

## Flash Economie

21 mai 2021 - 377

### Que penser de la politique budgétaire de J. Biden ?

Il faut distinguer le plan de relance de 1 900 Md\$, et le plan d'investissement public de 2 250 Md\$.

- On se demande souvent si le plan de relance n'est pas surdimensionné. Mais le problème en réalité est que le multiplicateur budgétaire associé au plan est très faible, à peine plus de 0,2 : pour 9 points de PIB d'argent public injectés dans l'économie, on a révisé de 2 points à la hausse la prévision de croissance des États-Unis. Une grande partie des transferts publics soit va être épargnée, soit va conduire à des importations. Le plan de relance va donc renforcer la bulle actions et dégrader la balance commerciale des États-Unis, avec un effet faible sur la production, ce qui est donc critiquable, mais il ne s'agit pas d'un problème de surdimensionnement (ni d'ailleurs d'un problème de risque inflationniste).
- Le plan d'investissement public comprend des investissements dans les infrastructures (ponts, ports, aéroports, pour 620 Md\$), l'eau, le réseau électrique, les télécoms (110 Md\$), la rénovation des bâtiments, des écoles, des crèches (210 Md\$), une hausse des dépenses de santé et des dépenses pour les personnes âgées (400 Md\$), l'aide à l'industrie et aux relocalisations (300 Md\$), des dépenses de R&D (110 Md\$) et de formation professionnelle (100 Md\$). Il est financé essentiellement par la taxation des profits des entreprises. La question est donc de savoir si les effets positifs du plan d'investissement sur la croissance potentielle l'emportent sur les effets négatifs de la hausse des impôts. La réponse est probablement positive avec le faible niveau initial des impôts des entreprises américaines et leur forte profitabilité.
- Il reste à regarder l'effet des deux plans sur le Reste du Monde. La hausse des importations des États-Unis est évidemment positive, l'amplification de la bulle actions négative. Le point important est que les États-Unis devront attirer une partie croissante de l'épargne du Reste du Monde (essentiellement de la zone euro et des pays émergents autres que la Chine et les exportateurs de pétrole) pour financer leurs déficits, ce qui est une allocation de l'épargne mondiale globalement inefficace, défavorable à la zone euro et aux émergents qui auraient pu investir domestiquement cette épargne.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

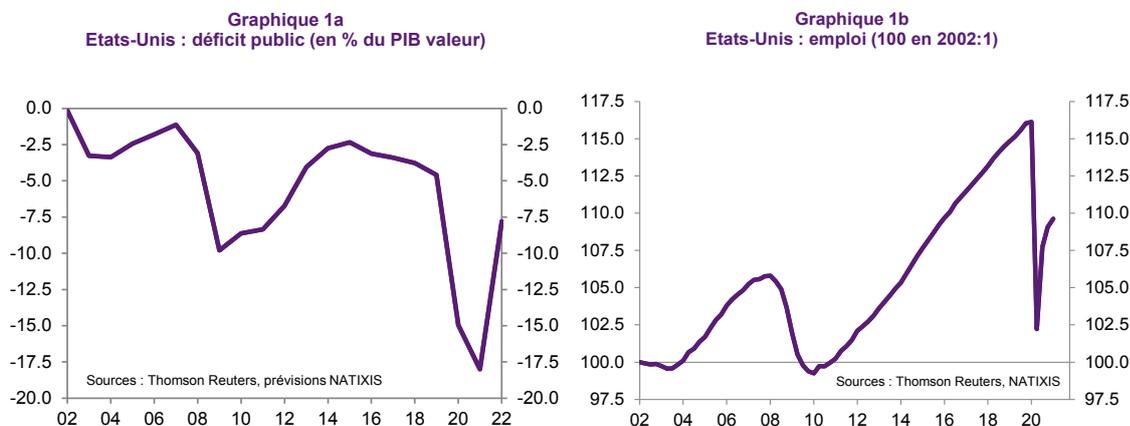
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

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

## Le plan de relance n'est pas surdimensionné, il est peu efficace

Le plan de relance de 1 900 Md\$ (près de 9 % du PIB), qui consiste essentiellement en des transferts aux ménages américains, **est souvent qualifié de « surdimensionné »**, compte tenu de sa taille relativement au degré de sous-emploi des États-Unis (**graphiques 1a/b**).



