

## Flash Economie

16 avril 2021 - 283

### Très forte relance budgétaire aux États-Unis, comment en analyser les conséquences ?

La relance budgétaire est colossale aux États-Unis (1 900 Md\$ de plan de relance, puis 3 000 Md\$ d'investissement en infrastructures).

Comment en analyser les conséquences à moyen terme ?

- Peut-elle être inflationniste aux États-Unis ? La réponse est négative si le multiplicateur budgétaire est faible (avec une forte progression des importations en particulier) et si le degré de sous-emploi est initialement fort ;
- peut-elle conduire à une hausse des taux d'intérêt à moyen terme s'il n'y a pas d'inflation ? Il peut y avoir deux mécanismes :
  - l'épargne mondiale reste suffisante, mais la demande mondiale de dollars devient insuffisante pour financer la dette extérieure des États-Unis : il y a hausse des taux d'intérêt sur le dollar par rapport à ceux des autres pays ;
  - l'épargne mondiale est insuffisante, ex ante, pour financer ces déficits publics supplémentaires, et le rééquilibrage ex post nécessite une hausse des taux d'intérêt mondialement. Évidemment, ex post, l'épargne du Monde couvre le déficit public du Monde, mais la question est de savoir quel mécanisme amène à cet équilibre ex post.

À court terme, l'équilibre peut être obtenu par la hausse de la production et de l'épargne, avec l'effet multiplicateur de la hausse du déficit public aux États-Unis sur la production mondiale.

Mais à moyen terme, l'équilibre nécessite normalement une hausse des taux d'intérêt, sauf si les dépenses publiques réalisées accroissent fortement la production potentielle et la capacité d'épargne.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

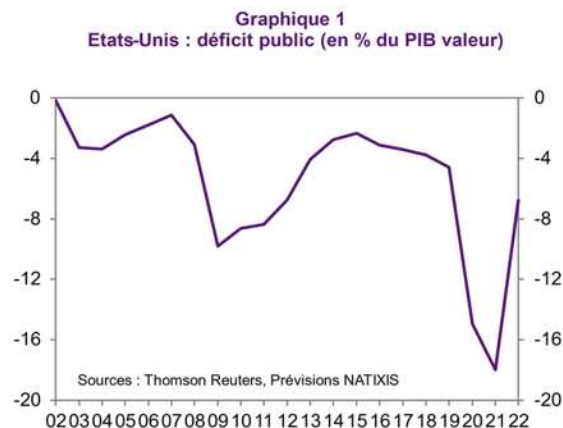
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Les différentes conséquences possibles de la relance budgétaire aux États-Unis

Les États-Unis ont choisi de mettre en place une **énorme relance budgétaire (graphique 1)** : 1 900 Md\$ de transferts publics, puis 3 000 Md\$ d'investissements en infrastructures.



Nous réfléchissons aux **questions qui doivent être posées pour analyser les conséquences de cette politique**. Elles concernent :

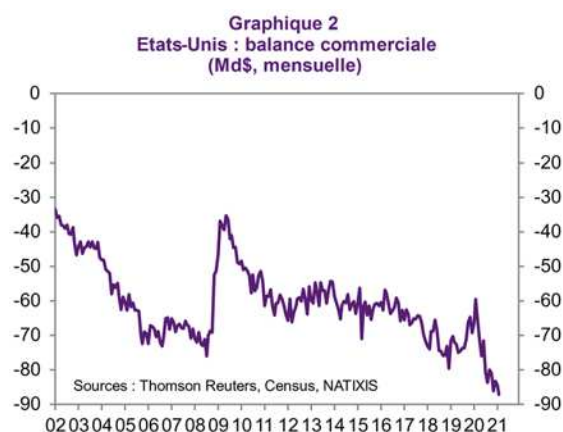
- l'inflation ;
- le financement de la dette extérieure des États-Unis ;
- l'équilibre épargne-investissement mondial.

