

# États-Unis

## État d'urgence

La population et l'économie des États-Unis ne seront pas plus épargnées que d'autres par l'épidémie de coronavirus. Arrivée tard sur le sol américain, longtemps minimisée par le président Trump, celle-ci progresse désormais rapidement, à tel point que l'Organisation mondiale de la santé pourrait déclarer les États-Unis nouvel épicode de la maladie. Espace fédéral, le pays a réagi en ordre dispersé, les mesures de confinement restant à l'appréciation des États ; et si la Maison Blanche a fermé les frontières (à l'Union européenne, au Canada...) elle répugne par principe à restreindre les flux intérieurs de biens et de personnes. Anticipant une récession, les marchés ont lourdement chuté, la banque centrale déclenchant, quant à elle, un véritable « plan Marshall » monétaire.

Le 12 mars 2020, tandis que l'Italie, déjà gravement touchée par l'épidémie de coronavirus, renforçait ses mesures de confinement, et que son ancien premier ministre, Mattéo Renzi, exhortait l'Europe à en faire autant, le ton était encore serein à Washington. Misant sur la découverte rapide d'un vaccin, le président Trump comptait sur la disparition prochaine, autant que sur la faible diffusion, de la maladie<sup>1</sup>. Mais la tendance s'est, au contraire, aggravée, à tel point que l'Organisation mondiale de la santé (OMS) pourrait déclarer les États-Unis nouvel épicode de l'épidémie. Au moment d'écrire ces lignes, la première puissance mondiale déplorait près de 280 000 cas déclarés et 7 000 décès. La contamination progressait, par ailleurs, sur une courbe exponentielle, comparable à celle déjà empruntée en Europe par les pays largement impactés.

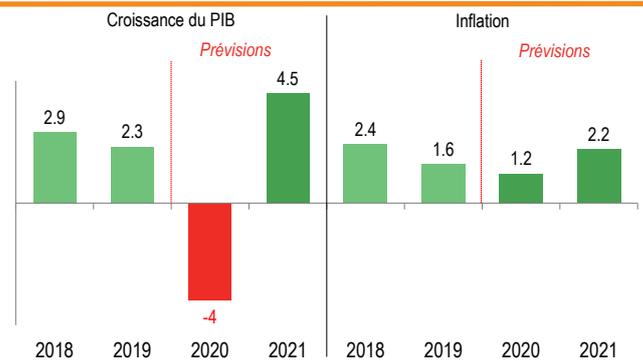
Espace fédéral, le pays a, jusqu'à présent, réagi en ordre dispersé. Depuis le 15 mars, les États les plus touchés (New-York, Californie) imposent des mesures de confinement ou de distanciation à leur population, limitent les déplacements professionnels non essentiels, et ferment la plupart des lieux récréatifs (bars, restaurants, cinémas, théâtres, clubs de sport, etc.) et commerces. D'autres (New Jersey, Illinois, Floride, Texas, etc.) emboîtent le pas avec plus ou moins de fermeté. En dépit du souhait présidentiel de voir « toutes les églises remplies pour Pâques », l'impératif de protéger les populations s'impose localement et la liste des espaces exempts de toute restriction se réduit. L'économie des États-Unis se grippe. L'indice ISM (*Investment Supply Manager*) des commandes industrielles, bien corrélé à l'investissement donc à l'activité, est tombé à 42,2 au mois de mars, son plus bas niveau depuis 2009 ; la chute va se poursuivre, annonçant une contraction historique du PIB au deuxième trimestre de 2020.

### ■ Population à risque et soutien budgétaire massif

Le système de santé américain, bien que très moderne, n'est pas le mieux armé pour faire face à une épidémie de masse. Coûteux (les États-Unis lui consacrent 17 points de PIB, un record dans l'OCDE), ses capacités d'accueil n'en sont pas moins réduites (2,8 lits d'hôpitaux pour 1 000 habitants, soit deux fois moins qu'en France et trois fois moins qu'en Allemagne) et sélectives. En l'absence de couverture maladie universelle, ceux qui ne bénéficient pas d'une assurance privée, soit près de 106 millions d'Américains (un sur

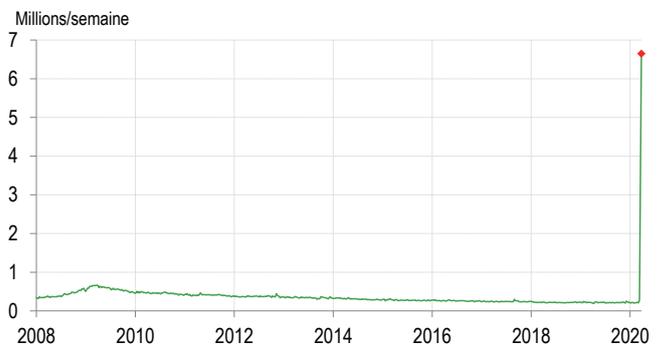
<sup>1</sup> "It's going to go away [...] because of what I did and what the administration did with China, we have 32 deaths at this point. When you look at the kind of numbers that you're seeing coming out of other countries, it's pretty amazing when you think of it". D. J. Trump, 24 February 2020.

