

Flash Economie

19 mars 2021 - 205

Faut-il être inquiet au sujet du plan de relance et de l'inflation aux États-Unis ?

Dans un texte récent¹, O. Blanchard explique pourquoi il est inquiet au sujet de la taille du plan de relance aux États-Unis (1 900 Md\$, soit 9 % du PIB).

1. Sa taille est supérieure à celle (au plus 900 Md\$) nécessaire pour faire disparaître l'output gap.
2. Le multiplicateur budgétaire associé avec ce programme a une valeur estimée de 1,2 : ceci renforce l'argument qu'il est trop élevé.
3. Certes, le lien entre inflation et chômage sur la Courbe de Phillips est aujourd'hui faible, mais il est possible que la Courbe de Philips soit instable, et que la réaction de l'inflation anticipée amplifie l'effet de la baisse du chômage sur l'inflation.

Par rapport à ces arguments, on peut apporter les contradictions suivantes :

1. On ne peut pas mesurer l'output gap seulement à partir du chômage, puisqu'il y a eu une forte baisse du taux de participation ; en réalité, le degré de sous-emploi est beaucoup plus important aux États-Unis que ce que suggère la hausse du chômage.
2. Il ne faut pas oublier la réaction des importations ; si le fort stimulus de demande intérieure conduit à une forte dégradation du commerce extérieur des États-Unis, il n'est pas inflationniste.
3. Il est systématique aux États-Unis que, dans les périodes de reprise économique, l'inflation anticipée sursuragisse alors que l'inflation effective ne varie pas ; puis l'inflation anticipée se corrige.

Il paraît donc au total nettement moins clair que ce que suggère O. Blanchard qu'il va y avoir de l'inflation.

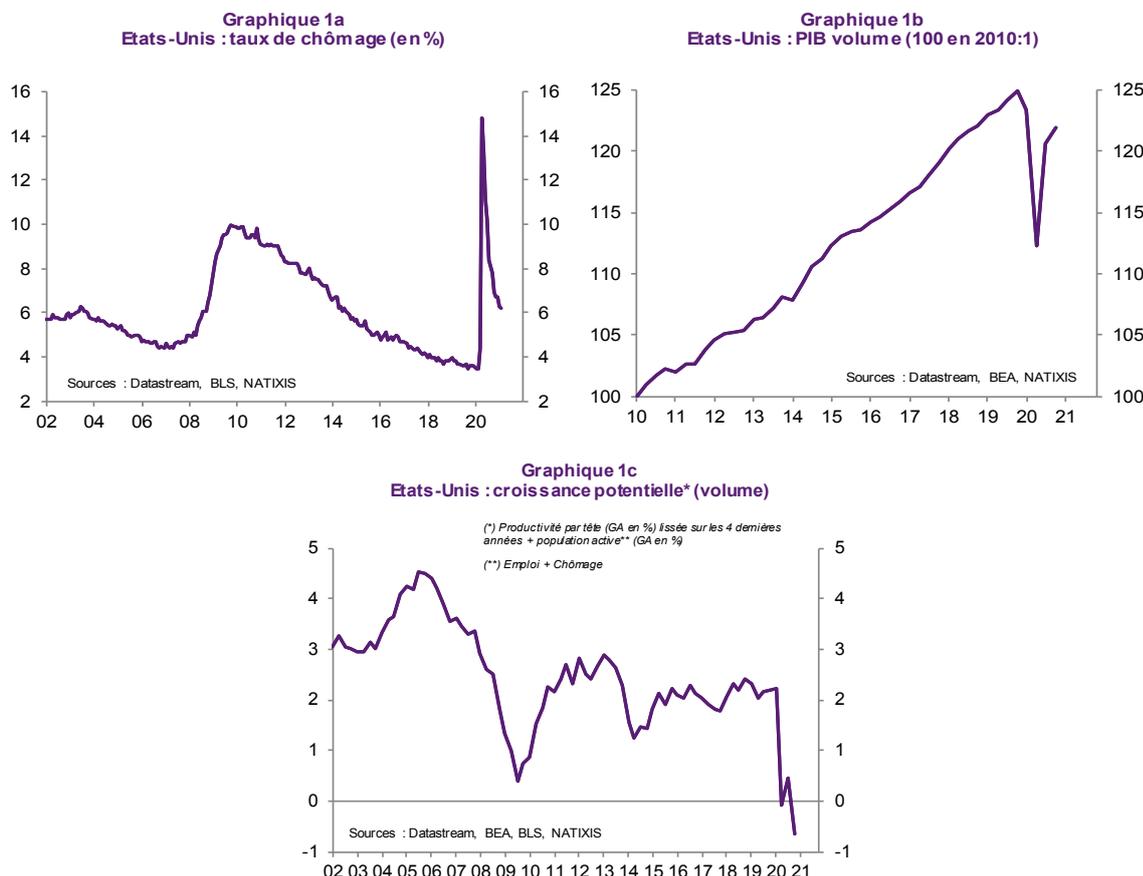
Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

¹ O. BLANCHARD, « In defense of concerns over the \$1.9 trillion relief plan », Peterson Institute, février 2021.

