



**HAL**  
open science

## Les États-Unis vers la surchauffe ?

Elliot Aurissergues, Christophe Blot, Caroline Bozou

► **To cite this version:**

Elliot Aurissergues, Christophe Blot, Caroline Bozou. Les États-Unis vers la surchauffe?. OFCE Policy Brief, 2021, 97, pp.1-16. hal-03477051

**HAL Id: hal-03477051**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03477051>**

Submitted on 13 Dec 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## LES ÉTATS-UNIS VERS LA SURCHAUFFE ?

Elliot Aurissergues, Christophe Blot et Caroline Bozou

OFCE, Sciences Po

À peine arrivé à la Maison Blanche, le nouveau président Joe Biden a pris de nouvelles mesures d'urgence. Ces mesures prolongent et complètent celles prises par son prédécesseur. Il en résulte une orientation de la politique budgétaire fortement expansionniste, alimentant un débat sur un risque de surchauffe de l'économie américaine. L'éventualité d'un retour de l'inflation dépend de la taille des multiplicateurs associés aux mesures budgétaires, de la position de l'économie américaine dans le cycle et du lien entre inflation et chômage. Une hausse durable de l'inflation pourrait être observée si les ménages américains dépensent une part substantielle du transfert de revenus dont ils ont bénéficié, si le niveau de l'écart de croissance en 2020 est modéré et si on observe que les anticipations d'inflation augmentent. Le risque ne doit toutefois pas être surestimé et on peut supposer qu'entre le risque inflationniste et le risque de chômage prolongé, Joe Biden aura préféré éviter la deuxième option en assumant la possibilité d'une relance potentiellement disproportionnée. Il faut ajouter qu'un retour des pressions inflationnistes amènerait certainement la Réserve fédérale à reconsidérer l'orientation de la politique monétaire en envisageant une normalisation plus rapide. Ajoutons qu'outre le risque inflationniste, les mesures adoptées en 2020 et 2021 pourraient aussi alimenter le risque financier. En soutenant le revenu des ménages, la politique budgétaire a favorisé le développement d'une forte épargne qui pourrait aussi se traduire par l'amplification du boom boursier et immobilier.

Même si la stratégie américaine comporte certains risques, elle semble engager les États-Unis sur un sentier de croissance bien plus rapide que dans la zone euro, laissant augurer d'une certaine divergence. Il devrait certes y avoir des effets de débordement positifs sur la croissance mondiale et sur donc sur la zone euro. Mais, une politique économique adaptée, et non la seule locomotive américaine, permettra à la zone euro de sortir rapidement et durablement de la crise.

Dès son arrivée à la Maison Blanche le 20 janvier 2021, Joe Biden a fait de la lutte contre l'épidémie de coronavirus et de ses conséquences économiques l'une de ses priorités. En mars, il faisait voter un plan de relance (*American Rescue Plan, ARP*) de 1 900 milliards de dollars<sup>1</sup>. Cette relance s'ajoute aux mesures votées sous l'administration Trump (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act, CARES Act*) au printemps 2020 dont le cumul s'élevait déjà à 2 400 milliards, complété par un accord sur une enveloppe supplémentaire de 900 milliards, signé au Congrès en décembre 2020 (*Consolidated Appropriations Act*). Ainsi, l'État fédéral américain aura dépensé 5 200 milliards de dollars, soit 24 points de PIB de 2019<sup>2</sup>. La nécessité d'une nouvelle relance était certes consensuelle, mais son ampleur suscite davantage de débat alors que la reprise est déjà amorcée et que l'économie bénéficiera à la fois des mesures de soutien budgétaire votées en 2020 et d'une politique monétaire qui reste fortement expansionniste et s'accompagne d'une émission importante de liquidités. La relance de Joe Biden est-elle disproportionnée ? Une politique économique – budgétaire et monétaire – aussi expansionniste peut-elle provoquer la surchauffe de l'économie et alimenter le retour de l'inflation comme le craignent des économistes tels que Lawrence Summers ou Olivier Blanchard<sup>3</sup> ou, au contraire, l'effet sur l'inflation est-il surestimé, comme le suggèrent d'autres analystes<sup>4</sup> ? Le risque inflationniste dépendra de l'effet des plans de relance sur l'activité et le chômage, de la position de l'économie américaine par rapport à son potentiel, autant d'aspects sur lesquels planent quelques incertitudes. Par ailleurs, même en cas de surchauffe de l'économie, la dynamique de l'inflation pourrait être contenue tant que les anticipations d'inflation ne dévient pas fortement et durablement de la cible d'inflation de la Réserve fédérale fixée à 2 %. Au-delà des États-Unis, quelles seront les retombées de ces mesures sur l'économie mondiale ? La zone euro tirera-t-elle profit de la relance américaine ou devons-nous nous inquiéter du risque que ferait peser une accélération de l'inflation sur les taux d'intérêt ?

1.

Deux autres projets ont été annoncés ensuite : un plan d'investissement en infrastructures (*American Jobs Plan*) et un ensemble de mesures en faveur des ménages (*American Families Plan*). Il ne s'agit pas de mesures spécifiques à la crise mais de mesures censées marquer l'orientation de la politique budgétaire sur les huit prochaines années. Ces plans sont en cours de discussion au Congrès dans le cadre du vote du budget.

2.

Près de 90 % de ces dépenses devraient être engagées sur les années 2020-2021.

3.

Voir « *In defense of concerns over the \$ 1.9 trillion relief plan* », Petersen Institute for International Economics, 18 février 2021.

4.

Voir notamment « *US inflation: set for take off?* » *VOX EU*, 7 mai 2021 (<https://voxeu.org/article/us-inflation-set-take>), « *Inflation fears and the Biden Stimulus : look at the Korean war, not Vietnam* » Petersen Institute for International Economics, 25 février 2021 (<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/inflation-fears-and-biden-stimulus-look-korean-war-not-vietnam>), « *US excess savings are not excessive* » *VOX EU*, 1 mars 2021 (<https://voxeu.org/article/us-excess-savings-are-not-excessive>), « *A big fiscal stimulus is urgent, the risk of overheating is small* » Institute for New Economic Thinking, 2 mars 2021 (<https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/a-big-fiscal-push-is-urgent-the-risk-of-overheating-is-small>), « *Cooling it on overheating* » Paul Krugman, février 2021 (<https://paulkrugman.substack.com/p/cooling-it-on-overheating>)

5.

Il s'agit ici de la dette fédérale agrégée. La dette détenue par le public s'élève quant à elle à 100 % du PIB. L'écart correspond à la dette que le Trésor doit à d'autres agences fédérales.

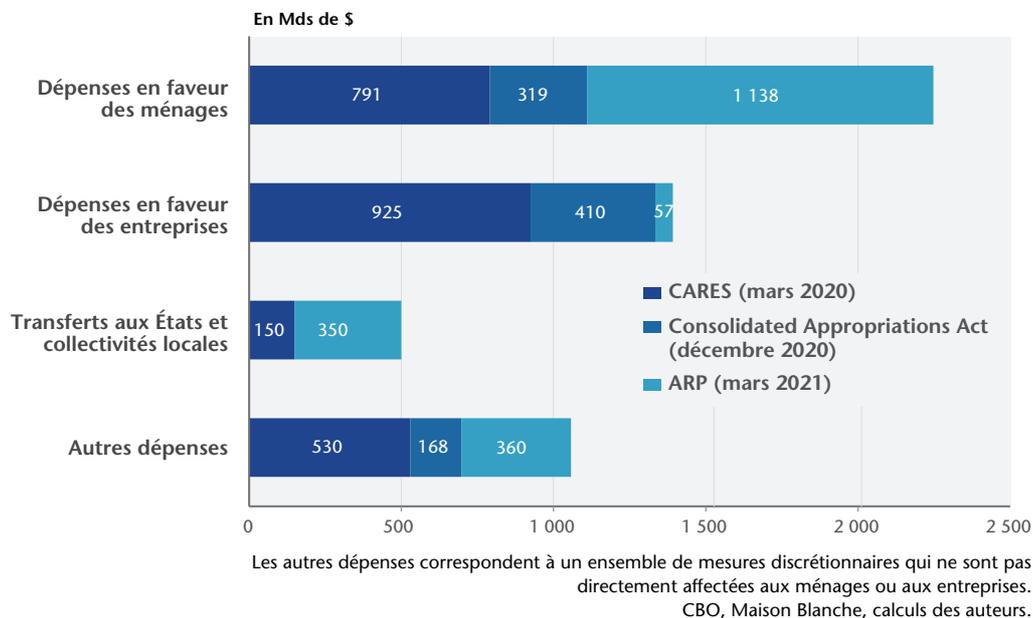
## Les présidents se succèdent mais le soutien reste massif