Mais en réalité, le plan de relance de 1 900 Md\$ n'est pas surdimensionné, il est peu efficace ; en effet :

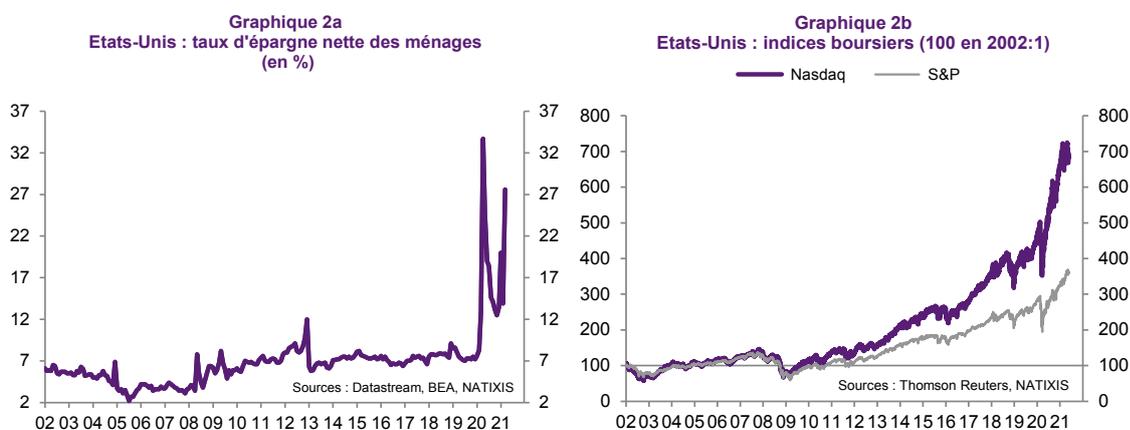
- il génère un multiplicateur budgétaire très faible (de l'ordre de 0,2) puisque la prise en compte de ce plan a conduit à accroître de 2 points environ la croissance prévue des États-Unis en 2021 (**Tableau 1**) ;

Tableau 1 : États-Unis : prévisions de croissance du PIB en 2021 (en %)

Prévisions	FMI	OCDE	Consensus forecasts	NATIXIS
États-Unis	6,39	6,50	6,60	6,88

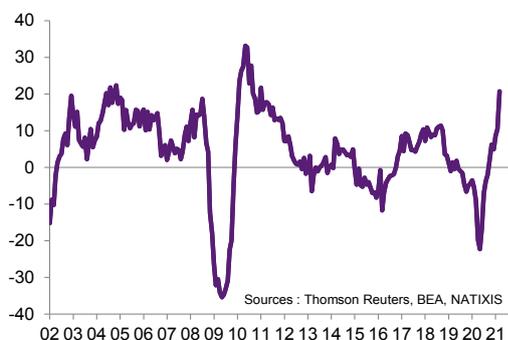
Sources : FMI, OCDE, Consensus Forecasts, NATIXIS

- cela vient d'abord de ce qu'une partie importante des transferts publics est épargnée (**graphique 2a**), y compris en actions, ce qui contribue à renforcer la bulle sur les actions (**graphique 2b**) ;

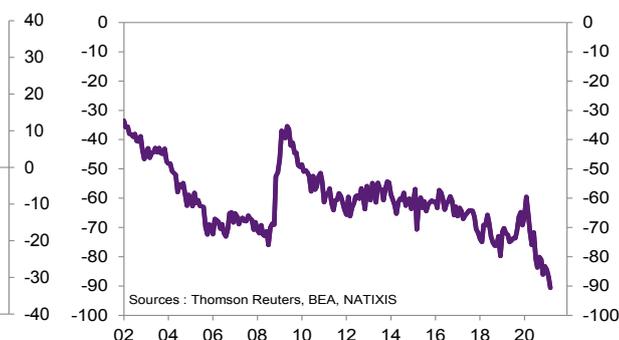


- cela vient aussi de ce que le supplément de demande intérieure dû au plan de relance **conduit à une forte hausse des importations (graphique 3a)**, à une **dégradation forte du commerce extérieur des États-Unis (graphique 3b)**, ce qui pourra plus tard faire apparaître un problème de financement des États-Unis.

