

Auteurs :

[Laurent Ferrara](#) (SKEMA Business School & Membre du Comité Directeur AFSE)

[Daniele Siena](#) (Banque de France)

Titre: Les effets internationaux de la relance économique américaine

Les Etats-Unis en plein « moment Rooseveltien »

La récession Covid a entraîné une réponse musclée de la part des politiques économiques américaines, évitant une trop forte chute de l'activité économique (-3,5% en 2020, à comparer avec -6,6% pour la zone euro ou -9,9% pour le Royaume-Uni). Tout d'abord, la Réserve Fédérale américaine a [multiplié les mesures d'assouplissement de sa politique monétaire](#) en abaissant rapidement ses taux d'intérêt directeurs à ce qu'elle considère son plancher effectif (0%-0,25%) et en développant les mesures non conventionnelles telles que l'achat de titres sur les marchés ou l'aide aux banques dans la fourniture de liquidités aux entreprises. Mais la réaction la plus spectaculaire est venue de la politique budgétaire. Dans la foulée d'un plan de 900 milliards de dollars voté fin décembre 2020, l'administration Biden a lancé en mars 2021 un autre plan de relance budgétaire de 1900 milliards de dollars, principalement axé sur les ménages et la hausse des dépenses publiques aux niveaux fédéral et fédéré, portant ainsi le stimulus budgétaire à un total de 13% du PIB. De plus, le président Biden a ensuite annoncé dans la foulée un plan pour l'investissement, avec pour objectif de rehausser le potentiel de croissance, et un plan pour les familles et l'éducation, plaçant ainsi les Etats-Unis en plein « moment Rooseveltien ». Les économistes se sont alors emparé du débat sur les effets domestiques possibles d'une relance d'une telle amplitude, en se demandant si elle n'allait pas placer [l'économie américaine en surchauffe](#). A ce jour, le PIB américain du premier trimestre 2021 affiche une croissance trimestrielle de 1,6% et la croissance anticipée pour 2021 par le FMI est de l'ordre de 6,4%, dont environ 3 points de pourcentage serait dus au plan Biden. Du côté des prix, l'inflation a connu une poussée au mois d'avril (+4,2%), notamment due à des effets de base (le taux d'inflation en avril 2020, en pleine crise Covid, était de 0,3%) et à des pressions haussières sur les prix de l'énergie (le prix de l'essence a crû de quasiment 50% sur 12 mois). Toutefois les anticipations d'inflation [restent bien ancrées](#), laissant envisager pour l'instant un effet temporaire. Ces effets domestiques d'un stimulus budgétaire, à la fois sur les prix et l'activité, sont généralement observés dans les travaux empiriques. Mais au-delà des effets domestiques, on peut se demander quels sont les effets transfrontaliers de ce plan de relance budgétaire, en se concentrant sur le stimulus contra-cyclique de 13% du PIB. Nous passons en revue ci-dessous les différents canaux de transmission.

Transmission via le canal du commerce

Les Etats-Unis sont généralement considérés comme le consommateur en dernier ressort de l'économie mondiale. En dépit des tentatives de relocalisation de la production et de guerre commerciale menées par l'administration Trump, l'économie américaine importe une grande partie de sa consommation, notamment de biens. En 2020, le [déficit commercial américain s'élevait à 678 milliards de dollars](#), soit

3,2% du PIB, en hausse par rapport à 2019 (577 milliards, soit 2,8% du PIB). Cela implique que lorsque le gouvernement américain effectue une relance budgétaire, il existe une « fuite par les imports » qui va profiter à l'ensemble de l'économie mondiale, notamment les pays qui exportent beaucoup vers les Etats-Unis. Dans son [dernier rapport intermédiaire sur les perspectives économiques](#), l'OCDE chiffre à l'aide d'un modèle macroéconomique à environ 1 point de pourcentage le gain sur la croissance du PIB mondial en 2021, qui serait ainsi proche de 5,6%. Sans surprise, le Canada et le Mexique profiteraient le plus de ce stimulus avec une hausse anticipée de leur production comprise entre 0,5 et 1 point en 2021, alors que la zone euro et la Chine connaîtraient une hausse comprise entre 0,25 et 0,50 point. Au final, on peut donc logiquement s'attendre à un accroissement du déficit commercial américain et de son compte courant dans les mois à venir.

Transmission via le canal des marchés financiers

De manière empirique, on observe généralement une hausse du taux d'intérêt directeur de la Fed à la suite d'un stimulus budgétaire afin de juguler l'inflation. Cette hausse engendre à son tour une hausse des taux à plus longue maturité, notamment le taux souverain à 10 ans auquel l'état américain s'endette.