En 2020, la récession a été moins forte aux États-Unis (-3,4 %) que dans la zone euro (-6,5 %). Partant de l'estimation du PIB potentiel du CBO (*Congressional Budget Office*), le ralentissement de 2020 a néanmoins fortement creusé l'écart de croissance américain qui est passé de +0,1 en 2019 à -5,1 % en 2020. Cette situation s'est traduite par une augmentation du taux de chômage bien plus forte et rapide que dans la zone euro du fait de la forte flexibilité du marché du travail américain et de l'absence d'activité partielle. Comme dans les autres pays industrialisés, Donald Trump puis Joe Biden ont pris des mesures de soutien afin de limiter les effets récessifs induits par la propagation du virus. En 2020, le déficit budgétaire de l'État fédéral s'est fortement dégradé passant de 5,4 % en 2019 à 15,4 %. Avec les mesures supplémentaires votées en mars 2021, le déficit se maintiendrait à 13,8 % en 2021. À titre de comparaison, le déficit serait stabilisé à 7,2 % en zone euro en 2021. Une telle relance a peu d'équivalent dans l'histoire américaine. À titre de comparaison, les plans votés sous les administrations Bush et Obama en 2008 et 2009 s'élevaient à 980 milliards de dollars soit un peu moins de 7 % du PIB de 2009. En conséquence, la dette publique dépasse désormais 130 % du PIB, soit un niveau supérieur au pic observé à la sortie de la Seconde Guerre mondiale<sup>5</sup>.

Les mesures d'urgence adoptées d'abord en 2020 puis prolongées avec le plan Biden ont d'abord visé à financer les dépenses de santé liées à la pandémie – campagnes de dépistage et de vaccination – et soutenir le revenu des ménages et des entreprises touchées par la crise. L'État fédéral a également augmenté les transferts versés aux États américains afin de compenser leurs pertes de recettes fiscales et éviter qu'ils coupent dans leurs dépenses. En termes de timing, ces mesures ont été adoptées en trois temps. Les premières décisions s'inscrivent dans le cadre du *CARES Act*, voté en mars-avril 2020. Ces mesures ont été complétées en décembre 2020 par un accord – *Consolidated Appropriations Act* au Congrès entre Démocrates et Républicains, signé ensuite par Donald Trump avant la fin de son mandat. Elles ont permis de prolonger certaines dispositions du *CARES Act* dans l'attente d'un nouveau train de mesures après l'investiture de Joe Biden. Enfin, le plan Biden (ARP), présenté au Congrès, a été voté en mars 2021. Ces mesures d'urgence doivent être distinguées du budget présenté par l'administration Biden, et négocié au Congrès, qui inclut des mesures dont la finalité n'est plus d'apporter une aide d'urgence mais de stimuler l'investissement public et d'améliorer le pouvoir d'achat des familles les plus modestes, avec un financement qui doit s'appuyer sur une fiscalité accrue des profits des entreprises et des ménages les plus riches. La réduction des inégalités aux États-Unis et l'investissement dans la transition écologique furent des thèmes importants de la campagne présidentielle de Joe Biden, encore faut-il convaincre plus largement le Congrès où la majorité Démocrate est mince.

Malgré des différences notables sur la répartition des mesures d'urgence (graphique 1), les différents plans partagent l'objectif de soutenir fortement le revenu des ménages. Les mesures votées par Donald Trump ont été plus favorables aux entreprises tandis que celles de Joe Biden se sont aussi articulées autour de transferts plus importants vers les États.

Graphique 1. Répartition des plans de relance votés en 2020 et 2021



Ainsi dans le cadre de l'ARP, les individus au chômage ont pu toucher, jusqu'en juin 2021, une allocation chômage fédérale supplémentaire forfaitaire d'un montant de 300 dollars par semaine<sup>6</sup>. Par ailleurs, les Américains, dont le revenu annuel est inférieur à 75 000 dollars, ont reçu à partir de mars 2021 un chèque 2 000 dollars par adulte et autant par enfant à charge<sup>7</sup>. L'objectif de ce transfert était donc de cibler largement les

6.

Aux États-Unis, les règles de l'assurance-chômage sont propres aux États. La durée de versement des prestations est généralement courte (26 semaines). Le rôle de l'État fédéral se limite à l'élaboration des principes généraux, la détermination des objectifs et la supervision de la performance des différents systèmes. Dans le cadre du *CARES Act*, le montant forfaitaire supplémentaire était de 600 \$ par semaine entre les mois d'avril et fin août 2020. L'aide a été ensuite prolongée en août mais pour un montant plus faible, de 400 \$ par semaine, puis en décembre, pour un montant de 300 \$ par semaine.

7.

Dans le cadre du *CARES Act* de mars 2020, ce chèque était de 1 200 dollars plus 500 dollars par enfant. Notons que le montant du chèque était rapidement dégressif au-delà de 75 000 dollars de revenus.

ménages américains puisque 53,3 % des ménages percevaient un revenu inférieur à 75 000 dollars. Si l'on tient compte de l'ensemble des transferts et des réductions d'impôts accordés dans le cadre des trois plans de mars-avril 2020, décembre 2020 et mars 2021, les ménages auront bénéficié de près de 2 000 milliards de dollars sur 2020-2021. Ces mesures de soutien ont fait plus que compenser les pertes de revenus liées à la crise au niveau agrégé, certains individus pouvant en effet ne pas être ciblés par les différents dispositifs. Les premières données du Census Bureau pour 2020 indiquent que les revenus après transferts et impôts des individus situés dans le bas de la distribution – premier quintile – ont progressé plus que ceux des autres quintiles tandis que ceux du dernier quintile – haut de la distribution – ont diminué. Surtout, dans un contexte marqué par des contraintes sur les déplacements et la fermeture de certains commerces, ces mesures de soutien se sont traduites par une forte hausse du taux d'épargne des ménages en 2020<sup>8</sup>. Sur l'ensemble de l'année 2020, malgré une récession inédite, le revenu disponible des ménages américains a progressé de 7,5 % (6,2 % en termes réels). Avec une consommation empêchée, cette hausse exceptionnelle des revenus – en particulier des transferts (graphique 2) – a alimenté l'épargne qui est passée de 7,5 % du revenu disponible en 2019 à plus de 16 % sur l'ensemble de l'année 2020<sup>9</sup>. Avec la levée progressive des mesures prophylactiques et la possibilité d'atteindre une immunité collective, les ménages disposent d'une réserve de revenus inédite. Au premier trimestre 2021, le revenu a été alimenté par les nouveaux transferts votés dans le cadre du plan Biden, ce qui a amplifié l'accumulation d'épargne supplémentaire et soulève donc la question de la pertinence de ces nouvelles mesures.

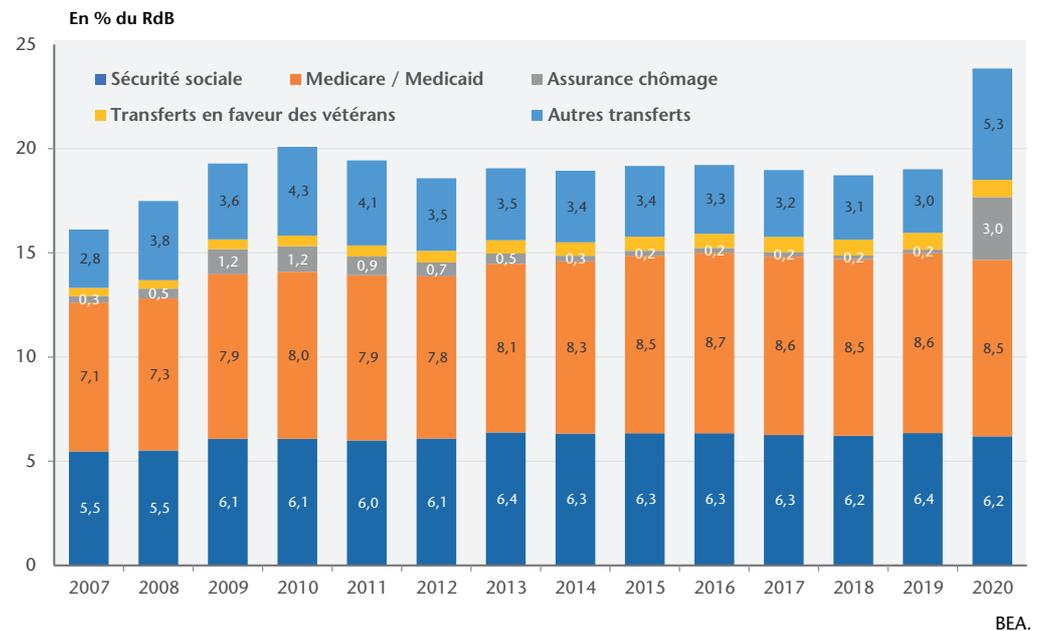
8.