**Graphique 3a**  
Etats-Unis : importations en valeur (GA en %)



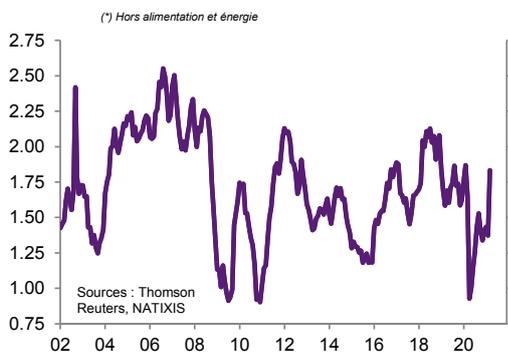
**Graphique 3b**  
Etats-Unis : balance commerciale (mensuelle, Md\$)



Le **problème du plan de relance de 1 900 Md\$ n'est donc pas qu'il est surdimensionné ; c'est qu'il est inefficace** (multiplicateur budgétaire faible, contribution à la bulle actions, dégradation du commerce extérieur).

Le **plan de relance n'est pas non plus inflationniste (graphique 4a)**, puisque le multiplicateur budgétaire associé est faible, que les importations satisfont la demande intérieure, et que les salaires n'accélèrent pas (**graphique 4b**) avec un sous-emploi qui reste important (graphique 1b plus haut).

**Graphique 4a**  
Etats-Unis : inflation sous-jacente (core\* PCE deflator, GA en %)



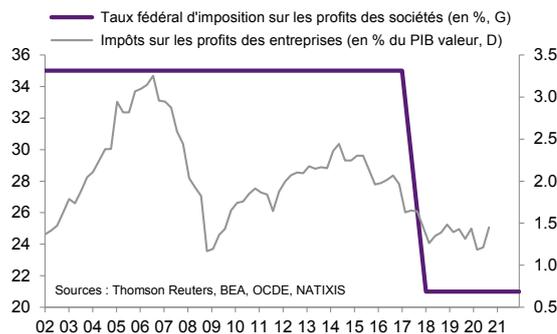
**Graphique 4b**  
Etats-Unis : salaire nominal par tête\* (GA en %)



## Comment analyser le plan d'investissement public ?

Nous avons donné dans l'introduction la composition du plan d'investissement public de 2 250 Md\$ entre infrastructures, eau, réseau électrique, télécom, rénovation des bâtiments, santé, réindustrialisation, formation, recherche. **Ce plan devrait être financé par une remontée de 21 % à 28 % du taux d'imposition des profits des entreprises (graphique 5).**

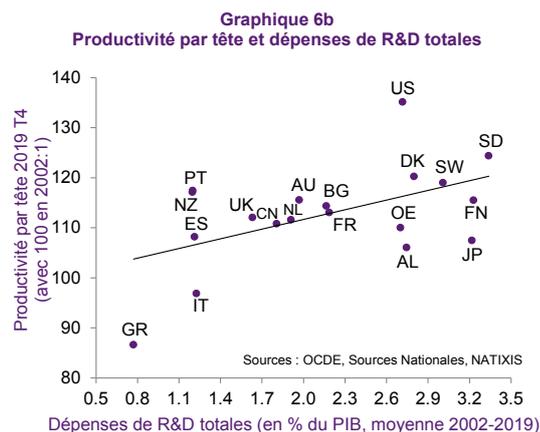
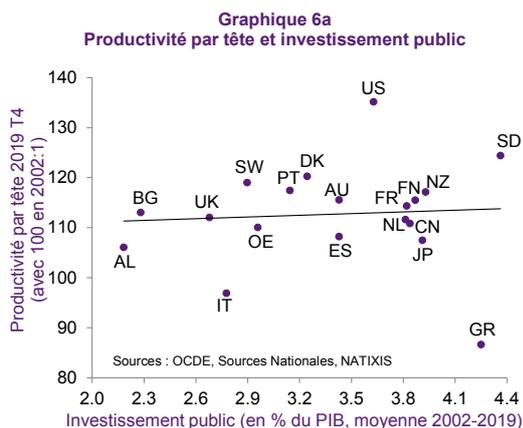
**Graphique 5**  
Etats-Unis : taux d'imposition sur les profits des entreprises et impôts sur les profits des entreprises



Les questions compliquées sont donc les suivantes :

