

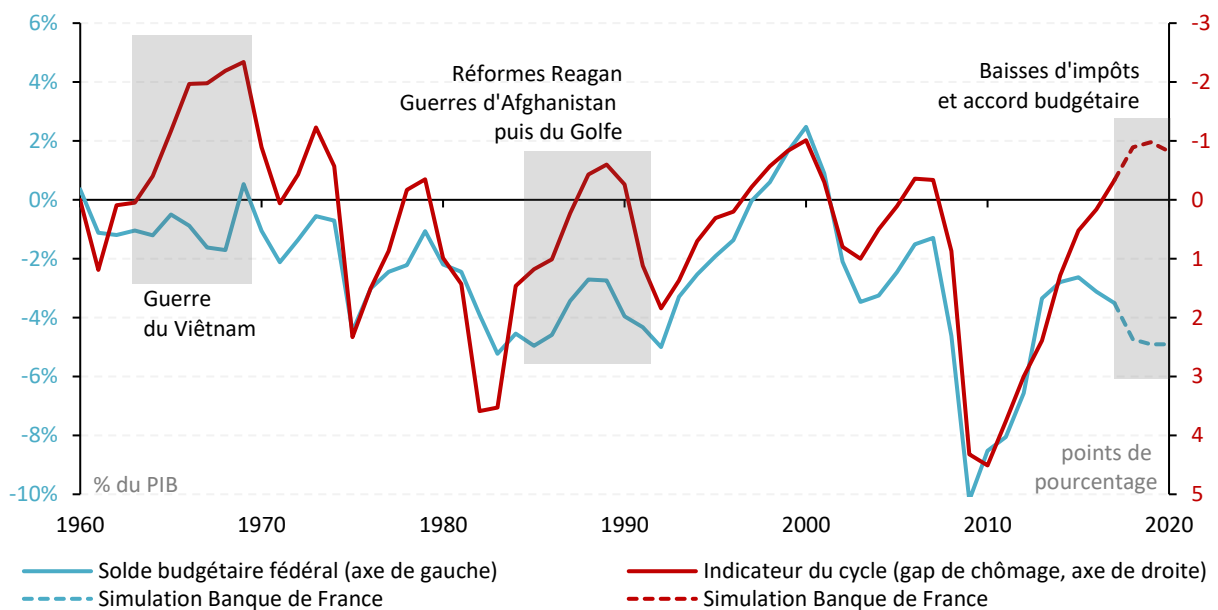
Politique budgétaire américaine : la croissance, à quel prix ?

Marie-Élisabeth de la Serve, Sophie Haincourt, [Clément Marsilli](#)

Moins de deux mois après l'adoption du Tax Cuts and Jobs Act, réduisant l'imposition des ménages et entreprises, le Congrès américain a voté un accord budgétaire qui accroît les dépenses publiques pour 2018 et 2019. Les effets sur l'économie américaine sont à double tranchant : 1,4 point de croissance supplémentaire sur deux ans mais creusement des déficits commercial et public à 4% et 6% du PIB respectivement. La dépréciation récente du dollar pourrait refléter les inquiétudes accrues des investisseurs internationaux.

Un stimulus budgétaire d'une ampleur inédite dans une phase haute du cycle économique

Graphique 1 – États-Unis : solde fédéral et cycle économique depuis 1960



Sources : Données du Bureau of Fiscal Service, Bureau of Labor Statistics et CBO ; Calculs des auteurs.

Une telle relance budgétaire votée en phase haute du cycle durant laquelle, en général, le déficit a tendance à se réduire, n'a pas été observée depuis la guerre du Vietnam (Graphique 1). Les mesures adoptées au cours des derniers mois se décomposent en deux volets :

- (i) la loi *Tax Cuts and Jobs Act*, dont le décret de mise en application a été signé le 22 décembre, réforme significativement la fiscalité américaine pour les dix prochaines années. La loi réduit le niveau d'imposition des ménages (notamment par la baisse des taux faciaux pour la majorité des tranches et une augmentation des abattements et crédits d'impôt) et des entreprises (avec en particulier une baisse du taux d'impôt sur les sociétés à 21% et la possibilité d'amortir à 100% dès la première année certaines dépenses d'investissement en équipement). La loi entend également inciter les multinationales à l'implantation, ou à la réimplantation, de leur activité sur le sol

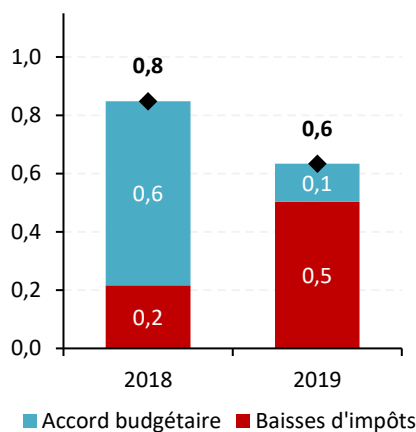
américain ainsi qu'au rapatriement de leurs profits réalisés à l'étranger, par la mise en place d'un système de taxation désormais territorial, dans lequel seule l'activité domestique est taxée.