Voir « Europe- États-Unis : comment les politiques budgétaires ont-elles soutenu les revenus ? », *Blog de l'OFCE* du 26 octobre 2020 et « Mesures d'urgence, revenus et épargne : une analyse du choc sur les ménages », *Blog de l'OFCE* du 30 janvier 2021.

9.

Au deuxième trimestre, le taux d'épargne ayant même atteint 26 % du RdB.

Graphique 2. Part des transferts en faveur des ménages



10.

Voir C. Blot et M. Plane, 2021, « Relance aux États-Unis et en Europe : un océan les sépare », *L'économie politique*, n° 91, p. 73-87.

Cette situation tranche nettement avec les mesures prises au niveau européen<sup>10</sup>. Les différences d'ampleur des plans de relance sont significatives, ce qui pourrait influencer la trajectoire de reprise entre l'Europe et les États-Unis. De fait, la reprise est déjà bien engagée aux États-Unis puisqu'au deuxième trimestre 2021, le PIB dépassait son niveau du quatrième trimestre 2019 de 0,8 point alors que la zone euro accusait un retard de 2,5 points. La consommation des ménages a fortement rebondi aux premier et deuxième trimestres progressant de 2,7 % et 2,8 % respectivement par rapport au

trimestre précédent. La dynamique des prix en 2021 confirme l'embellie avec une inflation qui accélère dépassant 4 %<sup>11</sup>. Ces signaux suggèrent-ils le début de la surchauffe ? L'évolution du déflateur de la consommation intègre un effet lié à la hausse du prix du pétrole qui avait fortement baissé en 2020. La remontée reflète donc aussi un effet de base en raison de la faible inflation du deuxième trimestre 2020. L'inflation dite sous-jacente, qui exclut du calcul les variations de prix de l'énergie et de l'alimentation, progresse de 3,6 % en septembre avec une accélération notable du prix des biens durables, notamment dans le secteur automobile. Par ailleurs, le salaire horaire progresse également rapidement depuis le deuxième trimestre 2020. Il faut néanmoins rester prudent dans la mesure où la durée du travail a été fortement chahutée depuis la crise. Enfin, si l'on considère l'inflation moyenne depuis janvier 2020, il ressort qu'elle s'établit à 2 %, soit le niveau de la cible de la Réserve fédérale. La question cruciale est donc de savoir si ces tensions inflationnistes vont s'amplifier et s'installer dans la durée.

11.

Il s'agit ici de l'inflation mesurée par le déflateur de la consommation qui a atteint 4,3 % en août. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation est plus élevée et supérieure à 5 % depuis juin.

## Une relance et trois scénarios

Étant donné l'ampleur du choc, ce n'est pas tant l'opportunité du plan de relance de l'administration Biden qui fait débat que son ampleur. En effet, des politiques contracycliques sont nécessaires et la relance budgétaire doit être envisagée dès lors qu'un choc négatif réduit le niveau d'activité relativement à son potentiel. Le calibrage devrait être tel qu'elles permettent de ramener l'économie vers son potentiel de croissance. Une relance insuffisante maintiendrait l'économie en situation de sous-emploi et de chômage. Inversement, une politique trop expansionniste fait peser un risque de déséquilibre, matérialisé par la surchauffe et des tensions inflationnistes. Or, non seulement la taille du multiplicateur n'est pas connue précisément mais l'écart au PIB potentiel est également incertain. Il existe autant de scénarios pour l'économie américaine que de valeurs pour ces deux paramètres (une infinité donc). Nous pouvons cependant distinguer trois scénarios extrêmes associés à trois visions simplificatrices du monde.

Dans le scénario « croissance », les ménages américains dépensent en 2021-2022 une partie importante des transferts financiers reçus et de l'épargne qu'ils ont accumulée depuis le début de la pandémie. La hausse de la consommation des ménages, et donc de la demande agrégée aux États-Unis, serait très significative. Par exemple, si la propension marginale à consommer des ménages est de l'ordre de 40 % comme le suggère par exemple une étude récente de Coibion *et al.* (2020)<sup>12</sup>, la hausse de la consommation représenterait à elle seule six points de PIB avant même la prise en compte d'effets de second tour sur la consommation ou l'investissement des entreprises ! Dans ce premier scénario, production et importations seraient capables de satisfaire cette demande supplémentaire. La croissance économique serait forte tandis que l'inflation resterait modérée.

12.

O. Coibion, Y. Gorodnichenko et M. Weber, 2020, « How Did U.S. Consumers Use Their Stimulus Payments? », *NBER Working Papers*, n° 27693.

Le scénario « inflation » part du même point de départ que le scénario « croissance ». Une partie importante de l'épargne COVID et des chèques Trump et Biden est dépensée en 2021-2022. Toutefois, contrairement au scénario précédent, ce surplus de demande agrégée ne peut être intégralement satisfait par la hausse de l'offre, production intérieure ou importations. Des tensions inflationnistes apparaissent. Si ces tensions sont fortes, la Réserve fédérale sera amenée à resserrer sa politique monétaire. Les effets de ce resserrement sur l'activité aux États-Unis dépendront de son ampleur, de la dynamique de croissance induite par le stimulus budgétaire et de la réaction des marchés financiers à un resserrement monétaire. Une question importante dans ce scénario est celle de l'origine des tensions inflationnistes. Elles peuvent provenir

soit du comportement des marges des entreprises soit des coûts de production : hausse des coûts salariaux ou des consommations intermédiaires liée à d'éventuelles pénuries. Dans le premier cas, la part des salaires dans la valeur ajoutée diminuerait encore aux États-Unis. Dans le premier cas, la part des salaires dans la valeur ajoutée diminuerait. Dans le cas de tensions sur le marché du travail, la baisse du chômage en dessous de sa valeur d'équilibre provoque des hausses de salaire nominaux. Dans un enchaînement inflationniste classique, une partie de ses hausses seraient répercutées par les entreprises dans les prix alimentant de nouvelles revendications salariales... L'expérience historique suggère que la part des salaires dans la valeur ajoutée augmente dans ce type d'épisode inflationniste.

Dans le scénario « épargne », les ménages n'utilisent qu'une faible partie de leur sur-épargne accumulée et des transferts pour consommer. Ce maintien de l'épargne peut correspondre à un comportement ricardien si les ménages anticipent que le gouvernement augmentera les impôts futurs pour rembourser la dette fédérale accumulée pendant la crise. La presque totalité reste épargnée, *via* les comptes courants, les actifs boursiers et immobiliers et le désendettement. L'effet sur la croissance économique est plus faible que dans les deux premiers scénarios et ne génère pas nécessairement de tensions inflationnistes. En revanche, le prix des actifs financiers et immobiliers américains augmenterait amplifiant la hausse observée depuis plusieurs années. Cette augmentation de la richesse stimulerait toutefois la consommation dans un second temps, ce qui pourrait alimenter une hausse de l'inflation dans un deuxième temps. Néanmoins, le risque principal est plutôt de nature financière si la hausse des prix d'actifs alimente une bulle dont l'éclatement se traduit par des fragilités financières, un rationnement du crédit et une récession. Par ailleurs, ces hausses de prix d'actifs accentueraient probablement les inégalités de patrimoine en faveur des ménages les plus riches.

La trajectoire de l'économie américaine dépendra de plusieurs paramètres : la taille des multiplicateurs, le niveau de production potentiel américain et, pour le scénario « inflation », la pente de la courbe de Phillips. Les prévisions de l'OFCE d'octobre 2021 s'appuient ainsi sur un scénario qui reflète des éléments de ces trois cas polaires. Les estimations sur données américaines suggèrent un effet expansionniste de la politique budgétaire et donc en corolaire un comportement de désépargne des ménages. Dans le cas où les ménages dépensent une part de l'épargne accumulée, ici 20 %, la croissance atteindrait 6,2 % en 2022 et l'inflation 3,8 %. En effet, même si la demande est satisfaite, le chômage à 2,4 % diminue ce qui entraîne une accélération de l'inflation. Notons que cette dynamique s'accompagnerait d'un taux d'emploi atteignant 62 %, soit un niveau supérieur à celui de fin 2019 mais inférieur à celui observé au début des années 2000 et qui avait atteint 64,5 %. La faiblesse du taux de chômage se traduirait par des pressions sur les salaires et donc une inflation plus élevée. Ce scénario de désépargne à 20 % semble compatible avec la tendance de productivité et l'évolution du taux d'activité reflétant la croissance démographique. Au-delà, il y a un risque de surchauffe plus important avec des contraintes bien plus fortes sur l'offre de travail. Le taux d'activité devrait significativement augmenter pour satisfaire la demande de travail. Dans un scénario alternatif sans désépargne, la croissance resterait néanmoins relativement élevée et s'établirait à 4,2 %. L'inflation reviendrait progressivement vers 2,5 % en fin d'année 2022. Les tensions s'atténueraient donc fortement. C'est le scénario qui semble retenu par les membres du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale. Ces scénarios quantifiés sont basés sur des hypothèses fortes concernant les paramètres cités plus haut qu'il convient de discuter.

