



Economie américaine : après le gel de l'économie, la surchauffe ?

Par Bastien Drut, Responsable de la Macro Stratégie Thématique, CPR AM

Le projet de soutien budgétaire de 1900 Mds \$ (soit environ 9% du PIB) que veut rapidement faire passer l'administration Biden fait couler beaucoup d'encre chez les économistes, car il aurait le potentiel de générer une surchauffe de l'économie. Nous revenons ici sur les termes du débat et sur les variables à suivre en ce qui concerne le marché du travail américain.

Surchauffe : la question clé du potentiel et des effets multiplicateurs

Le monde des économistes est en effervescence depuis un édit de Larry Summers, ancien secrétaire du Trésor de Bill Clinton, dans le *Washington Post* le 4 février¹. Dans celui-ci, il indique que le plan de soutien budgétaire de 1900 Mds \$ que l'administration Biden veut faire passer dès le mois de mars via une procédure de réconciliation budgétaire (pour laquelle une majorité simple est requise au Sénat) pourrait entraîner une « surchauffe » de l'économie américaine sur la 2^{ème} partie de l'année 2021. Les détails du plan sont actuellement en cours d'élaboration au sein des comités de la Chambre des représentants et du Sénat.

La crainte de Summers, même s'il loue le caractère progressiste du plan Biden, est que ce dernier serait surdimensionné. Selon les toutes dernières projections du CBO, le PIB réel des Etats-Unis serait inférieur de 250 Mds \$ à son potentiel en fin d'année 2021 en l'absence de plan Biden. Pour Summers, le plan de soutien budgétaire de 1900 Mds \$ emmènerait donc l'activité économique bien au-delà de son potentiel², ce qui créerait deux risques :

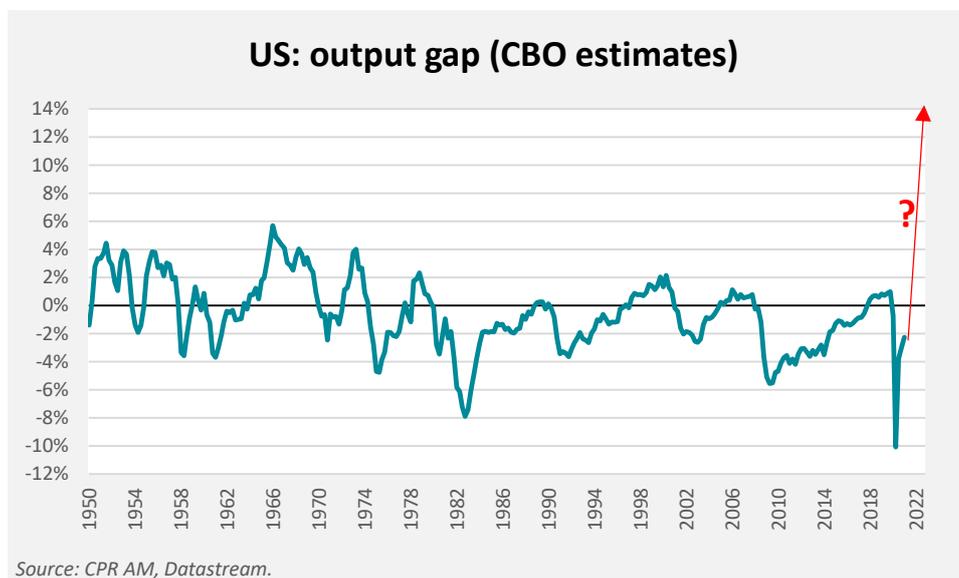
- « *Il est possible que le stimulus macroéconomique, dont l'ampleur rappelle davantage la 2^{ème} guerre mondiale qu'une récession classique, génère des pressions inflationnistes non observées depuis une génération* »,

¹ <https://www.washingtonpost.com/opinions/2021/02/04/larry-summers-biden-covid-stimulus/>

² Le CBO définit le PIB potentiel, non pas comme le maximum de production d'un pays, mais comme le maximum de production pouvant être atteint sur une période prolongée sans entraîner de tensions sur les capacités de production et entraîner par voie de conséquence une augmentation du risque d'une accélération de l'inflation. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

- Cela pourrait obérer la capacité de l'administration Biden à engager des investissements publics significatifs par la suite (par exemple des investissements verts).