## Faut-il craindre un effet inflationniste de l'expansion budgétaire ?

Deux mécanismes sont ici importants :

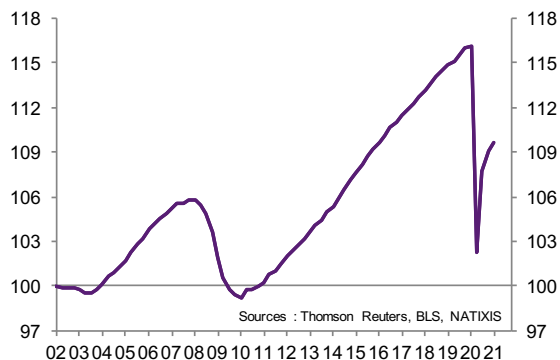
- le multiplicateur budgétaire ;
- le degré de sous-emploi.

Si **la stimulation de la demande intérieure aux États-Unis conduit à une forte ouverture du déficit extérieur**, ce qui semble être le cas (**graphique 2**), le multiplicateur budgétaire est faible puisqu'une partie importante du stimulus de demande est satisfaite par une hausse des importations.



Par ailleurs, si **le degré de sous-emploi est important**, ce qui est le cas aujourd'hui aux États-Unis (**graphique 3**), il est impossible qu'il apparaisse rapidement de l'inflation.

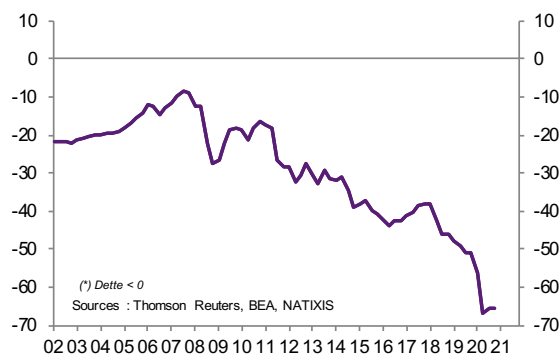
**Graphique 3**  
Etats-Unis : emploi (100 en 2002:1)



## La question du financement de la dette extérieure des États-Unis

Si la stimulation de la demande intérieure conduit à **la dégradation du commerce extérieur des États-Unis** (graphique 2), elle va conduire à **une nouvelle forte augmentation de la dette extérieure des États-Unis** (graphique 4).

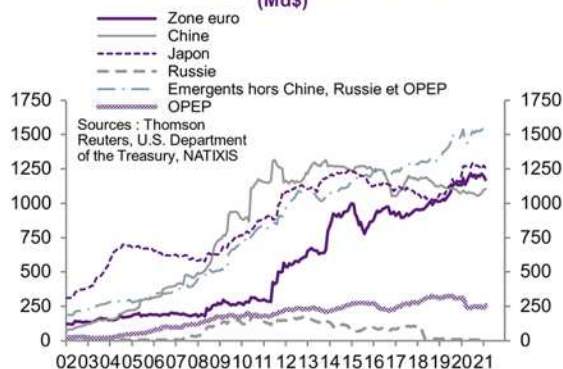
**Graphique 4**  
Etats-Unis : dette extérieure nette\*  
(en % du PIB valeur)



La question est alors de savoir **s'il va apparaître facilement une hausse de la demande mondiale de dollars équilibrant cette hausse de l'offre de dollars à détenir par le reste du Monde**.

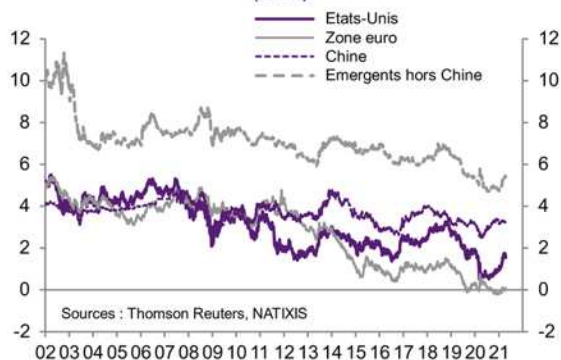
On peut s'inquiéter d'une **saturation de la capacité de détention internationale d'actifs en dollars**, peu de pays d'ailleurs étant acheteurs de dollars dans la période récente (ce n'est plus le cas de la Chine, du Japon, de la Russie, de l'OPEP, **graphique 5**).