## Quel effet multiplicateur ?

Si l'on tient compte uniquement des différentes mesures votées depuis mars 2020, l'impulsion budgétaire cumulée s'élève à près de 11,5 points de PIB sur la période 2020-2021<sup>13</sup>. L'effet de ces mesures sur l'activité dépendra de la taille des multiplicateurs. En 2020, les restrictions sanitaires sur les activités ont contraint les dépenses privées et perturbent sans doute l'efficacité des mesures qui ont déjà été prises. L'évaluation des effets multiplicateurs dépend notamment de l'instrument utilisé. Ainsi, l'effet des transferts au profit des ménages dépendra notamment de la propension marginale à consommer. Afin d'en donner une estimation, certaines études exploitent un certain nombre d'expériences « naturelles » comme les loteries ou des calendriers différents dans les versements aux ménages pour comparer le comportement d'un groupe bénéficiant d'une hausse de revenu et un groupe témoin. La majeure partie de ces recherches concerne les États-Unis mais les données en provenance d'autres pays (Norvège, Italie, Taiwan, Singapour) ont également été mobilisées. Les estimations obtenues de la propension marginale à consommer vont de 20 à 80 % mais la plupart se situe entre 30 et 40 %. Ainsi, étudiant les effets de la relance budgétaire américaine de 2009, Parker *et al.* (2013)<sup>14</sup> trouvent une propension marginale à consommer de 35 %, un résultat inférieur à des estimations similaires réalisées sur les baisses d'impôt des années 1990 ou 2000 aux États-Unis, mais cohérent avec les données d'enquêtes<sup>15</sup> ou avec les études réalisées à la suite du *shutdown* gouvernemental de 2013<sup>16</sup>. Cela suggère une hausse de la consommation américaine très substantielle. Ce résultat moyen cache toutefois une hétérogénéité importante au sein des ménages qui incite à la prudence. En ciblant les ménages dont le revenu annuel est inférieur à 75 000 dollars, les chèques Trump puis Biden concernent plus de 50 % des Américains, bénéficiant ainsi certainement aux ménages touchés par la crise mais aussi à certains ayant été peu impactés. L'accumulation d'épargne forcée a probablement été particulièrement forte parmi les plus aisés pour lesquels la propension marginale à consommer tend à être plus faible. À l'inverse, les employés à bas salaires ont été davantage touchés par le chômage, notamment dans les secteurs de la restauration ou du commerce, et leurs pertes n'ont pas été entièrement compensées par l'assurance chômage américaine. Pour ces derniers, les chèques s'ajoutent donc à l'allocation fédérale forfaitaire. Enfin, au niveau agrégé, la hausse du revenu disponible et du patrimoine des ménages américains est tellement importante que la hausse de la consommation pourrait davantage s'étaler dans le temps.

Au-delà de l'estimation de la propension marginale à consommer, l'effet des mesures dépendra de la réaction d'un ensemble d'autres variables macroéconomiques : par exemple du taux d'intérêt ou des importations. Une synthèse récente des études empirique suggère un effet multiplicateur compris entre 2 et 3 pour une diminution des taxes<sup>17</sup> tandis que le multiplicateur de dépenses serait compris entre 0,5 et 2. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse basse d'un multiplicateur agrégé moyen de 0,5, l'effet économique des plans de relance budgétaire sur le PIB des États-Unis pourrait être de 5 points de PIB mais potentiellement de 20 points avec un multiplicateur à 2. Notons de plus que le contexte de la pandémie rend cette évaluation encore plus fragile, les multiplicateurs pouvant dépendre de la position de l'économie dans le cycle<sup>18</sup>.

13.

L'impulsion budgétaire diffère de la somme des mesures votées dans les plans de relance. Elle correspond aux nouvelles mesures de dépenses, d'impôts ou de transferts pour une année donnée. Ainsi, une mesure votée une année (t) et reconduite à l'identique en (t+1) ne crée un stimulus budgétaire additionnel que l'année (t) et n'est donc pas comptabilisée comme impulsion en (t+1).

14.

Voir J. Parker, D. Johnson, N. Souleles et R. McClelland, 2013, « Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008 », *American Economic Review*, vol. 103, n° 6.

15.

Voir notamment C. Sahm, M. Shapiro et J. Slemrod, 2012, « Check in the Mail or More in the Paycheck: Does the Effectiveness of Fiscal Stimulus Depend on How It Is Delivered », *AEJ Economic Policy*, vol. 4, n° 3.

16.

Voir par exemple S. R. Baker et C. Yannelis, 2017, « Income Changes and Consumption: Evidence from the 2013 Federal Government Shutdown », *Review of Economic Dynamics*, vol. 23.

17.

Voir Ramey V. A., 2019, « Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 2, pp. 89-114.

18.

Voir Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps », *Revue de l'OFCE*, n° 116, pp. 61-88.

## Quel est le niveau de l'output gap ?

Le niveau de PIB potentiel n'étant pas observé, il doit être estimé. Pour la fin 2021, les estimations des différentes institutions vont de 19 500 (FMI) à 19 800 milliards de dollars (OCDE) (voir graphique 3).

L'écart avec le PIB (*l'output gap*) correspondant serait compris entre -0,7 et +0,6 %. Ces évaluations sont pour la plupart basées sur des méthodes structurelles et passent par l'estimation d'une fonction de production et la mesure des facteurs de production existants. D'autres approches de calcul du potentiel sont possibles et aucune n'est exempte de limites. Certaines suggèrent une situation pouvant être plus dégradée<sup>19</sup>. Par ailleurs, des analyses plus intuitives basées sur l'état du marché du travail américain et la loi d'Okun donnent des ordres de grandeur un peu plus élevés. Le taux de chômage est aujourd'hui proche de 5 % contre 3,5 % avant la pandémie. Si la hausse de la production était proportionnelle à la hausse de l'emploi, un retour au chômage pré-COVID se traduirait par une hausse de la production intérieure comprise entre 2 et 3 %. Si on utilise un coefficient d'Okun (qui donne l'effet sur l'emploi d'une variation du PIB de 1 %) de 0,45 comme estimé par Ball, Leigh et Loungani (2017), *l'output gap* serait compris entre 2 et 3 %. Si on utilise un coefficient d'Okun (qui donne l'effet sur l'emploi d'une variation du PIB de 1 %) de 0,45 comme estimé par Ball, Leigh et Loungani (2017), *l'output gap* serait compris entre -3 et -4 %<sup>20</sup>.

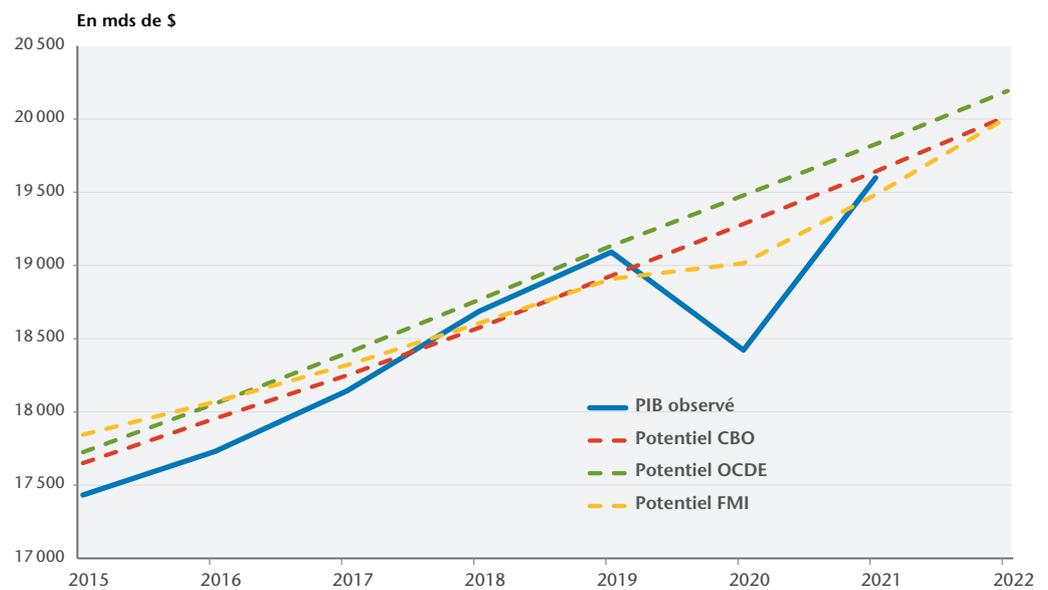
19.