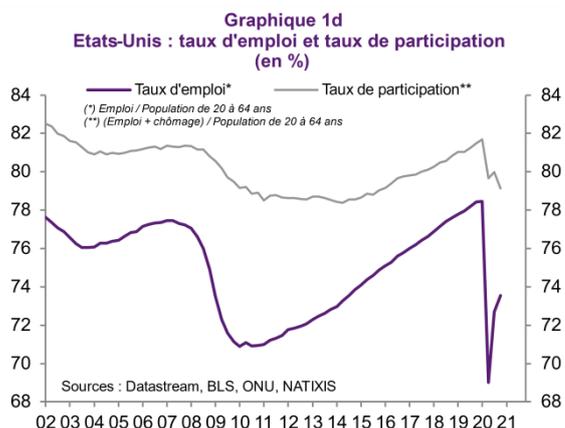
Premier argument : la taille du stimulus budgétaire est excessive par rapport à celle de l'output gap

1 900 Md\$ représente un stimulus budgétaire de l'ordre de 9 % du PIB des États-Unis. L'argument est que, quand on regarde le taux de chômage (graphique 1a) ou le niveau du PIB par rapport à la croissance potentielle habituelle (graphiques 1b/c), on voit un déficit de PIB de l'ordre de 3 % à la fin de 2020.



Ceci montre un **stimulus surdimensionné par rapport à l'output gap**.

Mais il ne faut pas oublier ici que **le chômage mesure mal le plein emploi aux États-Unis parce que les récessions font apparaître un recul du taux de participation** (de la proportion de la population active qui se présente sur le marché du travail, **graphique 1d**).

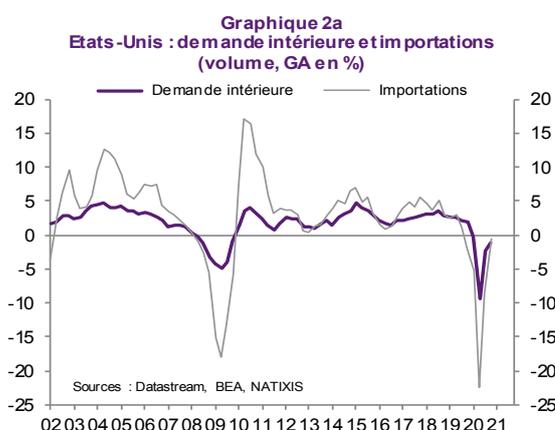


Le taux d'emploi a baissé depuis la fin de 2019 de 6 points aux États-Unis, ce qui, pour une tendance inchangée de la productivité, conduit à un output gap de l'ordre de 6 %. L'output gap est donc très important en réalité au début de 2021.

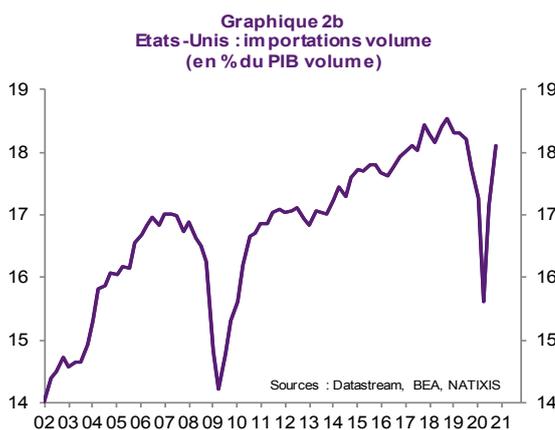
Deuxième argument : le multiplicateur budgétaire est supérieur à 1

Si le stimulus budgétaire est de 9 points de PIB et si le multiplicateur budgétaire (ratio : $\Delta \text{PIB} / \Delta \text{Déficit public}$) est supérieur à 1 (1,2 d'après O. BLANCHARD en moyenne), le surdimensionnement du stimulus est encore plus grand.