**Graphique 5**  
Etats-Unis : encours de Treasuries détenu par... (Md\$)



Si cette situation apparaît, alors il doit y avoir une hausse des taux d'intérêt sur le dollar par rapport aux autres devises (graphique 6).

**Graphique 6**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



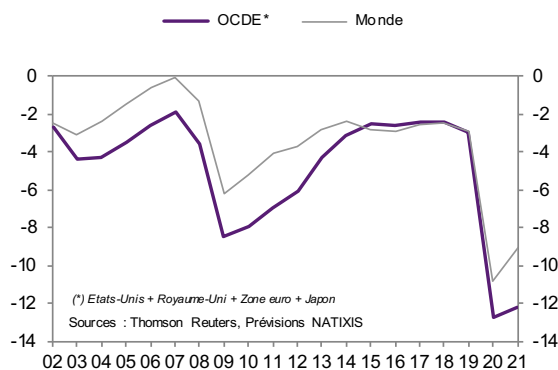
## L'équilibre épargne-investissement du Monde

À l'équilibre, on a nécessairement, au niveau mondial :

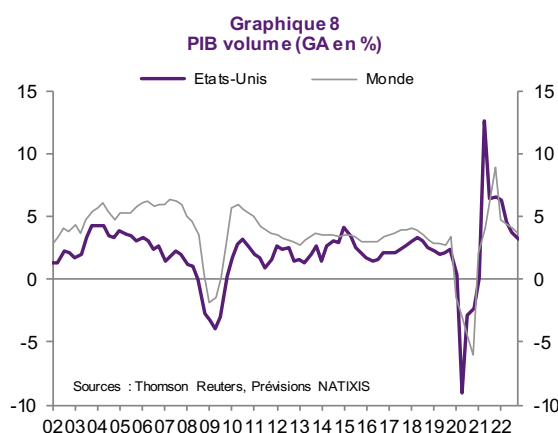
$$\text{Épargne privée} = \text{Déficit public} + \text{Investissement}$$

S'il y a hausse du déficit public des États-Unis (et d'ailleurs d'autres pays, **graphique 7**), **ex post** il faut que cet équilibre soit rétabli. La question est de savoir comment il est rétabli.

**Graphique 7**  
Déficit public (en % du PIB valeur)



1. **À court terme, le déficit public aux États-Unis va stimuler la croissance aux États-Unis et dans le reste du Monde (graphique 8), au travers de la hausse des importations des États-Unis.**



La hausse de la production accroît le revenu et l'épargne, ce qui permet le rééquilibrage de l'épargne et de l'investissement.

2. **À moyen terme, pour une production potentielle donnée, la hausse du déficit public nécessite une hausse du taux d'intérêt du Monde pour rééquilibrer l'épargne et l'investissement.**
3. La seule manière d'éviter cette hausse globale des taux d'intérêt est que **la hausse du déficit public conduise à une hausse importante de la production potentielle**, donc de l'épargne en raison de la hausse du revenu. La composition des plans de relance est donc importante.

## Synthèse : quels sont les mécanismes clés ?

Pour analyser les effets de la politique budgétaire très expansionniste des États-Unis, il faut donc s'interroger :

- **sur le niveau du multiplicateur budgétaire** ; il faudrait qu'il soit élevé (ce qui n'est pas le cas) pour qu'il y ait de l'inflation ;
- **sur la capacité du Monde à détenir davantage d'actifs en dollars**, donc à financer la hausse de l'endettement extérieur des États-Unis sans hausse importante des taux d'intérêt sur le dollar ;
- **sur l'origine de la hausse de l'épargne** qui doit équilibrer la hausse du déficit public : peut-elle venir d'une hausse de la production (par l'effet multiplicateur de la hausse des dépenses publiques à court terme, par l'effet sur la croissance potentielle de la hausse des dépenses publiques à long terme), ou nécessitera-t-elle une hausse mondiale des taux d'intérêt ?