Coibion *et al.* (2018) évoquent une sous-activité pouvant être de 5 à 10 points inférieure à ce qu'estimait le CBO avant la crise. Voir Coibion O., Gorodnichenko Y., & Ulate M., 2018, « The cyclical sensitivity in estimates of potential output », *Brookings Paper on Economic Activity*, Fall.

20.

Voir Ball L., Leigh D., & Loungani P., 2017, « Okun's law: Fit at 50? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49, n° 7, pp. 1413-1441.

Graphique 3. Estimations du PIB potentiel et PIB observé aux États-Unis

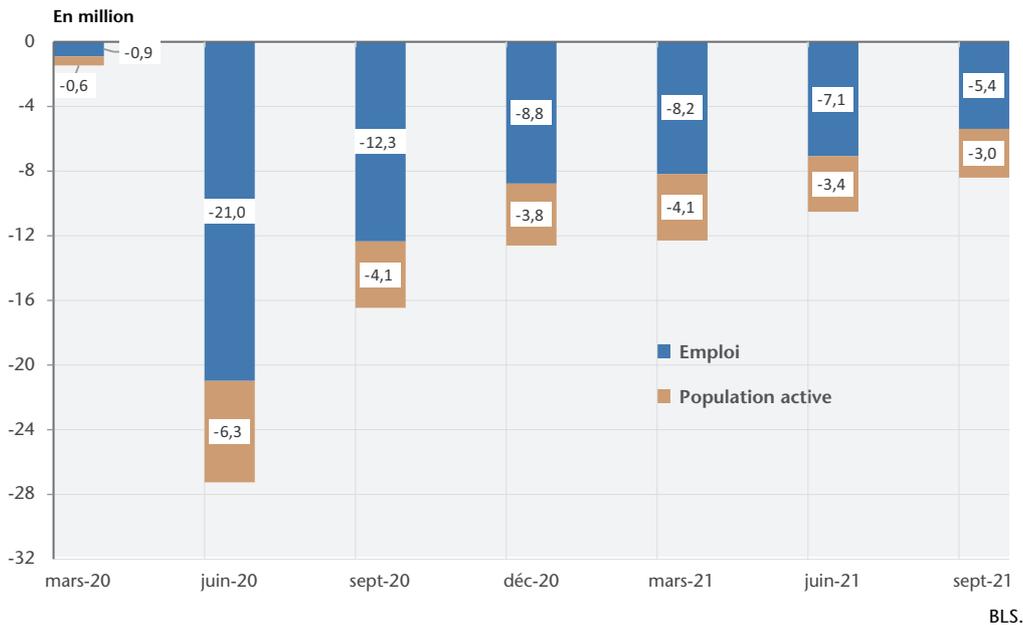


Les estimations du PIB potentiel par le CBO, l'OCDE et le FMI sont représentées par les courbes en pointillés et sont comparées au PIB réellement observé et à son estimation en 2021 (trait plein).  
CBO, FMI, OCDE, Bureau of Economic Analysis.

L'utilisation de mesures élargies du sous-emploi peut également conduire à des estimations plus élevées de *l'output gap*. La crise de la Covid-19 est accompagnée non seulement d'une hausse du taux de chômage mais aussi d'une baisse de la participation à la force de travail comme le montre le graphique 4. Cette dernière reste inférieure de 2 % à son niveau pré-Covid. Quant à l'emploi, mi-2021, il était inférieur de 4,5 % à son niveau pré-Covid. Il est raisonnable de penser que cette baisse est temporaire. De nombreux Américains ont probablement renoncé à chercher un emploi durant la crise de la Covid-19, soit pour des raisons sanitaires, soit parce qu'ils travaillaient dans des

secteurs très touchés par les restrictions. En revanche, la concentration des pertes d'emplois dans des secteurs à faible productivité par employé rend difficile l'estimation d'un *output gap* à partir de ces chiffres. D'autres phénomènes peuvent impacter l'écart entre le PIB actuel et le PIB potentiel mais leurs effets sont très difficiles à évaluer précisément. La crise pourrait avoir durablement impacté le potentiel d'activité par une moindre accumulation de capital, par exemple. L'économie américaine s'est aussi caractérisée ces vingt dernières années par un fort recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée et par une baisse importante de la participation à la force de travail. Les causes respectives de ces deux phénomènes ne sont pas connues avec certitude et font l'objet d'intenses débats académiques. Krueger (2017) suggère non seulement des facteurs structurels à la baisse de la population active mais aussi un effet lié à la crise des opiacés<sup>21</sup>.

Graphique 4. Emploi et population active, en écart au T4-2019



Le stimulus Biden pourrait-il inverser ces tendances ? Dans le cas où le multiplicateur agrégé est faible – autour de 0,5 – et où l'*output gap* est de -5 %, l'impulsion budgétaire totale permettrait tout juste de fermer cet écart d'activité. La relance additionnelle de Biden aurait donc été indispensable et non disproportionnée<sup>22</sup>. Ce scénario s'appuie cependant sur l'hypothèse d'un *output gap* très creusé et d'un multiplicateur faible. En supposant un scénario moins pessimiste sur ces deux hypothèses, on en conclut que la relance se traduira par un *output gap* positif dès la fin de l'année 2021<sup>23</sup>. Il est donc probable que Joe Biden ait fait le choix d'en faire plus pour garantir une sortie de crise rapide et permettre de réduire le taux de chômage. Rappelons en effet que dans un pays où les filets de protection sociale sont moins développés qu'en Europe, l'emploi joue un rôle essentiel pour protéger les individus de la pauvreté. En 2019, le taux de pauvreté des personnes sans-emploi était de 26,4 % contre 2 % pour ceux travaillant à temps plein. La durée d'indemnisation des chômeurs *via* le système d'assurance-chômage est effectivement courte. L'accès à l'assurance santé est également fortement dépendant de l'emploi ; 66 % des assurés sont en effet couverts *via* un contrat souscrit par leur employeur, ce qui est une obligation pour les entreprises de plus de 50 salariés. Les individus en marge du marché du travail ou travaillant dans des petites entreprises doivent se tourner vers des contrats privés au coût élevé. Un autre objectif serait de permettre le retour vers l'emploi de catégories qui s'en étaient éloignées depuis la crise

21.

Krueger A. B., 2017, « Where have all the workers gone? An inquiry into the decline of the US labor force participation rate », *Brookings papers on economic activity*, vol. 2, n° 1.

22.

Hors mesures Biden, l'impulsion budgétaire cumulée aurait été effectivement entre 6 et 7 points de PIB.

23.

Selon l'estimation du CBO, l'écart de croissance était très légèrement positif en 2019 (+0,1 point de PIB potentiel).

de 2008 mais un tel scénario demeure incertain. Il est donc possible que la relance se traduise par des pressions à la hausse sur les salaires et les prix, ce qui pourrait être aussi le moyen d'atteindre et même dépasser la cible d'inflation de 2 % de la Réserve fédérale et renverrait au débat sur le lien entre inflation et chômage<sup>24</sup>.

## Les risques pour l'économie américaine

Les scénarios polaires que nous distinguons impliquent des risques différents pour l'économie américaine sur le moyen terme. Le scénario « inflation » porte en lui la possibilité d'un désancrage durable des anticipations d'inflation des agents privés tandis que le scénario « épargne » est susceptible de déboucher sur la formation de bulles financières ou immobilières.

### Un risque inflationniste ?

La relance budgétaire pourrait donc être un moyen de relancer l'inflation en stimulant la demande, ce qui permettrait d'atteindre la cible. Néanmoins, les deux derniers pics cycliques de 2019 et de 2007 n'ont pas provoqué une forte accélération de l'inflation. Il faut cependant noter qu'en 2019, l'écart de croissance n'a été que faiblement positif selon le CBO – un pic à 0,3 % au troisième trimestre – et uniquement sur une courte période (trois trimestres d'écart positif). Une fois que l'on corrige des effets du prix du pétrole et des biens alimentaires, l'inflation est restée très proche de 2 % (graphique 5). Il faut revenir aux années 1980 pour observer des taux d'inflation pouvant atteindre ou dépasser 4 %. En janvier 2020, le taux de chômage avait d'ailleurs atteint un niveau de 3,5 % – ce qui n'avait pas été observé depuis la fin des années 1960 – et l'inflation n'était toujours pas repassée au-dessus de la cible de 2 % de la Réserve fédérale, suggérant un aplatissement important de la courbe de Phillips, voire une disparition de cette fameuse relation entre le chômage et l'inflation<sup>25</sup>. Là encore, les incertitudes sont importantes.

