les trois indicateurs de coût du travail horaire du BLS (*Bureau of Labor Statistics*) ont ralenti depuis le second semestre 2005<sup>4</sup> (cf. graphique 8 ci-dessous et la description des indicateurs dans l'encadré 2) :

Graphique 8 : indicateurs de coût du travail



Source : BLS.

- L'indicateur de coût du travail le plus complet est sans doute celui des coûts salariaux dans les secteurs non-agricoles (*Compensation per hour - non farm*) ; or, celui-ci a fortement décéléré depuis début 2005, passant de 6,4% en glissement annuel au 1er trimestre 2005 à 2,8% début 2006.
- L'ECI pour le secteur privé (*Employer Cost Index*), moins volatil, a décéléré continuellement depuis fin 2003 de 4% en glissement à moins de 3% fin 2005.

4. La croissance de la productivité étant relativement stable, il apparaît que ce sont les évolutions du coût salarial qui déterminent celles des CSU. Cela justifie qu'on s'intéresse ici pour la période présente seulement aux évolutions du coût du travail et non à celles de la productivité.

#### Encadré 2 : indicateurs de coût du travail aux États-Unis

Le BLS (Bureau of Labor Statistics) construit plusieurs indicateurs de coût du travail :

L'ECI («Employer Cost Index») est un indice de coût du travail horaire calculé par trimestre. Il comprend à la fois les salaires mais aussi un grand nombre de benefits. De plus, l'ECI utilise des pondérations sectorielles fixes ; cela signifie qu'il mesure l'évolution du coût du travail, à tailles des secteurs fixes. L'ECI est disponible pour l'économie totale et pour le secteur privé.

Les coûts salariaux («Compensation per hour») sont la composante qui rentre dans la construction des CSU (coût salarial horaire rapporté à la productivité horaire). Les coûts salariaux incluent de nombreux benefits et décrivent le coût du travail de toutes les personnes employées dans le secteur des entreprises. Les CS ne sont pas construits avec des pondérations sectorielles fixes, c'est-à-dire qu'ils mesurent l'évolution du coût du travail à taille de secteurs courante.

L'AHE («Average hourly earnings») est une donnée très suivie par les conjoncturistes, car elle a l'avantage d'être mensuelle et disponible rapidement. Toutefois, l'AHE constitue une mesure très incomplète du coût du travail, puisqu'elle ne concerne qu'une partie des coûts (la plupart des benefits en est exclus) et qu'une partie des employés (en particulier, elle exclut le personnel d'encadrement, ainsi que toute personne ne recevant pas un salaire). Par ailleurs, elle n'applique pas de pondérations fixes par branche.

### Encadré 3 : Définition des *benefits*

Les *benefits* (traduit littéralement par «prestations») correspondent aux diverses formes que prend la rémunération d'un travailleur en plus de son salaire. Ces compléments au salaire sont très répandus aux États-Unis, où l'assurance sociale est principalement privée et où les entreprises contribuent au financement des plans d'assurance de leurs employés, en particulier pour la santé et la retraite.

Les *benefits* pris en compte dans l'ECI et les coûts salariaux comprennent les congés payés, les suppléments aux salaires (heures supplémentaires, travail le week-end ou en vacances...), les plans retraite, les assurances (maladie, accident, vie, handicap), et les *benefits* imposés par la loi (en particulier la part revenant à l'employeur des cotisations sociales, pour le système public de retraites et l'assurance chômage).

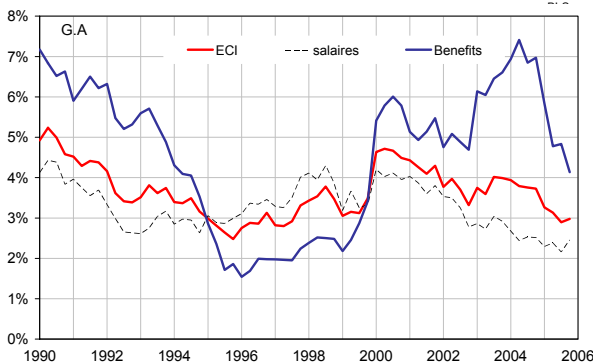
A l'inverse, l'AHE (*Average Hourly Earnings*) a accéléré depuis 2004, en raison de l'évolution dynamique de sa composante «services», ce qui est contradictoire avec les variations de la composante «services» de l'ECI, indicateur plus fiable de coût du travail.

### 3.2 La modération des coûts salariaux s'explique notamment par une forte décélération de la composante *benefits* des rémunérations

Aux États-Unis, les rémunérations versées aux employés comprennent non seulement les salaires mais également des compléments, appelés *benefits*, qui incluent les assurances santé et les retraites (cf. encadré 3).