L'ancien chef économiste du FMI Olivier Blanchard³ a très vite fait savoir qu'il partageait les craintes de Summers, en ajoutant que l'activité en 2021 serait également stimulée par la sur-épargne massive constituée par les Américains en 2020 (1600 Mds \$ épargnés en plus par les ménages par rapport à 2019). Pour Blanchard, en considérant un effet multiplicateur de 1 pour le plan Biden et en faisant l'hypothèse que la moitié de la sur-épargne 2020 soit dépensée en 2021, le PIB pourrait être supérieur de 14% à son potentiel. Pour situer l'ampleur de la chose, il suffit de considérer que l'output gap, c'est-à-dire la déviation du PIB par rapport à son potentiel, a été au plus de 6% depuis 1950... Pour Blanchard, « cela emmènerait le chômage très près de zéro. Il ne s'agirait pas d'une surchauffe mais d'un début d'incendie ».



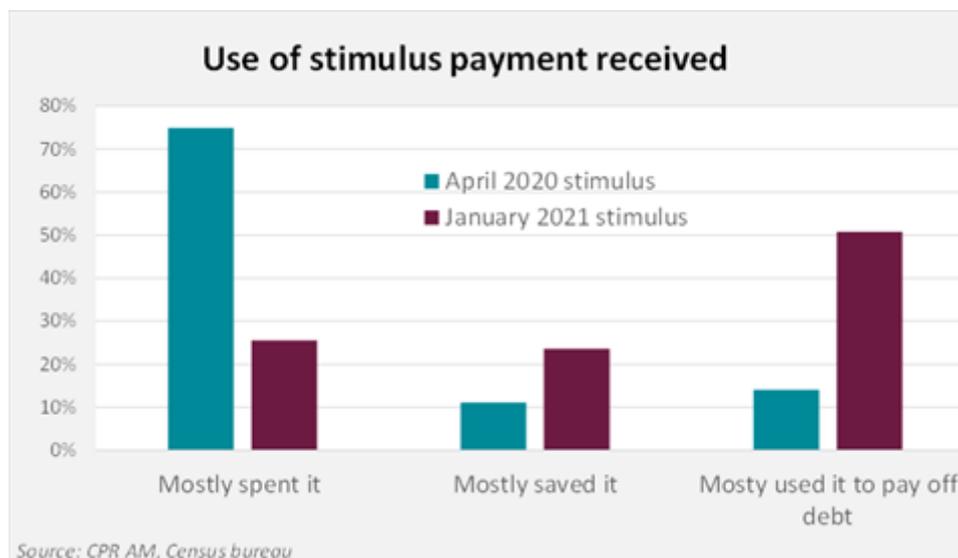
Summers et Blanchard militent donc pour un plan de soutien plus limité mais ils reconnaissent tous les deux qu'il existe une incertitude considérable, à la fois sur l'estimation du PIB potentiel⁴ et sur l'effet qu'aura le plan de soutien sur l'économie. Il se pourrait en effet que le PIB potentiel soit plus élevé que ce qui est généralement estimé aujourd'hui mais aussi qu'une part significative du plan Biden, par exemple les versements directs aux ménages ou le supplément d'allocation chômage, soit épargnée. Après tout, une enquête du *Census Bureau* indique que les chèques de 600 \$ versés directement aux ménages en janvier 2021 (dans le cadre du plan de 900 Mds \$ adopté en décembre) auraient été « surtout dépensés » dans 26% des cas, « surtout épargnés » dans 24% des cas (part d'autre plus forte que les ménages sont aisés) et « surtout utilisés pour rembourser des dettes » dans 50% des cas⁵. En faisant l'hypothèse d'effets multiplicateurs bien plus faibles que ce qu'évoque Blanchard et davantage en ligne avec ce qui a été observé historiquement, Wendy Elderberg et Louise

³ <https://twitter.com/ojblanchard1/status/1358122330329927680>

⁴ Dans une note de 2016, la BCE reconnaissait que les différentes méthodologies aboutissaient à des estimations d'output gap allant de -6 à -1% ... (« *How large is the output gap in the euro area* »).