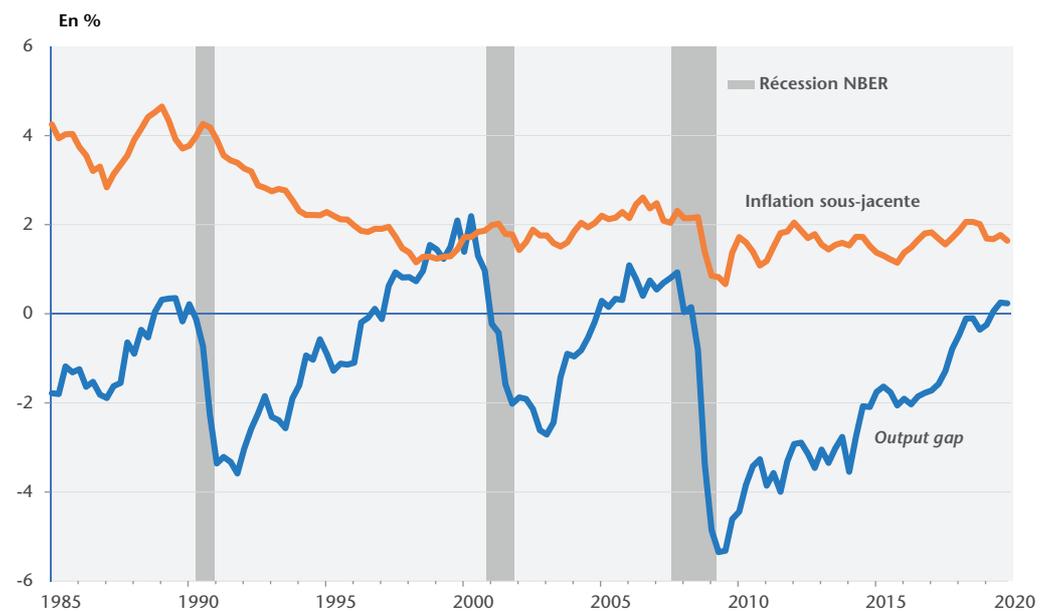
24.

Cette cible est mesurée par le déflateur des prix à la consommation.

25.

Voir « La courbe de Phillips existe-t-elle encore ? », *Rue de la Banque*, n° 56, février 2018.

Graphique 5. Pics cycliques, récession et inflation



L'inflation est ici mesurée par le déflateur de la consommation hors composantes alimentaires et énergie.  
BLS, CBO, NBER.

La faible réaction aux pics et creux cycliques pourrait être liée à l’ancrage des anticipations d’inflation en ligne avec la cible de la banque centrale. Dans ces conditions, une réduction importante du chômage se traduirait certes par une hausse des prix mais qui resterait cependant relativement contenue. Sur la base d’estimations récentes, des économistes américains dont Laurence Ball et Gita Gopinah (2019) anticipent une inflation ne dépassant pas 3 % d’ici 2023 même avec un taux de chômage qui descendrait vers 1,5 %<sup>26</sup>. Ces estimations sont compatibles avec une inflation anticipée stable et en ligne avec la cible de la Réserve fédérale. Néanmoins, rien ne garantit la stabilité d’un tel ancrage. Ainsi, Coibion et Gorodnichenko (2015) expliquent la faible désinflation pendant Grande Récession de 2009 par des anticipations d’inflation, mesurées par les enquêtes auprès des ménages, qui sont restées élevées<sup>27</sup>. Un désancrage des anticipations pourrait donc se traduire par une remontée plus rapide de l’inflation. C’est donc vers cette variable qu’il faut se tourner mais là encore il semble pour l’instant prématuré d’annoncer un retour durable de l’inflation comme les pays industrialisés l’ont connue dans les années 1970. Les indicateurs de marché, auprès des professionnels et des ménages suggèrent certes une hausse de l’inflation anticipée à long terme mais qui se maintient entre 2 et 3 % (graphique 6).

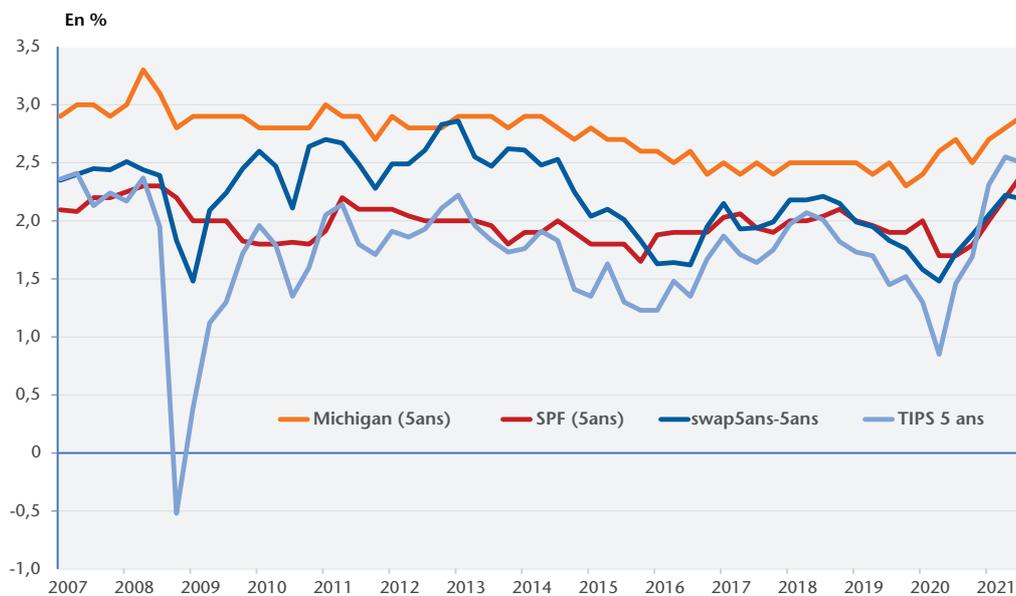
26.

Voir « US inflation: Set for take-off? », *voxeu.org* du 7 mai 2021. Voir également Ball L. & Mazumder S., 2019, « A Phillips curve with anchored expectations and short-term unemployment », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 51, n° 1, pp. 111-137.

27.

Voir Coibion O. et Gorodnichenko Y., 2015, « Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7, n° 1, pp. 197-232.

Graphique 6. Mesures des anticipations d’inflation



Réserve fédérale Saint Louis, Michigan Survey, SPF (Réserve fédérale de Philadelphie), Datastream.

L’argument de stabilité des anticipations impute notamment l’ancrage à la crédibilité de la banque centrale. Ainsi, les agents seraient convaincus que toute hausse de l’inflation sera combattue par la Réserve fédérale qui mettrait en œuvre une politique monétaire plus restrictive afin de satisfaire son objectif d’inflation et la cible de 2 %. La réaction de la banque centrale américaine devait donc être un facteur important. À ce stade, les membres du FOMC se montrent assez peu inquiets sur les risques d’une dérive inflationniste, suggérant que la politique monétaire resterait expansionniste. Il faut cependant noter que le changement de stratégie de politique monétaire pourrait se traduire par une incertitude accrue à propos des intentions de la Réserve fédérale. En effet, en août 2020, Jerome Powell annonçait que la banque centrale veillerait à ce que l’objectif d’inflation soit atteint en moyenne ce qui suggère que les membres du FOMC devraient tolérer une inflation supérieure à 2 % dès lors qu’il y a eu un sous-ajustement

(une inflation inférieure à la cible) auparavant. Néanmoins, aucune précision n'a été apportée quant à l'horizon de cette moyenne. L'inflation annuelle moyenne aux Etats-Unis, mesurée par le déflateur de la consommation qui est l'indicateur retenu par le FOMC, est de 1,5 % depuis 2010. Il faudrait donc une inflation à 2,5 % par an sur les 10 prochaines années pour retrouver la moyenne de 2 %. Mais on peut aussi imaginer que la banque centrale tolère une inflation supérieure à 3 % sur une période plus courte. Faut-il s'en inquiéter ? Non car de nombreux travaux suggèrent qu'il y a des coûts macroéconomiques à une inflation excessive mais que le seuil à partir duquel ce coût devient significatif est incertain. Celui-ci n'est pas déterminé avec précision mais il est probable que ces coûts deviennent significatifs pour une inflation comprise entre 5 et 10 % sans. Le point clé serait que les anticipations s'ancrent au-delà de la borne maximale tolérée par la banque centrale. Mais dans ce cas, on imagine difficilement la Réserve fédérale rester inactive. Elle ne manquerait certainement pas de préciser le seuil à partir duquel elle juge l'inflation trop forte et durcirait en conséquence l'orientation de la politique monétaire. Pour ce faire, elle peut non seulement augmenter son taux directeur mais aussi réduire la taille de son bilan afin d'influencer l'ensemble de la structure par terme des taux d'intérêt. Ces différents éléments suggèrent donc que le risque de surchauffe existe mais qu'il ne doit pas être surestimé. Il doit par ailleurs être évalué à l'aune du coût de ne pas en faire assez ce qui entraverait la reprise et ralentirait la baisse du chômage.