La croissance des *benefits* présente une tendance marquée à la baisse sur longue période, de 1980 à 1995<sup>5</sup> ; cette tendance s'inverse en 1996 et la croissance des *benefits* augmente jusqu'au début 2004. Depuis, les *benefits* exercent de nouveau une forte pression à la décélération des rémunérations (cf. graphique 9).

Graphique 9: composantes du coût du travail



Source : BLS.

### Le ralentissement récent des *benefits* s'explique principalement par deux facteurs :

- **Les entreprises se montrent moins généreuses sur les prestations santé.** Par exemple, pour faire face à l'explosion des coûts de santé, les entreprises font porter sur les employés une part croissante du coût des primes, se tournent vers des formules de prestations maladies à contribution définie<sup>6</sup> ou durcissent les conditions d'éligibilité aux plans d'assurance maladie.
- **Du fait du dynamisme des marchés boursiers, les entreprises ont moins dû abonder/recapitaliser les fonds de pension à prestations définies (DB)<sup>7</sup> de leurs employés en 2005** (contrairement aux années ayant succédé au krach boursier). En effet, les employeurs ont l'obligation d'abonder les fonds DB, selon des calculs actua-

riels périodiquement mis à jour (de sorte que les sommes accumulées permettent de verser les futures pensions) ; si le marché boursier est dynamique, le montant des versements à effectuer est moindre (voire nul à la fin des années 1990).

Toutefois, l'impact des fluctuations de la bourse sur les *benefits* peut survenir avec retard, dans la mesure où les entreprises ont trois ans pour respecter les règles d'abondement des fonds de pension.

**A l'avenir, la croissance des *benefits* devrait rester modérée :** d'une part, la décélération des coûts de santé est liée à un changement (non réversible à court terme) des politiques salariales des firmes américaines ; d'autre part, le ralentissement de la bourse n'aura qu'un effet différé sur l'obligation d'abonder les fonds de retraite et cet effet peut prendre plusieurs années.

### 3.3 Du fait de l'existence des *benefits* dans la rémunération totale versée aux employés, les déterminants traditionnels du salaire (taux de chômage, prix, productivité) doivent être complétés par des variables de coût de la santé et de cours boursiers

L'estimation d'une équation de coût salarial «à la Phillips», basée sur les déterminants traditionnels (prix, taux de chômage et productivité), décrit bien l'évolution des coûts salariaux des années 1960 au début des années 1980 mais depuis les années 1980, elle donne de mauvais résultats. Ceci tient au fait que les coûts salariaux incluent les *benefits*, dont les déterminants apparaissent peu liés aux déséquilibres sur le marché du travail ou des biens. *A contrario*, une estimation sur l'AHE, série de coût du travail qui n'inclut pas les *benefits*, avec pour déterminants le taux de chômage, l'inflation passée et les gains de productivité, donne de bons résultats, même sur la période récente (cf. graphique 10 et l'encadré 4 pour l'équation).

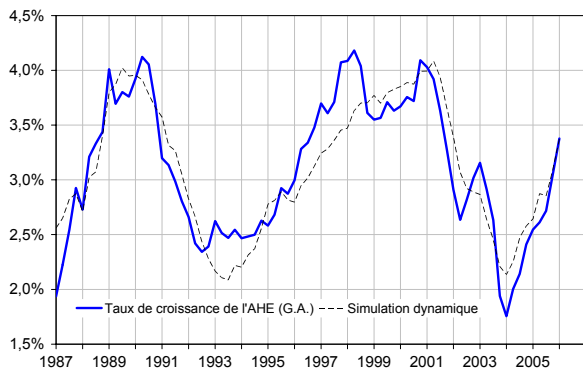
Des variables explicatives supplémentaires doivent être intégrées pour rendre compte de l'évolution des *benefits* (qui représentent en moyenne un tiers des rémunérations) ; **une estimation économétrique montre que les variables de coût de la santé et d'évolutions boursières influent significativement sur la dynamique des *benefits*** (cf. encadré 4 et graphique 11). La variable boursière apparaît de manière retardée (6 et 9 trimestres) avec un signe négatif, conformément à l'intuition selon laquelle un ralentissement de la bourse force les entreprises à recapitaliser les fonds de retraite mais avec un décalage.