⁵ Au passage, il est remarquable que les résultats de cette enquête soient très différents de celles menées après les envois de chèques en avril 2020, dans lesquelles les trois quarts des bénéficiaires indiquaient avoir utilisé les sommes perçues pour consommer.

Sheiner, deux économistes de la Brookings Institution⁶, estiment que l'output gap pourrait atteindre au plus 2,4%, ce qui constituerait tout de même le plus haut niveau depuis un demi-siècle. Cela dit, leurs simulations ne prennent pas en considération une éventuelle mobilisation de la sur-épargne constituée en 2020.



Paul Krugman est sur une ligne différente que Summers et Blanchard. Il défend la taille importante du plan Biden car pour lui, il est nécessaire d'engager toutes les dépenses nécessaires pour gagner la « guerre » contre le virus⁷, quitte à prendre le risque d'une accélération de l'inflation. Krugman ne nie pas le fait que le plan Biden pourrait mener à une surchauffe significative de l'économie américaine (c'est-à-dire une activité si forte que le chômage baisserait très fortement) mais il relativise le risque d'accélération d'inflation en bonne part car la courbe de Phillips, qui lie taux d'inflation et taux de chômage, est devenue très plate ces dernières décennies⁸.

En réalité, les sujets du PIB potentiel et de l'effet multiplicateur des dépenses publiques, et même celui de la courbe de Phillips, font partie de ceux sur lesquels les économistes se montrent généralement très humbles. Rappelons par exemple que Blanchard lui-même écrivait en 2013 que le FMI, dont il était le chef économiste, avait sous-estimé les effets multiplicateurs lorsque l'institution avait recommandé des plans de consolidation budgétaire lors de la crise de la zone euro⁹.

In fine, malgré toutes les incertitudes sur la réaction de l'économie au plan Biden, l'ampleur de ce dernier fait qu'on ne peut écarter le risque d'une accélération de l'inflation sur la 2^{ème} partie de 2021. Summers dit d'ailleurs très justement : « *les mesures de stimulation de cette magnitude constituent un pas vers l'inconnu.* » Jason Furman, économiste proche de Biden, dit à peu près la même chose : « *S'il n'y a pas de risque de surchauffe, c'est que nous en faisons trop peu.* »

⁶ <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2021/01/28/the-macroeconomic-implications-of-bidens-1-9-trillion-fiscal-package/>

⁷ <https://www.nytimes.com/2021/02/07/opinion/covid-biden-economy-stimulus.html>

⁸ <https://paulkrugman.substack.com/p/stagflation-revisited>

⁹ Blanchard O. et D. Leigh, 2013, « Growth forecast errors and fiscal multipliers », *IMF working paper*.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

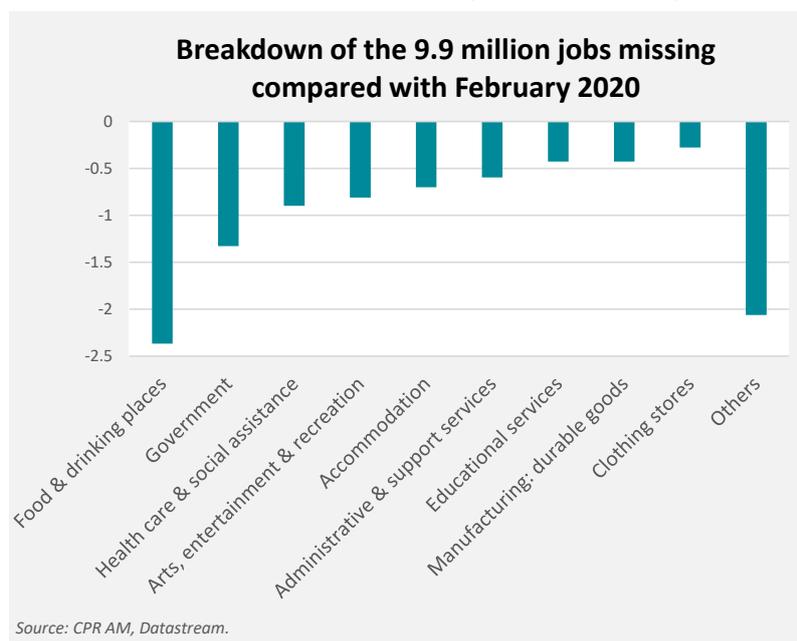
Dans quelle situation se trouve le marché du travail ?