### *Un risque financier ?*

Le plan Biden comporte également un risque financier. En stimulant autant le revenu des ménages, l'épargne abondante qui en résulte pourrait alimenter un boom des prix immobiliers et des actions<sup>28</sup>. Dans ce contexte, on peut imaginer qu'un choc négatif ou une forte augmentation des taux d'intérêt pourrait renverser les anticipations de marché et provoquer un retournement brutal des prix d'actifs. Si la dynamique des prix d'actifs est un facteur clé pour juger du risque financier, celui-ci dépend également des fragilités du système financier. Ainsi, malgré un effondrement des cours boursiers en 2000, les répercussions macroéconomiques avaient été relativement modérées sans doute parce que la banque centrale avait assoupli sa politique monétaire mais aussi parce que les ménages étaient moins endettés et le système financier plus résilient<sup>29</sup>. En 2007, la crise a en partie émané du marché immobilier et a révélé un endettement élevé des ménages – particulièrement des ménages modestes – et une forte exposition du système financier mondial à un ensemble de pertes enchevêtrées. Aujourd'hui, on peut constater que le niveau des prix se traduit par une déconnexion importante aux fondamentaux (graphique 7). Mais le niveau d'endettement des ménages est bien plus faible qu'en 2007 et s'est stabilisé en 2020 ce que confirment aussi certaines données d'enquêtes indiquant que les ménages ont profité de leur chèque pour réduire leur endettement<sup>30</sup>. Les crédits à la consommation et immobiliers représentent 69 % du PIB début 2021, contre 67,5 % fin 2019. Ce niveau dépassait 90 % début 2008<sup>31</sup>. Il n'en demeure pas moins que même modéré, le risque financier ne peut être ignoré et même si la nouvelle administration Biden souhaite une réorientation profonde de la politique économique américaine, il faudra aller au-delà de la fiscalité des entreprises, des ménages aisés et des programmes de dépenses en faveur de l'éducation. Cela devra aussi passer par une réglementation financière adaptée pour mettre en œuvre les conditions d'une reprise durable et sans déséquilibres macroéconomiques et financiers.

28.

En 2020, le taux d'épargne des ménages a augmenté de 8,5 points et au premier trimestre, il dépassait de nouveau 21 % du revenu disponible du fait des premières mesures dont ont bénéficié les ménages.

29.

À la fin des années 2000, l'endettement des ménages était de 87 % du revenu disponible contre 122 % mi-2007.

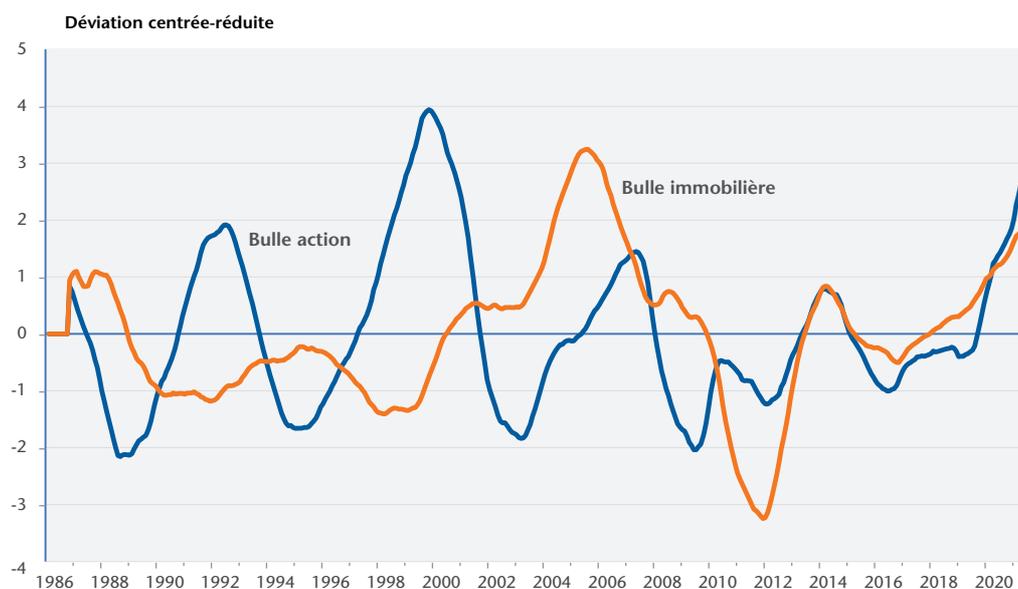
30.

Voir « [How US consumers use their stimulus payments](#) », *VOXe* du 8 septembre par O. Coibion, Y. Gorodnichenko et M. Weber.

31.

Exprimée en pourcentage du revenu disponible, la dynamique observée depuis fin 2019 est bien plus erratique reflétant ainsi les forts à-coups du revenu disponible.

Graphique 7. Indicateurs de surévaluation du prix des actifs



L'indicateur mesure la composante bulle des prix d'actifs, en déviation centrée-réduite par rapport à une estimation de la valeur d'équilibre.  
BEA (NIPA), BLS, Réserve fédérale, calculs d'après Blot C., P. Hubert et F. Labondance, 2020, « The asymmetric effect of Monetary policy on asset price bubbles », *OFCE Working Paper*, n° 12/2020.

## Quelles conséquences pour l'Europe ?

Étant donné le poids économique des États-Unis et l'ampleur de la relance, ces choix de politique économique devraient aussi avoir des répercussions sur l'économie mondiale et donc sur la zone euro. Les États-Unis et la zone euro opérant dans un régime de change flexible, différents canaux de transmission peuvent fonctionner, en particulier un canal réel et un canal financier. Le canal réel est activé par le commerce bilatéral, c'est-à-dire par les effets de demande intérieure qui modifient le niveau des exportations. Outre l'effet de demande, la dynamique du commerce extérieur peut être amplifiée ou atténuée par un effet de taux de change selon que les politiques se traduisent par une appréciation ou une dépréciation du dollar. Quant au canal financier, il existe du fait des mouvements de capitaux et des variations de prix d'actif induits par les décisions de politiques monétaire et budgétaire. Ainsi les différents scénarios réalisables aux États-Unis influenceront la transmission de la politique budgétaire *via* l'activation de ces différents canaux.

Reprenons les trois scénarios précédemment présentés afin d'en évaluer les potentielles retombées sur la zone euro.

Dans le scénario « croissance », les ménages américains dépensent une partie de leur sur-épargne soutenant ainsi la hausse de la demande globale. Une première impulsion pour la zone euro proviendrait des liens commerciaux directs. En effet, la hausse de la demande globale devrait en partie être satisfaite par le recours aux importations provoquant ainsi une amélioration des exportations nettes de la zone euro. L'effet direct serait limité, les exportations de l'Europe vers les États-Unis ne représentant que 4 % du PIB de la zone euro. En revanche, l'effet indirect induit par la reprise de la croissance mondiale liée à l'impulsion donnée par les mesures budgétaires américaines pourrait être beaucoup plus significatif puisque les exportations européennes vis-à-vis du reste du monde représentent environ 30 % du PIB. Dans tous les cas, les canaux de

transmission et l'ampleur des retombées sont incertaines du fait des incertitudes qui pèsent sur la taille des multiplicateurs mais également parce que les liens commerciaux ne prennent pas en compte les effets psychologiques induits par une politique de relance. En particulier, les ménages et entreprises européennes pourraient être plus optimistes et ainsi relancer des projets d'investissement mis en pause durant la période de pandémie de la Covid-19. Également, la guerre commerciale initiée par l'administration Trump pourrait se poursuivre sous une forme différente et minimiser les effets d'entraînement de la politique de relance américaine.

Dans le scénario « inflation », la relance budgétaire conduirait à une surchauffe de l'économie américaine du fait d'une augmentation de la demande globale non satisfaite par une augmentation de l'offre. Les effets de débordement sur la zone euro dépendront de l'ampleur des tensions inflationnistes observées aux États-Unis et de la réponse de la politique monétaire américaine. Une hausse des taux d'intérêt américains devrait en effet induire une appréciation du dollar – et donc une dépréciation de l'euro – par rapport aux autres monnaies. La compétitivité prix de la zone euro s'améliorerait à la fois *via* la hausse des prix des producteurs américains en dollars et la hausse du dollar lui-même. Une poussée d'inflation aux États-Unis peut cependant également avoir des effets négatifs sur les pays européens. L'inflation américaine peut se transmettre à la zone euro *via* le prix des matières premières et l'appréciation du dollar tandis qu'une forte divergence des taux d'intérêt américains et européens pourrait induire des risques sur les acteurs financiers européens endettés en dollars. La BCE pourrait alors être amenée à resserrer prématurément sa politique monétaire. Ce resserrement pèserait sur l'activité de la zone euro d'autant plus que les plans de relance sont de faibles ampleurs comparativement au plan Biden et que la réactivation des règles budgétaires pourrait empêcher les autorités de donner l'impulsion de la reprise.