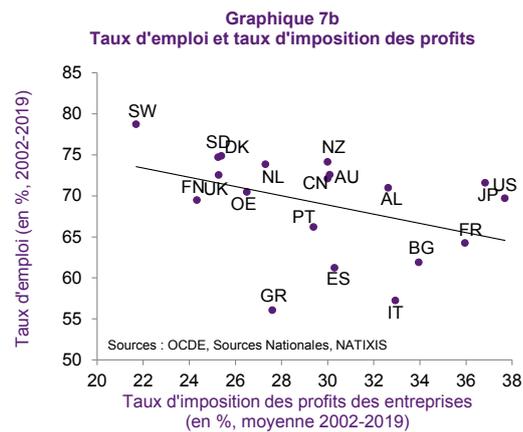
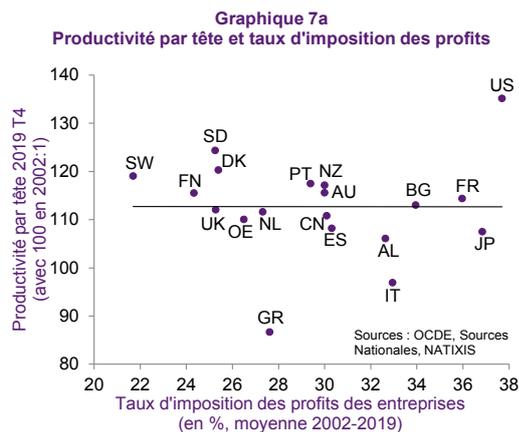
- **ce plan d'investissement va-t-il redresser la croissance potentielle ?**

Quand on compare, pour les pays de l'OCDE, l'investissement public et les dépenses de R&D avec les gains de productivité, on voit (**graphiques 6a/b**) l'absence d'effet de l'investissement public sur la productivité, mais un effet positif de la R&D.



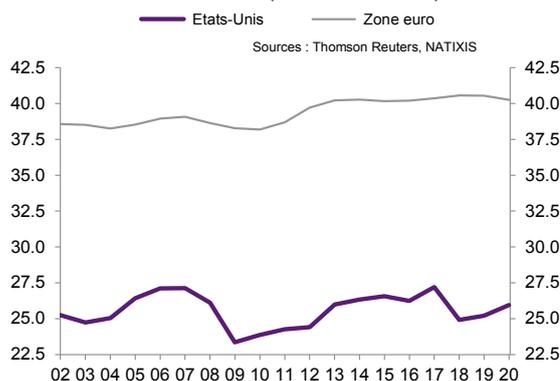
- **la hausse de la taxation des profits va-t-elle dégrader la situation économique ?**

Quand on compare le taux de taxation des profits avec les gains de productivité ou le taux d'emploi (**graphiques 7a/b**), on voit que le **taux d'imposition des profits n'est pas corrélé avec la productivité, mais est négativement corrélé avec le taux d'emploi.**



**La situation particulière des États-Unis** (grosses défaillances des infrastructures de transport, de télécom, des systèmes de santé et en même temps faiblesse initiale de la pression fiscale, graphique 8) **pousse à penser que le plan d'investissement aura des effets nets positifs sur la croissance potentielle.**

**Graphique 8**  
Pression fiscale (en % du PIB valeur)



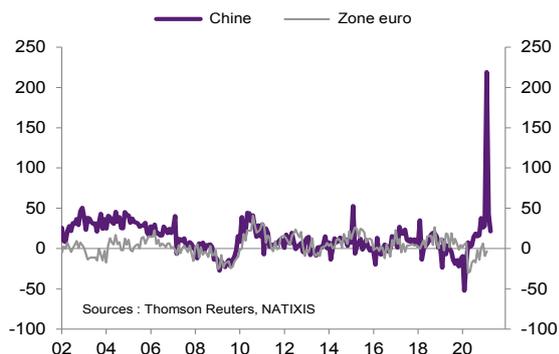
## Effets sur le Reste du Monde

Nous avons jusqu'à présent regardé les effets du plan de relance et du plan d'investissement sur les États-Unis. **Regardons leurs effets sur le Reste du Monde.**