Mais il ne faut pas oublier les importations, dont l'élasticité à la demande intérieure est très élevée aux États-Unis (graphique 2a), de l'ordre de 2 au moins dans les périodes de croissance de la demande.

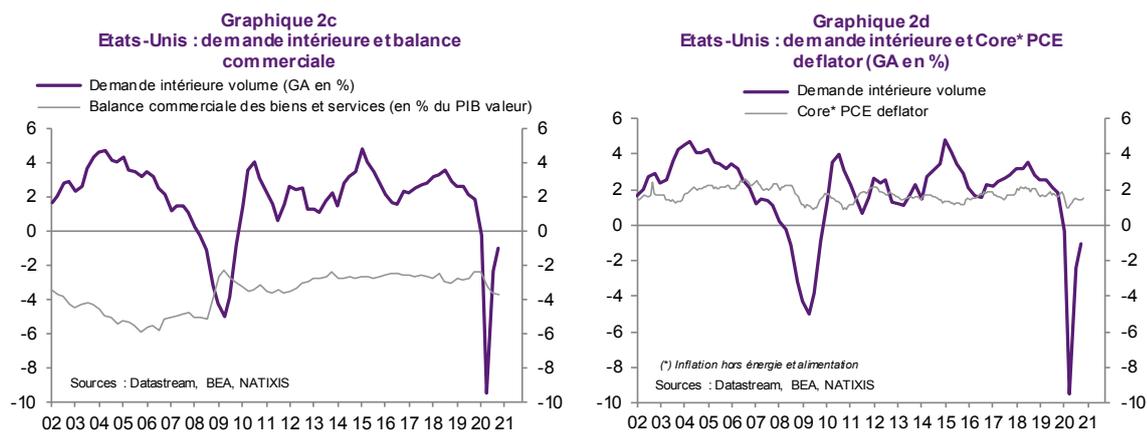


Ceci implique qu'une hausse de 1 point de PIB de la demande intérieure, compte tenu du poids des importations (graphique 2b), ne conduit qu'à une hausse de 0,6 point du PIB.



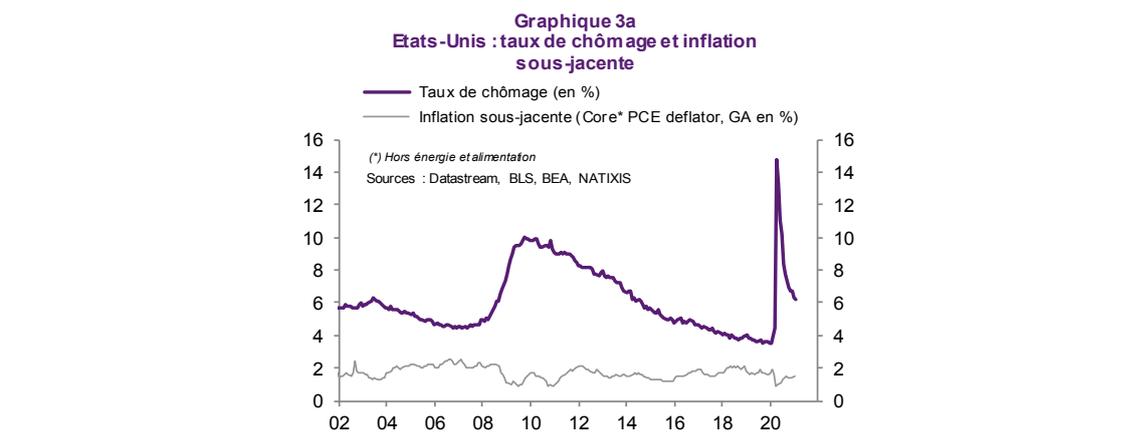
Le stimulus de 9 points de PIB ne va donc accroître le PIB que de 5,4 % environ.

Cela rappelle que s'il y a une hausse de la demande intérieure et qu'elle conduit à une forte dégradation de la balance commerciale, ce qui est le cas aux États-Unis (graphique 2c), elle n'est pas inflationniste puisque le supplément de demande est satisfait par les importations et ne crée pas une tension sur le marché des biens. De fait, la corrélation entre croissance de la demande intérieure et inflation sous-jacente est faible aux États-Unis (graphique 2d).