Dans le scénario « croissance », les ménages américains dépensent une partie de leur surépargne soutenant ainsi la hausse de la demande globale. Une première impulsion pour la zone euro proviendrait des liens commerciaux directs. En effet, la hausse de la demande globale devrait en partie être satisfaite par le recours aux importations provoquant ainsi une amélioration des exportations nettes de la zone euro. L'effet direct serait limité, les exportations de l'Europe vers les États-Unis ne représentant que 4 % du PIB de la zone euro. En revanche, l'effet indirect induit par la reprise de la croissance mondiale liée à l'impulsion donnée par les mesures budgétaires américaines pourrait être beaucoup plus significatif puisque les exportations européennes vis-à-vis du reste du monde représentent environ 30 % du PIB. Dans tous les cas, les canaux de transmission et l'ampleur des retombées sont incertaines du fait des incertitudes qui pèsent sur la taille des multiplicateurs mais également puisque les liens commerciaux ne prennent pas en compte les effets psychologiques induits par une politique de relance. En particulier, les ménages et entreprises européennes pourraient être plus optimistes et ainsi relancer des projets d'investissement mis en pause durant la période de pandémie de la Covid-19. Également, la guerre commerciale initiée par l'administration Trump pourrait se poursuivre sous une forme différente et minimiser les effets d'entraînement de la politique de relance Américaine.

Enfin, le scénario « épargne » implique que les revenus supplémentaires des ménages américains soient dans leur quasi-totalité épargnés *via* les comptes courants, les actifs boursiers et immobiliers et le désendettement. Dans ce scénario, les effets d'entraînement vers la zone euro devraient être faibles. Deux canaux pourraient toutefois intervenir. La hausse des prix des actifs, si elle concerne également les actifs de la zone euro pourrait conduire à un effet de richesse positif en zone euro, entraînant une hausse de la consommation. D'autre part, la hausse de l'épargne pourrait conduire à

une baisse des taux d'intérêt qui dévaluerait le dollar vis-à-vis de l'euro et entraînerait ainsi une baisse des exportations nettes de la zone euro. La matérialisation de ces deux effets demeure cependant très incertaine. La littérature suggère cependant que les effets richesse sur la consommation sont assez faibles en Europe, au moins quand l'effet richesse vient de la hausse du prix des actifs financiers. D'autre part, la baisse des taux qui suivrait une hausse de l'épargne ne pourrait être que limitée, les États-Unis se situant déjà à proximité de la limite basse envisageable pour les taux d'intérêt (l'« effective lower bound »). Dans ce scénario, il faudrait surtout craindre une accentuation du risque financier global. La crise récente a rappelé la forte interconnexion des systèmes financiers. Une crise financière aux États-Unis aurait nécessairement des effets macroéconomiques et fragiliserait le système financier des pays de la zone euro.

Dans tous les cas, la politique budgétaire accommodante d'un grand pays comme les États-Unis aura des retombées en Europe, au moins *via* le canal commercial. L'ampleur des effets liés à celui-ci demeure cependant incertain tout comme la réponse du taux de change. Celle-ci n'est pas claire dans la littérature empirique. À l'inverse du modèle canonique de Mundel-Fleming<sup>32</sup>, certains résultats empiriques montrent que les politiques budgétaires expansionnistes peuvent être suivies d'une dépréciation de la monnaie domestique induisant un effet transmission international de la politique budgétaire américaine plus faible, voire négatif<sup>33</sup>.

Il reste donc que même si la stratégie américaine comporte certains risques inflationnistes mais probablement surtout financiers, elle permet d'engager les États-Unis sur un sentier de croissance bien plus rapide que dans la zone euro, laissant augurer d'une certaine divergence. Certes, avec la fin progressive de la pandémie, de nombreux indicateurs économiques de la zone euro repassent au vert. Mais la capacité de la zone euro à refermer rapidement l'écart de croissance et préserver le potentiel de croissance pose question. Les Européens sont déjà en retard sur ce point et ne doivent pas espérer que les retombées des plans Trump et Biden suffiront à retrouver les niveaux d'activité d'avant-crise.

## Conclusion

La politique budgétaire des administrations Trump puis Biden représente un stimulus inédit depuis la guerre de Corée (1950-53), voire la Seconde Guerre mondiale. Faute d'expériences historiques récentes, il est difficile d'en prévoir les conséquences. Nous avons donc distingué qualitativement trois scénarios extrêmes associés chacun à une certaine vision du monde. La vérité sera entre les trois. La littérature académique sur la propension marginale à consommer et les multiplicateurs budgétaires d'un côté, la capacité de l'économie américaine à surprendre positivement les observateurs de l'autre, nous font plutôt pencher vers le scénario « croissance », qui s'accompagnerait certes d'une augmentation de l'inflation mais relativement modérée. Nous ne pouvons exclure une remontée inflationniste plus forte et plus durable. De même l'envolée du prix des actifs financiers reste une menace sur la stabilité financière et donc la croissance. Un autre élément d'incertitude porte sur les effets à moyen et long termes des choix économiques de Biden. Ceux-ci ne se réduiront pas aux mesures d'urgence prises pendant la crise. Les plans de budget présentés par la suite visent une transformation plus structurelle de l'économie *via* un rééquilibrage : plus de dépenses de transferts aux familles financées par les plus riches et plus de dépenses d'investissement public (en infrastructures) financées par l'impôt sur les sociétés. La volonté est de créer les conditions de la croissance de demain et de réduire les inégalités. ■

### 32.

Ce modèle suggère en effet qu'une expansion budgétaire augmente le taux d'intérêt domestique, ce qui attire les entrées de capitaux provoquant ainsi une appréciation de la monnaie.

### 33.

Voir par exemple Ravn, Schmitt-Grohé et Uribe, 2012, « Consumption, government spending, and the real exchange rate », *Journal of Monetary Economics*, vol. 59, n° 3, pp. 215-234. Cette réponse du taux de change réel pourrait être liée aux habitudes de consommation des agents. Selon Ravn *et al.* (2010), les entreprises sont incitées à vendre davantage sur le marché domestique et diminuent en conséquence leurs marges, ce qui se traduirait par une dépréciation réelle. Une autre explication pourrait être liée à la dynamique anticipée du compte courant. Si les agents anticipent que la politique budgétaire se traduit par une dégradation du compte courant, la monnaie se déprécie pour restaurer l'équilibre.

## Nos derniers Policy briefs

13 octobre 2021 (*Policy brief 95*)

**La vague espérée de la reprise. Perspectives 2021-2022 pour l'économie française**  
Département analyse et prévision de l'OFCE, Éric Heyer et Xavier Timbeau (dir.)

13 octobre 2021 (*Policy brief 94*)

**Le prix de la reprise. Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale**  
Département analyse et prévision de l'OFCE, Éric Heyer et Xavier Timbeau (dir.)

11 octobre 2021 (*Policy brief 93*)

**La dette publique au XXI<sup>e</sup> siècle : une analyse de la dynamique de la dette publique avec Debtwatch**  
Xavier Timbeau (dir.), Elliot Aurissergues, Éric Heyer

6 octobre 2021 (*Policy brief 92*)

**Dette publique : un changement de paradigme, et après ?**  
Jérôme Creel, Éric Heyer, Mathieu Plane, Côme Poirier, Xavier Ragot (dir.),  
Francesco Saraceno, Xavier Timbeau

14 juin 2021 (*Policy brief 91*)

**Soutenir le niveau de vie des parents isolés ou séparés en adaptant le système**  
Hélène Périvier, Muriel Pucci

20 mai 2021 (*Policy brief 90*)

**À la bonne santé de tous les Européens !  
Pour une agence de santé européenne unique**  
OFCE

14 avril 2021 (*Policy brief 89*)

**Perspectives économiques 2021-2022 : résumé des prévisions du 14 avril 2021**  
Département analyse et prévision de l'OFCE, Éric Heyer et Xavier Timbeau (dir.)

6 avril 2021 (*Policy brief 88*)

**Cinq ans après la réforme du congé parental (PreParE),  
les objectifs sont-ils atteints ?**  
Hélène Périvier, Grégory Verdugo

Elliot Aurissergues, Christophe Blot, Caroline Bozou, 2021, « Les États-Unis vers la surchauffe ? », *OFCE Policy brief 97*, 25 novembre.

Directeur de la publication Xavier Ragot  
Rédactrice en chef du blog et des *Policy briefs* Christine Riffart  
Réalisation Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2021 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

[www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)  @ofceparis