### 1- Croissance et inflation (g.a., %)



Source : BNPP, prévisions intermédiaires (avant publication du scénario révisé par Global Markets)

### 2- Demandes d'indemnités chômage



Source : US Department of Commerce

### 3- Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act (USD mds)

<b>Transferts aux ménages</b>	<b>634</b>
- Crédit d'impôt (« chèque »)	290
- Aide aux chômeurs (extension des droits)	260
- Autres (aides alimentaire, à l'éducation...)	84
<b>Prêts garantis</b>	<b>881</b>
- Aux grandes entreprises et États fédéraux	504
- Aux petites et moyennes entreprises	377
<b>Aides d'urgence</b>	<b>400</b>
- Aux États fédéraux et autorités locales	175
- Aux hôpitaux et Disaster Relief Fund	225
<b>Baisses ou différés d'impôts pour les entreprises</b>	<b>280</b>
<b>TOTAL</b>	<b>2.200</b>

Source : Committee for a Responsible Federal Budget, BNP Paribas



trois), n'y ont qu'un accès limité<sup>2</sup>. La protection étant le plus souvent liée à l'emploi, l'envolée du chômage (cf. graphique 2) aura pour effet d'augmenter le degré de vulnérabilité de la population face à l'épidémie.

Désormais consciente des enjeux, l'administration Trump a fait voter au Congrès le *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act* (CARES), un plan de soutien budgétaire d'une capacité sans précédent (USD 2 200 milliards, soit 10% du PIB ou près de 50% de la dépense fédérale annuelle). À noter que celle-ci a été doublée sous la pression des Démocrates, majoritaires à la Chambre des représentants, de manière à répondre aux besoins des particuliers à revenu modeste ou ayant perdu leur emploi. Au-delà des prêts garantis aux entreprises, dont le montant pourrait aller jusqu'à USD 900 mds, l'État fédéral transférera, sous forme de crédits d'impôt ou extensions de droits, quelque USD 630 mds aux ménages américains (cf. tableau 3). Aussi chacun d'entre eux recevra-t-il, sous condition de revenu<sup>3</sup>, un « chèque » d'un montant maximum de USD 3.000. Les indemnités chômage, variables selon les États mais qui, en moyenne, se montent à USD 300 par semaine, seront augmentées d'une part fédérale de USD 600 par semaine, pour une période de quatre mois prévue de s'achever le 31 juillet 2020.

#### ■ Bazooka monétaire

Le gouvernement s'apprête donc à amortir un choc qu'il n'est plus question de nier, et que les marchés et la Banque centrale (Fed) ont déjà largement anticipé. Dès le 3 mars, celle-ci baissait ses taux directeurs, pour finalement les ramener au voisinage de zéro, le 15<sup>4</sup>. Les dispositifs d'apports exceptionnels de liquidité mis en place lors de la crise financière de 2008 ont aussi été réactivés, tandis que le programme d'achats d'actifs (*quantitative easing*), d'abord porté à un maximum de USD 700 mds par an, va désormais s'exercer sans limite (cf. encadré 4). Couplées aux accords de *swap* et actions menées par les autres banques centrales, ces mesures ont permis de ramener, au moins temporairement, un peu de calme sur les marchés de changes, où la course à la liquidité en dollar a fait se déprécier de nombreuses devises, et de taux d'intérêt, marqués par un très fort écartement des *spreads*.

Jean-Luc Proutat

[Jean-luc.proutat@bnpparibas.com](mailto:Jean-luc.proutat@bnpparibas.com)

<sup>2</sup> Sur 106 millions d'Américains n'ayant pas accès aux assurances privées, 78,4 millions dépendent des systèmes Medicare (ciblant les personnes âgées de plus de 65 ans) et Medicaid (ciblant les personnes ou familles les plus pauvres) qui n'offrent qu'une couverture partielle ; 27 millions de personnes n'ont aucune couverture santé. Cf. Census Bureau, *Health Insurance Coverage in the United States: 2018*, November 2019.