- (ii) le *Bipartisan Budget Act of 2018*, voté début février, est issu des propositions du projet de budget de la Maison Blanche. Ce collectif budgétaire représente une hausse d'environ 300 milliards de dollars des dépenses publiques sur deux ans (principalement en investissement public).

Plus de croissance à court terme...

Nous simulons les effets de ces baisses d'impôts (représentant un peu moins de 1 point de PIB en année pleine) et hausses de dépenses publiques (0,6 point de PIB en 2018 et 0,8 point en 2019) à l'aide du modèle [NiGEM](#). Selon nos estimations, les gains de croissance du PIB seraient de +0,7p.p. en moyenne par an en 2018-2019 (Graphique 2).

Graphique 2 - Gains de croissance simulés du paquet budgétaire sur le PIB américain



Source : Calculs des auteurs.

En moyenne, 1 point de PIB de baisse d'impôts se traduit par un gain en PIB qui se situe entre 0,3-0,5p.p. (on parlera ici de multiplicateur fiscal). Si cette élasticité paraît relativement faible, les montants en jeu de la loi *Tax Cuts and Jobs Act* pourraient cependant générer d'importants gains de croissance (en rouge sur le Graphique 2). En particulier, la forte baisse du taux d'impôt sur les sociétés aurait des effets immédiats significatifs, bien que limités dans le temps. Les choix des entreprises dans l'utilisation des profits générés par la baisse de la fiscalité en faveur de l'investissement productif seront donc essentiels à l'efficacité de la réforme. Ces dernières années, l'augmentation des profits a donné lieu à une importante hausse du montant des dividendes distribués et des rachats d'actions ce qui pourrait limiter les gains attendus des baisses d'impôts en terme de croissance à court terme. Pour les ménages, les effets de la baisse de l'impôt sur le revenu (et de l'augmentation des plafonds de déduction) seraient importants mais plus étalés dans le temps.

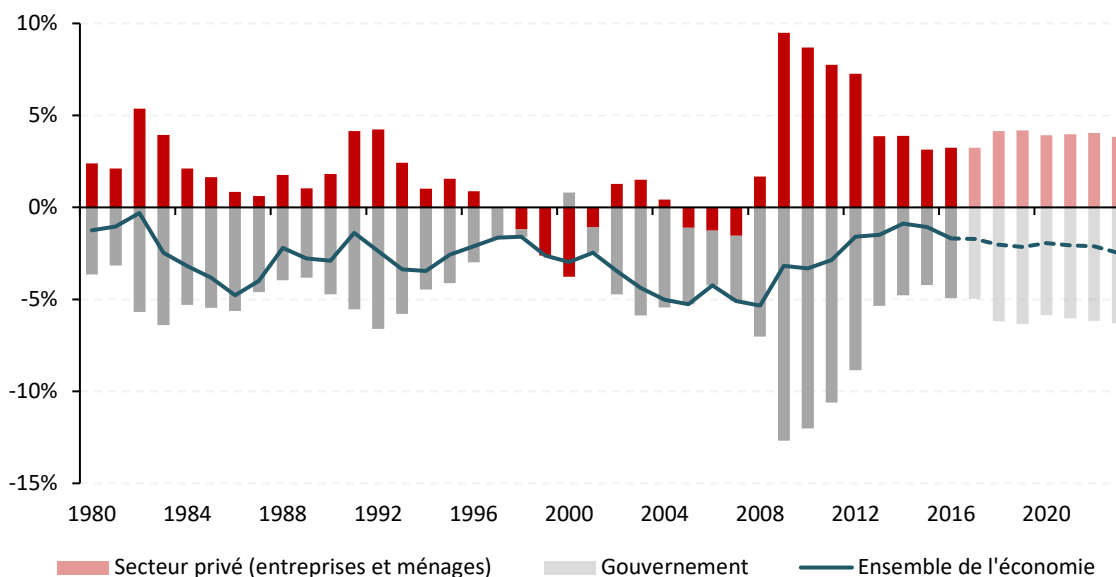
En revanche, les effets de l'accord budgétaire (*Bipartisan Budget Act of 2018*) seraient plus importants que ceux des baisses d'impôts. L'impact de l'accord budgétaire (en bleu sur le Graphique 2) est immédiat et conséquent sur la croissance durant les deux années concernées par l'augmentation des dépenses publiques (multiplicateur budgétaire proche de 1 en première année).

... au prix d'un dérapage sévère du déficit commercial et de l'endettement public

Les effets positifs de la relance budgétaire sur la demande entraînent un creusement marqué des déficits commerciaux et courants américains, qui atteindraient respectivement 4% et 3,8% du PIB en 2019 (contre 2,9% et 2,4%, respectivement, en 2017).

Une décomposition par secteur institutionnel (Graphique 3) indique une forte détérioration du déficit public, qui passerait de 4,8% du PIB en 2017 à 6,1% en 2019. À l'inverse, la baisse de la pression fiscale sur le secteur privé devrait lui permettre de dégager un surcroît d'épargne, modérant le risque sur le financement du déficit courant. Tous effets confondus, le dérapage du déficit public devrait se traduire par une hausse de 10 points de PIB de l'endettement public, proche de 120% du PIB à l'horizon 2027.