5. A l'exception de la forte croissance de l'ECI en 1988, qui fait suite au krach boursier de 1987.

6. Les employés reçoivent annuellement une somme forfaitaire qu'ils investissent dans l'achat d'une assurance maladie.

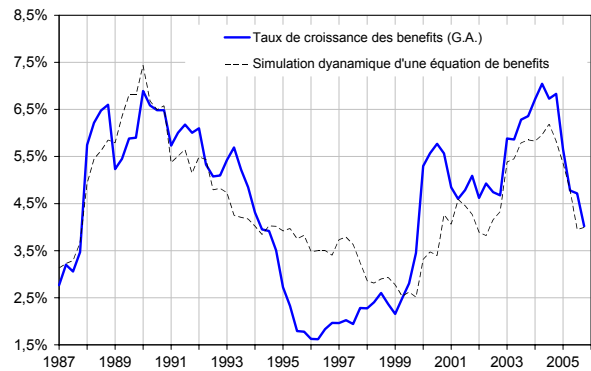
7. Les fonds de pension à prestations définies (ou fonds DB, defined benefits) sont abondés uniquement par les entreprises ; ce sont les salariés (et éventuellement les entreprises) qui abondent les fonds à cotisations définies (fonds DC, defined contributions).

**Graphique 10 : simulations d'équations de coût du travail**



Source : BLS, calculs DGTPE.

**Graphique 11 : simulations d'équations de bénéfices**



Source : BLS, calculs DGTPE.

#### Encadré 4 : équations économétriques

##### Equation d'AHE

Période : T1 1985 à T1 2006 - R2 : 61,9% - DW : 1,54

$$dIAHE = 0,015 + 0,38 * dIIPCCORE_{-4} + 0,12 * dIIPC_{-7} - 0,002 * TCHO + 0,059 * dIPRODT_4$$

(1,9)
(5,6)
(2,6)
(-11,8)
(2,6)

où AHE est l'«Average Hourly Earnings», IPC est l'indice des prix à la consommation, IPCCORE est l'indice des prix sous-jacent, TCHO est le taux de chômage et PRODT est la productivité horaire du travail du secteur des entreprises calculée par le BLS.

##### Equation de bénéfices

Période : T1 1980 à T4 2005 - R2 : 62,2% - DW : 1,73

$$dIBENEF = 0,0035 + 0,36 * dIIPC_{-3} - 0,03 * dIBOURSE_{-6} - 0,02 * dIBOURSE_{-9} + 0,27 * dIPRODT1995_{-4} + 0,5 * dISANTE$$

(3)
(3,9)
(-4)
(-2,4)
(3,0)
(4,8)

où BENEF est la série de bénéfices tirée de l'ECI privé, BOURSE est la série des cours de bourse du SP500, SANTE est l'indice des prix de la santé (tiré du PCE), PRODT1995 est la série de productivité du travail précédente commençant en 1995.

##### Equation de prix

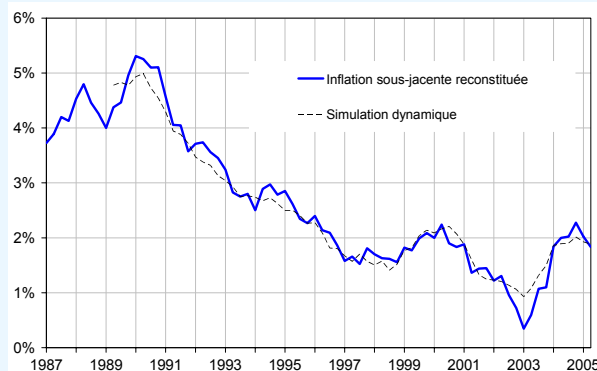
Période : T1 1987 à T1 2006 - R2 : 80% - DW : 2

$$dIIPCR = -0,001 * cst + 0,2 * dIIPCR_{-2} + 0,36 * dIIPCR_{-3} + 0,26 * dIIPCR_{-9} - 0,001 * ECARTCHO_{-1} + 0,0038 * dIBRENT_{-1} + 0,0002 * dISANTE2_{-4} + 0,015 * dIBOURSE1995_{-3}$$

(-1,9)
(2)
(3,8)
(3,1)
(-3)
(2,9)
(3,6)
(3,4)

où IPCR est la série d'IPC reconstituée (hors alimentation, énergie et logement), ECARTCHO est l'écart du taux de chômage au taux de chômage lissé par filtre HP, BRENT est le prix du Brent, BOURSE1995 est la série des cours de bourse du SP500 commençant en 1995, SANTE2 est la série de coût de la santé pour les entreprises calculée par le BLS.

##### Simulation de l'équation de prix



Source : BLS, calculs DGTPE.