<sup>3</sup> Jusqu'à USD 99 000 par an pour un célibataire, USD 198 000 par an pour un couple sans enfant, USD 218 000 par an pour un couple avec enfant(s).

<sup>4</sup> Le 15 mars 2020 (pour application le 16), le Comité de l'*open market* de la Réserve fédérale (FOMC) décidait d'une baisse de 100 points de base du taux objectif des fonds fédéraux, établi désormais dans une fourchette de 0% à 0,25%. Le taux appliqué aux réserves (excédentaires et obligatoires) était réduit de 150 points de base, pour s'établir à 0,1%.

#### 4- « Plan Marshall » monétaire

*Aux États-Unis, la réappréciation du risque associée à la perspective d'un plongeon de l'économie s'est traduite par une fuite générale vers la liquidité, des demandes de conversion en cash d'actifs (actions, obligations, parts de fonds...) et la mise sous pression d'acteurs indispensables au bon fonctionnement des marchés, tels que les Primary Dealers ou Money Market Funds (MMF). Pour éviter l'embolie, la Fed a donc ré-ouvert les guichets créés à l'occasion de la crise financière de 2008 et s'est positionnée comme acheteuse en dernier ressort, pour des montants presque sans limite.*

**-Multiplication des dispositifs spéciaux de financement.** Parallèlement aux injections exceptionnelles de liquidité accordées via ses opérations de repo (jusqu'à USD 5 800 mds de mi-mars à mi-avril) la Fed a réactivé, les 17 et 18 mars, le Primary Dealer Credit Facility (PDCF) ainsi que le Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF). Ces dispositifs, consistant pour la Fed à prêter en échange de collatéraux devenus plus difficiles à écouler, ont pour but de faciliter les refinancements sur les marchés de la dette, poumon essentiel de l'économie. Ils ne s'arrêtent pas là. Par le biais de véhicules ad hoc (*Special Purpose Vehicles*, SPV), la Fed va se porter acquéreuse d'obligations d'entreprises bien notées (classées en catégorie *investment grade*), aussi bien sur le marché primaire (*Primary Market Corporate Credit Facility*, PMCCF) que secondaire (*Secondary Market Corporate Credit Facility*, SMCCF) de la dette. Elle a aussi réactivé, à nouveau via un SPV, le *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), de manière à soutenir la titrisation (et donc éviter l'interruption) de nouveaux prêts aux ménages et petites entreprises.

**-Passage à un QE illimité.** Il s'agit de la mesure la plus spectaculaire à ce jour, la première à avoir permis un début d'accalmie sur les marchés. Le 23 mars, la Fed annonçait que sa détention de titres au travers du SOMA (*System Open Market Account*) serait augmentée autant que nécessaire pour assurer le bon fonctionnement des marchés. Dit autrement, le *quantitative easing* (QE) n'aura plus de limite autre que celle des encours éligibles de *Treasuries* (eux-mêmes appelés à croître fortement) et *Mortgage-Backed Securities* (MBS), pour l'occasion étendu aux prêts à l'immobilier commercial.

**-Accords de swap.** Le stress sur la liquidité en dollar nécessitant une action de la banque centrale ne concerne pas seulement les États-Unis. Similitude avec 2008, la dette d'origine américaine, surtout celle des entreprises, a fait l'objet d'un recyclage mondial, en particulier sous forme d'ETF (*Exchange-Traded Funds*), augmentant les besoins de refinancement en dollar des intermédiaires financiers non américains. Au Japon, en zone euro, au Royaume-Uni, les premiers signes de raréfaction sont apparus avec la dépréciation des monnaies (demandes de conversion en dollar) et la hausse du coût des *swaps*. En réaction, le 15 mars, la Fed et les cinq banques centrales de la zone euro (BCE), d'Angleterre (BoE), du Japon (BoJ), de Suisse (BNS) et du Canada (BoC) nouaient des accords permettant d'échanger les monnaies à taux réduit (OIS +25bp) et, dans chaque juridiction, de prêter en dollar jusqu'à 85 jours (en parallèle des opérations habituelles à 7 jours). Le 19 mars, la Fed étendait ses accords de *swap* aux principales autres banques centrales de la planète (Australie, Nouvelle-Zélande, Brésil, Corée, Mexique, Singapour, Suède, Norvège, Danemark, etc.).

Source : BNP Paribas