De façon étonnante, les débats actuels sur la possible surchauffe à venir de l'économie américaine ne font pas mention de l'état actuel du marché du travail. Pourtant, une éventuelle accélération de l'inflation proviendrait d'une amélioration telle du marché du travail que les entreprises cherchant à recruter (pour faire face à un surplus de demande) proposeraient des salaires plus élevés et le répercuteraient sur les prix. Pour cette raison, il est utile de savoir dans quelle situation se trouve le marché du travail.

Aux Etats-Unis, la mise à l'arrêt de l'économie en mars/avril (dans la majorité des Etats, le confinement n'a été mis en place que durant le mois d'avril) a détruit 23,4 millions d'emplois. Mais dès le mois de mai et la levée des restrictions sanitaires, une bonne partie des personnes qui avaient été placées en licenciement temporaire (*'furloughed'*) a pu reprendre son activité. **En janvier 2021, 55% des emplois perdus en mars/avril avaient été retrouvés et 9,9 millions étaient encore manquants par rapport à février 2020. La décomposition des emplois manquants montre que ces derniers sont concentrés dans les secteurs les plus affectés par la crise :**

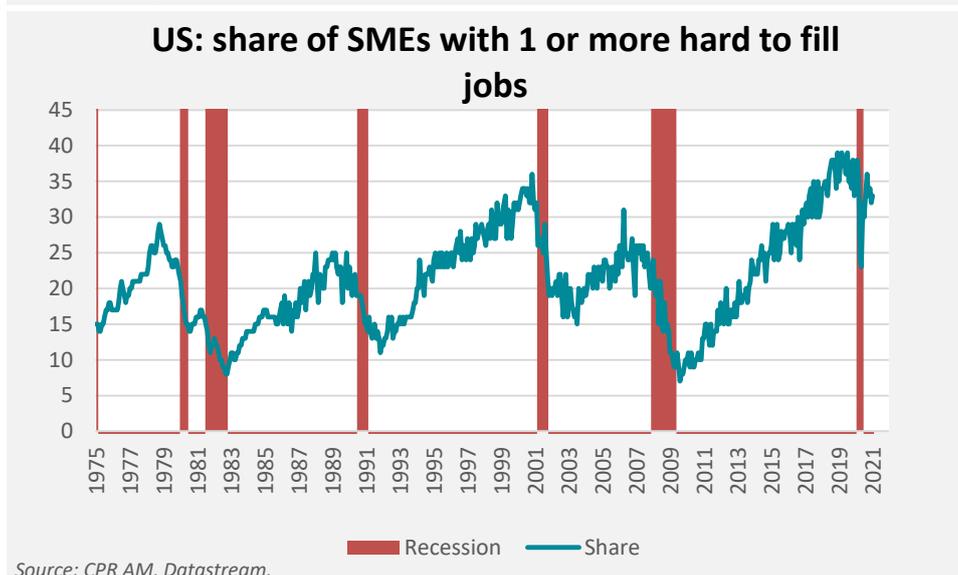
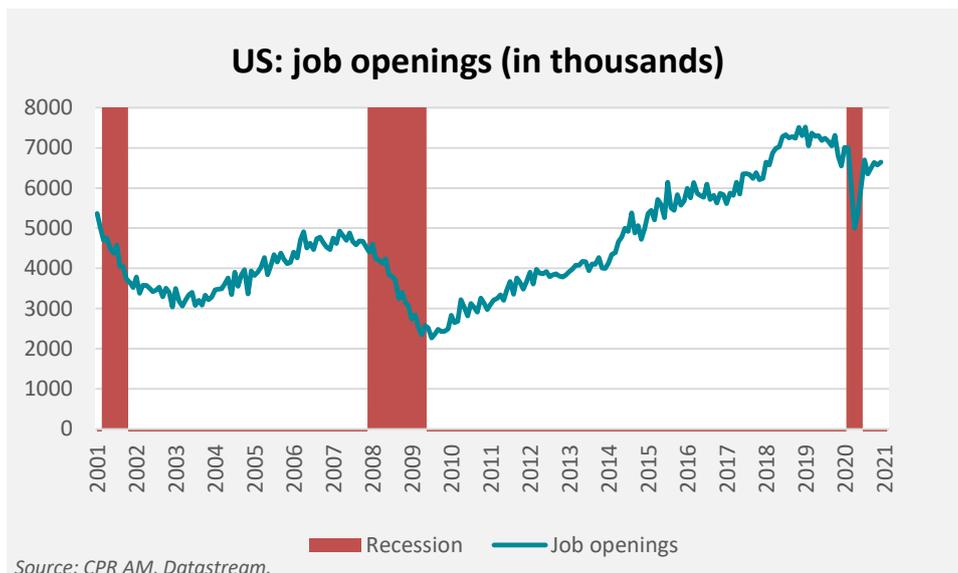
- Un quart des emplois manquants provient des bars et des restaurants (2,4 millions d'emplois en moins par rapport à février, soit 20% des emplois du secteur),
- 1,3 million provient d'emplois gouvernementaux,
- 0,8 million provient du secteur des arts, loisirs et divertissement (soit environ un tiers des emplois du secteur),
- 0,7 million provient de l'hôtellerie (soit environ un tiers des emplois du secteur),
- 0,4 million provient des services à l'éducation (soit 11% des emplois du secteur).