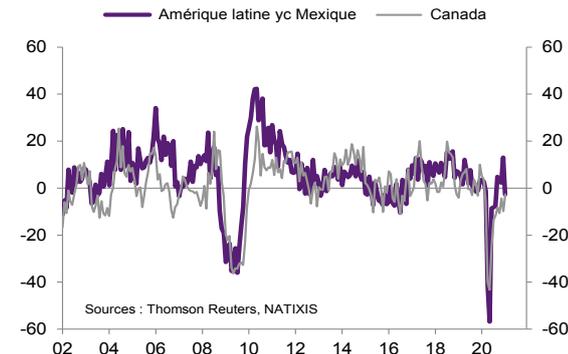
**La très forte hausse du déficit public** (graphique 1a plus haut) **conduit à une forte hausse du déficit extérieur des États-Unis** (graphique 3b plus haut), **qu'il va falloir financer.**

Certes, **la hausse des importations des États-Unis** (graphique 3a plus haut) **est favorable aux autres pays** (graphiques 9a/b).

**Graphique 9a**  
Exportations vers les Etats-Unis  
(valeur, GA en %)

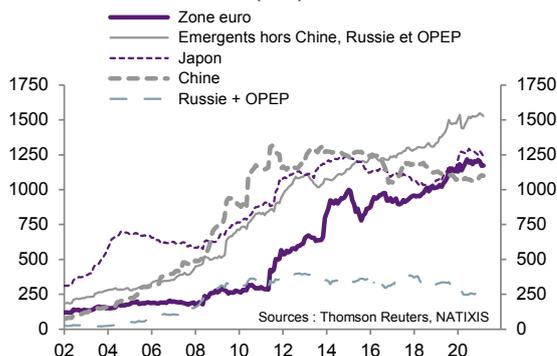


**Graphique 9b**  
Exportations vers les Etats-Unis  
(valeur, GA en %)



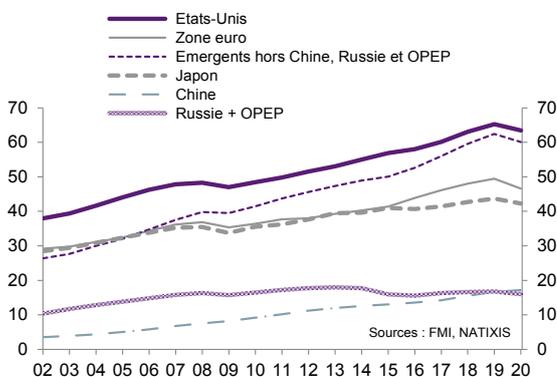
Mais, pour financer son déficit extérieur, les États-Unis devront attirer davantage d'épargne depuis le Reste du Monde (et aujourd'hui, cette épargne vient surtout de la zone euro et des pays émergents autres que la Chine et les exportateurs de pétrole, graphique 10).

**Graphique 10**  
Etats-Unis : encours de Treasuries détenu par ...  
(Md\$)



Il s'agit bien d'une allocation inefficace de l'épargne mondiale, au profit du pays dont le revenu par habitant est le plus élevé (graphique 11), et au détriment de l'investissement en Europe et dans les pays émergents.

**Graphique 11**  
PIB par habitant (en milliers de \$PPA)



## Synthèse : faut-il se féliciter de la politique budgétaire mise en place par l'Administration Biden ?

La grande majorité des commentateurs sont très élogieux au sujet du plan de relance de 1 900 Md\$ et du plan d'investissement de 2 250 Md\$ mis en place aux États-Unis.

Pourtant :

- le plan de relance est inefficace (multiplicateur budgétaire associé faible, renforcement de la bulle actions, déficit extérieur accru des États-Unis), même s'il n'est pas inflationniste ;
- le plan d'investissement va probablement augmenter la croissance potentielle des États-Unis, mais il n'y a pas d'évidence claire sur le lien entre investissement public et gains de productivité, et par ailleurs, il faut s'interroger sur les effets des hausses d'impôts (mais à partir d'un niveau initial d'impôts faible<sup>1</sup>) ;
- le Reste du Monde va bénéficier d'une croissance plus rapide de ses exportations vers les États-Unis, mais il ne faut pas oublier qu'il va être pénalisé par la captation de l'épargne mondiale par les États-Unis.

---

<sup>1</sup> S. GUNTER, D. RIERA-CRICHTON, C. VEGH, G. VULETIN, « Policy Implications of Non-Linear Effects of Tax Changes on Output », NBER Working Paper n° 28646, avril 2021, montrent que l'effet négatif d'une hausse des impôts sur le PIB est d'autant plus élevé que la pression fiscale est initialement élevée.