Graphique 3 - Capacité de financement de l'économie américaine

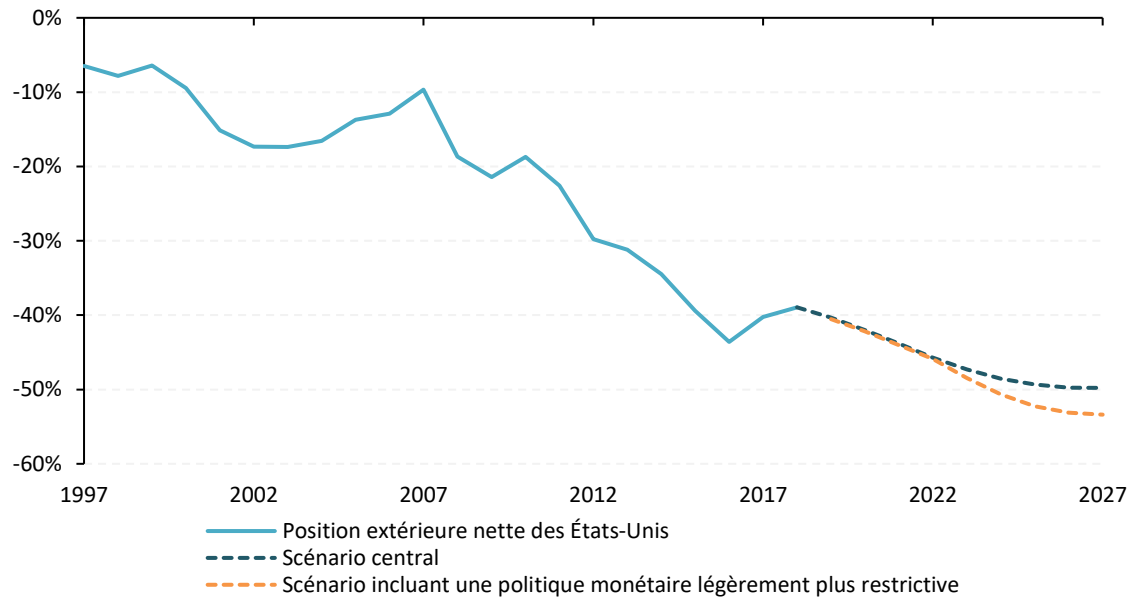


Sources : Données OCDE ; Calculs des auteurs. Un chiffre positif (négatif) indique une capacité (besoin) de financement. La capacité de financement d'une économie est la somme des soldes courant et de capital.

Des craintes sur le financement du déficit courant américain semblent peser sur le dollar

La position extérieure nette (ou PEN) représente le patrimoine ou l'endettement net d'un pays vis-à-vis du reste du monde : une position extérieure négative signifie que les résidents du pays ont reçu davantage de capitaux de l'étranger qu'ils n'y ont investi. En ce qui concerne la PEN des États-Unis, celle-ci pourrait devenir préoccupante. Elle se situait à -40% du PIB en 2017 (les États-Unis étant débiteurs vis-à-vis du reste du monde) et devrait, selon nos estimations, dépasser -50% du PIB en 2027 (Graphique 4) - voir aussi le billet de [Fahri et Maggiori](#) sur ce sujet. En outre, un scénario où la Fed durcirait sa politique monétaire avec 4 hausses de taux d'intérêt d'un quart de point en 2018-2019 (comme le suggère le [communiqué](#) de mars 2018 de la Fed et comme le justifierait une inflation durablement supérieure à la cible de 2% dans notre simulation) pourrait creuser encore plus la situation débitrice des États-Unis vis-à-vis du reste du monde.

Graphique 4 - Position extérieure nette des États-Unis



Sources : Données du Bureau of Economic Analysis ; Calculs des auteurs.

Néanmoins, le changement du système de taxation des multinationales, qui fait partie intégrante de la réforme fiscale, pourrait inciter les entreprises américaines aux rapatriements des profits réalisés à l'étranger (la fiscalité américaine serait désormais légèrement en dessous de l'OCDE). L'effet sur la PEN pourrait rester neutre: le rapatriement des profits qui seront désormais réalisés par les entreprises américaines à l'étranger jouera positivement dans la balance courante au travers du solde des revenus. Cependant, le montant des actifs détenus par les sociétés américaines sur l'étranger devrait être réduit si ces mêmes sociétés décidaient de rapatrier ces revenus plutôt que de le réinvestir dans leurs filiales étrangères.

La montée des risques sur le financement du déficit courant américain apparaît toutefois réelle et pourrait expliquer la dépréciation du dollar alors que l'élargissement du différentiel de taux d'intérêt en sa faveur aurait dû être au contraire favorable à la monnaie américaine (voir aussi [Summers](#) sur ce sujet). En 2017, les flux nets d'investissements directs étrangers vers les États-Unis ont reculé par rapport aux années 2015-2016, signe possible que l'économie américaine serait devenue moins attractive pour les investisseurs internationaux.