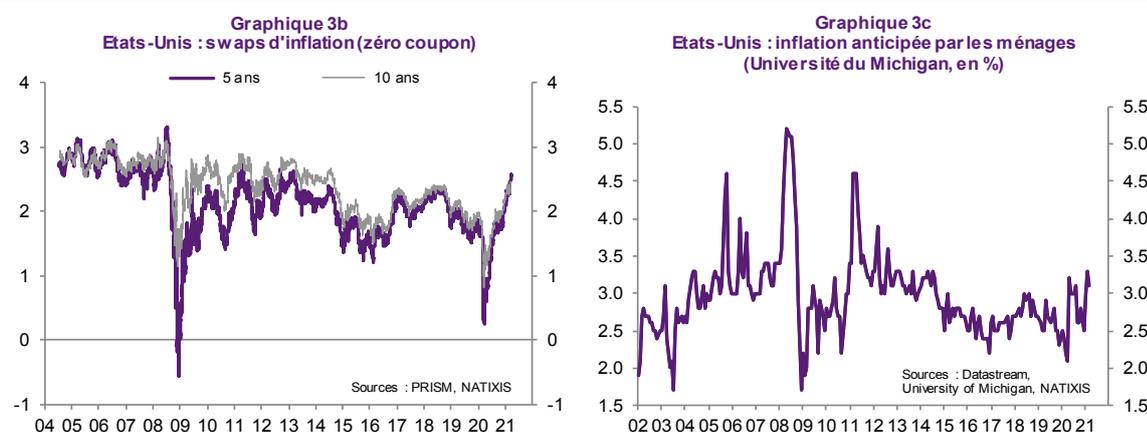


Troisième argument : les effets de Courbe de Phillips pourraient s’amplifier

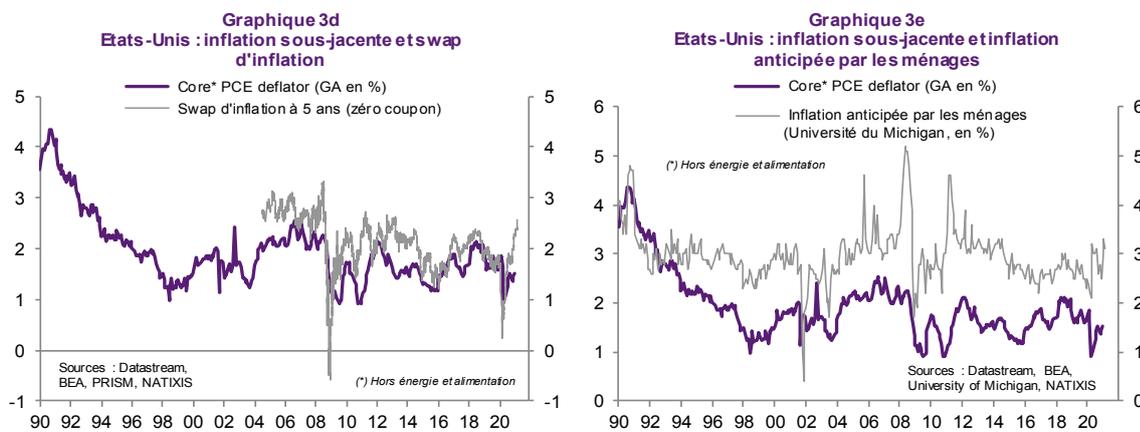
Les effets de Courbe de Phillips (le lien entre taux de chômage et inflation sous-jacente) sont très faibles dans la période contemporaine aux États-Unis (graphique 3a).



Mais l’argument est ici que si l’inflation anticipée (sur les marchés financiers, graphique 3b, des ménages, graphique 3c) se redresse, alors les effets de Courbe de Phillips pourraient s’amplifier.



Mais il ne faut pas oublier que, dans toutes les reprises économiques aux États-Unis (**graphiques 3d/e**) il y a eu **surajustement à la hausse de l'inflation anticipée, puis correction et retour de l'inflation anticipée vers le niveau plus bas de l'inflation observée**. La hausse récente de l'inflation anticipée va donc aussi se corriger.



Synthèse : ne pas s'inquiéter du risque inflationniste aux États-Unis

Nous pensons qu'O. Blanchard s'inquiète trop de la surréaction de la politique budgétaire et du risque inflationniste aux États-Unis, puisque :

- le degré de sous-emploi est élevé, ce qu'on voit quand on prend en compte le recul du taux de participation ;
- le multiplicateur budgétaire est faible, ce qu'on voit quand on prend en compte la réaction des importations ;
- l'inflation anticipée montre toujours une surréaction (un overshooting) dans les reprises économiques, puis elle se corrige.