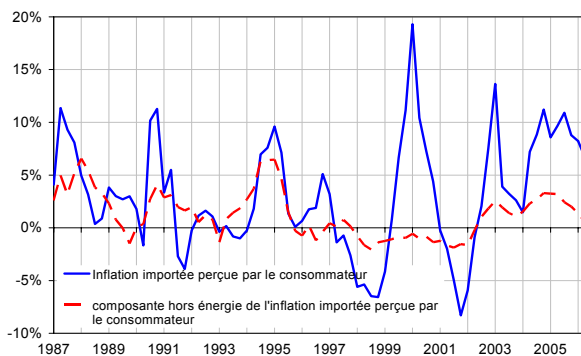
### 3.4 Par ailleurs, l'inflation importée hors énergie est faible

L'inflation importée, telle qu'elle est mesurée par le BLS, est insuffisante pour évaluer l'impact des prix des importations sur l'IPC. D'une part, cette inflation importée concerne tous les types de biens, y compris ceux qui n'entrent pas dans le champ de l'IPC (notamment les prix des biens importés par les entreprises), d'autre part elle ne propose pas de décomposition de l'inflation importée en contributions des postes énergie et hors énergie.

Au prix de certaines hypothèses, on a reconstruit des séries d'inflation importée «perçue par le consommateur», en agréant les séries de prix d'imports sectoriels à partir des pondérations des différents biens dans le panier du consommateur<sup>8</sup>.

Ces calculs font apparaître que l'inflation importée (perçue par le consommateur) est principalement déterminée par sa composante énergie (cf. graphique 12). L'inflation importée récente est forte (de l'ordre de 6%) mais en décélération depuis mi 2005. Par ailleurs, la composante «hors énergie» de l'inflation importée est aujourd'hui quasi nulle. Cela tient principalement au fait que l'inflation importée des biens de consommation est très faible.

Graphique 12 : inflation importée du BLS et reconstruite



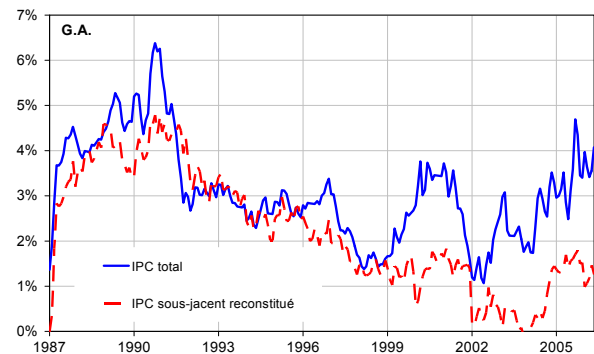
Source : BLS, calculs DGTPE.

### 4. Si on enlève l'effet des composantes idiosyncrasiques (énergie, alimentation, logement), l'inflation sous-jacente (ainsi recalculée) apparaît actuellement plus stable et en ligne avec les fondamentaux

Pour analyser l'évolution de l'inflation, il paraît utile d'en extraire les composantes idiosyncrasiques, telles que l'alimentation, l'énergie et le logement. L'inflation

ainsi reconstruite est plus stable sur la période récente et reste inférieure à 2%. La hausse récente de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) est donc attribuable au poste logement et non à des effets de second tour des hausses du prix du pétrole.

Graphiques 13 : inflation sous-jacente «recalculée»



Source : BLS, calculs DGTPE.

De plus, l'estimation d'une équation de prix peut être enrichie, d'une part en pratiquant l'estimation sur l'IPC «recalculé» (donc hors énergie, alimentation et logement), d'autre part en introduisant de nouvelles variables explicatives (bourse, santé) dont on a vu précédemment qu'elles expliquaient l'évolution des coûts salariaux (cf. encadré 4 pour l'équation et le graphique associé). Cette équation indique que :

- Un effet de second tour du prix du Brent sur l'inflation sous-jacente existe, mais il est faible et a diminué depuis le milieu des années 1980 (comme le montrent des régressions sur des sous-périodes). Aujourd'hui, une hausse de 10% des prix du Brent accroît l'inflation sous-jacente de 0,04% environ.
- Plus fondamentalement, l'inflation est aujourd'hui en ligne avec ses déterminants traditionnels. Ce résultat va à l'encontre de certaines analyses (notamment du FMI), qui jugent l'inflation faible au regard des fondamentaux et qui invoquent une conjonction d'effets temporaires (tels que la mondialisation) pour expliquer ce phénomène.

Luc EYRAUD

Directeur de la Publication : Philippe BOUYOUX  
Rédacteur en chef : Philippe GUDIN DE VALLERIN  
Mise en page : Maryse DOS SANTOS  
(01.44.87.18.51)

8. Ces pondérations sont données par le poids des différents biens et services dans l'IPC. Les pondérations de l'IPC varient chaque année et sont disponibles depuis 1987.