L'aide aux collectivités locales qui sera apportée par le plan Biden devrait faire « revenir » assez facilement un peu plus d'un million d'emplois. De plus, il n'est pas interdit de penser que les créations d'emplois devraient être fortes au cours de l'année 2021 une fois que le vaccin sera un peu plus déployé et que les restrictions pesant sur les bars, les restaurants, les salles de sport, les lieux culturels et les écoles seront levées. Evidemment, tous les emplois perdus de ces secteurs ne pourront être retrouvés car un certain nombre d'entreprises auront disparu.



Il paraît donc assez clair que les pertes d'emplois causées par la crise sont largement concentrées dans certains secteurs (hôtellerie, restauration, éducation, art/loisirs/divertissement) et que les autres secteurs ne se portent finalement pas si mal. Lors du comité de politique monétaire de janvier, Jerome Powell avait expliqué que les membres du FOMC avaient été surpris par l'impact sur l'économie nettement moins fort que prévu des 2^{ème} et 3^{ème} vagues de covid (respectivement cet été et depuis cet automne). Leur diagnostic était qu'en dehors des secteurs sinistrés, l'économie s'était « adaptée » au virus.

En réalité, il est possible qu'un surplus de demande exacerbe les tensions déjà présentes dans certains secteurs. En effet, le nombre de postes vacants n'a que faiblement baissé par rapport à avant la crise covid et une part importante des PME indique qu'elle a du mal à pourvoir un ou plusieurs postes (cette part n'a probablement jamais été aussi forte en sortie de récession). Même pendant et après la récession de 2020, les PME américaines expliquent que leur problème le plus pressant est la « qualité du travail ». Un choc budgétaire de l'ampleur du plan Biden serait déjà exceptionnel en soi mais il le serait encore plus si on prend en considération le fait que les entreprises américaines ont déjà beaucoup de mal à recruter.



In fine, le très vraisemblable passage du plan Biden de 1900 Mds \$ devrait impliquer que l'économie américaine se retrouve nettement au-dessus de son potentiel en fin d'année 2021, même si l'ampleur de la surchauffe est particulièrement difficile à évaluer. Le débat actuel semble occulter le fait que ce choc budgétaire intervient dans un contexte où de nombreuses entreprises rencontrent déjà des difficultés à recruter du personnel qualifié. Cela sera pourtant un élément crucial pour l'évolution de l'inflation au 2^{ème} semestre.

Publié le 15 février 2021

Information :

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpram.fr ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

CPR Asset Management, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.



Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