Dans le contexte actuel, le taux nominal à 10 ans américain a gagné plus de 70 points de base entre janvier et avril 2021, avant de perdre à nouveau légèrement pour s'installer autour de 1,6% à mi-mai. Pourtant cette hausse ne semble pas reliée aux anticipations de hausse des taux directeurs car la Fed a insisté à plusieurs reprises sur le fait qu'elle maintiendrait une politique de taux bas pendant encore un moment. Notamment, [la projection médiane du FOMC du taux d'intérêt directeur est de 0,1% jusqu'en 2023](#). De plus, la Fed a modifié sa [stratégie de politique monétaire](#) depuis le mois d'août 2020 et cherche désormais à obtenir une inflation moyenne de 2% au cours du temps. Cela implique que comme l'inflation a été en dessous de la cible sur la période récente, alors la Fed tolérera une inflation au-dessus des 2% pendant un certain temps. Donc à moins d'une très forte poussée inflationniste et d'un décrochage des anticipations d'inflation à long terme, la Fed ne devrait pas remonter ses taux directeurs dans le moyen terme.

En fait, selon [un travail récent du FMI](#), la hausse du taux souverain nominal américain depuis janvier 2021 peut s'expliquer par deux facteurs. D'abord, les marchés anticipent une hausse de l'inflation à moyen-terme, alimentées par les perspectives de croissance américaine, la hausse des prix internationaux (matières premières, transports, ...), des goulots d'étranglement dans certains secteurs en manque de main d'œuvre et la politique monétaire accommodante de la Fed, même si les anticipations restent bien ancrées à long terme. Ensuite, les marchés demandent une prime de risque *réelle* élevée à long terme (environ 70 points de base), reflétant une forte incertitude sur le scénario économique, budgétaire et monétaire sur les 10 prochaines années.

Les obligations d'état américaines sont connues pour influencer l'ensemble des titres sur les marchés internationaux. Ainsi, on a également observé une hausse des taux longs depuis le début d'année 2021 dans les principales zones économiques, notamment en zone euro et dans les pays émergents, contribuant à durcir les conditions financières. Cette contagion entre taux souverains, notamment via la prime de terme, est un [phénomène connu en économie internationale](#). De plus, la hausse des taux longs américains a généralement tendance à avoir des effets négatifs sur certains pays émergents qui se financent sur les marchés étrangers et voient alors leurs conditions de financement se durcir.

Transmission par le canal du taux de change

Selon la plupart des théories économiques, le taux de change réel doit s'apprécier suite à une hausse des dépenses gouvernementales, ce que [la littérature empirique ne semble pas généralement confirmer](#). En fait, les travaux empiriques soulignent que les résultats dépendent souvent des caractéristiques des pays tels que le niveau de développement ou le régime de changes (fixe ou flottant). [Dans un travail récent sur l'économie US](#) avec deux chercheurs de la Banque d'Italie, nous avons utilisé les dépenses militaires comme variable instrumentale dans un modèle macroéconomique pour chercher à clairement identifier la causalité entre la hausse des dépenses budgétaires et ses effets économiques. Nous montrons que suite à un stimulus budgétaire, le taux de change réel du dollar tend à s'apprécier contre les monnaies des principaux partenaires commerciaux (taux de change effectif). Comme l'inflation est également supposée augmenter, le taux de change nominal du dollar devrait également s'apprécier suite au choc budgétaire. Pendant la récession Covid, le taux de change effectif réel du dollar s'est déprécié de quasiment 10% suite aux inquiétudes sur la gestion de la crise sanitaire par l'administration Trump. Toutefois, ce taux a repris 2% entre janvier et mars 2021. Même s'il ne s'agit pas de faire de prévision sur le taux de change, une des variables économiques les plus difficiles à prévoir, selon notre modèle il est vraisemblable d'anticiper un rebond du taux de change effectif réel du dollar dans la foulée de la mise en œuvre du plan Biden. Cela contribuerait d'autant au creusement du déficit commercial en renchérissant le coût des exportations américaines. D'autre part, les pays émergents fortement endettés en dollars pourraient être ainsi mis en risque par cette hausse et voir ainsi leurs spreads s'accroître.

Figure : Taux de change effectif réel du dollar



Autres canaux de transmission

D'autres canaux de transmission internationaux peuvent être à l'œuvre lors d'un choc de politique budgétaire. En particulier, le canal de l'incertitude a été récemment souligné par plusieurs [travaux de recherche](#) qui ont montré que les Etats-Unis sont un générateur d'incertitude au niveau mondial. Ainsi, la baisse de l'incertitude budgétaire à court terme et ses effets positifs sur la croissance, liée aux annonces du président Biden, va contribuer à réduire l'incertitude de politique économique à court terme dans de nombreux pays. Mais dans le même temps, la hausse de l'endettement public a fait remonter l'incertitude

de long terme sur le scénario budgétaire, et le policy-mix américain plus généralement, avec de possibles implications internationales. Enfin, le canal de propagation des idées keynésiennes pourrait s'activer. Le fait que la plus grande économie mondiale se lance dans une politique de dépenses publiques à grande échelle pourrait inciter d'autres pays ou zones monétaires à relâcher significativement leurs contraintes budgétaires au vu de ce choc sanitaire inédit.