

## ÉTATS-UNIS

4

## RECU DE L'ÉPIDÉMIE, POUSSÉE DE FIÈVRE

L'économie américaine s'envole. Dopée par le recul de l'épidémie de Covid-19 autant que par des transferts budgétaires sans précédent, l'activité croîtra d'au moins 6% en 2021, pour dépasser son niveau de 2019. L'inflation accélérera, jusqu'à s'établir assez sensiblement au-dessus de la cible de 2% visée par la Réserve fédérale. Pour autant, la Banque centrale ne déviara pas de sa ligne accommodante. Sa priorité reste l'emploi, qui porte encore les stigmates de la crise et est loin d'avoir récupéré tout le terrain perdu avec celle-ci. Les conditions monétaires resteront donc favorables, pour l'économie comme pour les marchés, quitte à encourager quelques excès.

Alors qu'aux États-Unis le cap dramatique des 500 000 morts de la Covid-19 a été franchi, l'accélération de la campagne vaccinale (déjà 170 millions de doses administrées, près de la moitié de la population couverte) et le recul concomitant du taux des contaminations (pratiquement au plus bas depuis le début de l'épidémie) confortent jour après jour l'espoir d'en sortir. Dans une allocution télévisée, le président Biden a retenu la date symbolique du 4 juillet, jour de fête nationale, comme celle d'un possible retour à la normale. Déjà, les indicateurs de mobilité fournis par le moteur de recherche Google s'améliorent ; avec le rebond de l'emploi (916 000 postes créés en mars), ils confirment que, après sa baisse de régime des derniers mois de 2020, le moteur de la consommation repart.

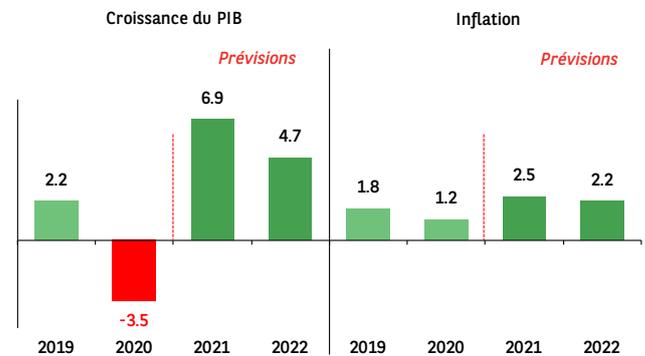
Celui-ci ne manquera pas de carburant. Adopté le 11 mars 2021 sous le nom d'*American Rescue Plan Act*, le gigantesque dispositif de relance de USD 1 900 milliards (9 points de PIB) voulu par l'Administration Biden cible largement les ménages, sous forme de chèques, compléments d'indemnités chômage, ou crédits d'impôts (cf. encadré). Dire quelle sera la véritable propension des Américains à consommer plutôt qu'épargner cette manne est toujours une gageure. Toutefois, l'impulsion est telle que le taux de croissance de l'économie ne peut être que revu à la hausse.

## CROISSANCE À PLUS DE 6% ET REBOND DE L'INFLATION

L'*output gap*, en l'occurrence le déficit de production qui resterait à combler pour que l'économie retrouve son potentiel, est évalué par le *Congressional Budget Office* (CBO) à USD 960 milliards. D'un montant deux fois supérieur et s'ajoutant aux USD 900 milliards de rallonge budgétaire votés en décembre 2020, l'*American Rescue Plan* aurait donc tôt fait de le résorber, fût-il assorti d'un multiplicateur faible. En retenant pour ce dernier un chiffre de 0,5 et en supposant que l'essentiel des 1 900 milliards contenus dans l'enveloppe soit rapidement engagé, l'économie croîtrait d'au moins 6% en 2021. Elle ferait mieux que rattraper son retard, de sorte que, dès l'automne prochain, le moteur américain serait proche du plein régime. Au rythme actuel des vaccinations (2 millions d'injections quotidiennes), il est raisonnable de penser qu'à cet horizon, les secteurs encore paralysés par la pandémie (hôtellerie, restauration, spectacles, etc.) fonctionneront normalement et auront pu réembaucher. Le retour au plein emploi serait rapide. Pour la secrétaire au Trésor, Janet Yellen, il est envisageable dès 2022.

La remontée du cours des matières premières aidant (le pétrole s'est renchéri de quelque 150% depuis un an, les métaux de 60%) la mise sous tension de l'économie américaine ranime les anticipations d'inflation, notamment sur les marchés où le taux des *swaps* indexés à dix ans est remonté (il est actuellement proche de 2,5%). Les prix à la consommation progressent, *de facto*, plus vite, ne serait-ce qu'en raison d'une facture énergétique et alimentaire qui s'alourdit. Ils témoignent aussi d'un effet de rattrapage. Avec moins de contaminations et des freins aux déplacements qui se relâchent, un certain nombre d'achats jusqu'ici différés reprennent. La demande des ménages pour les

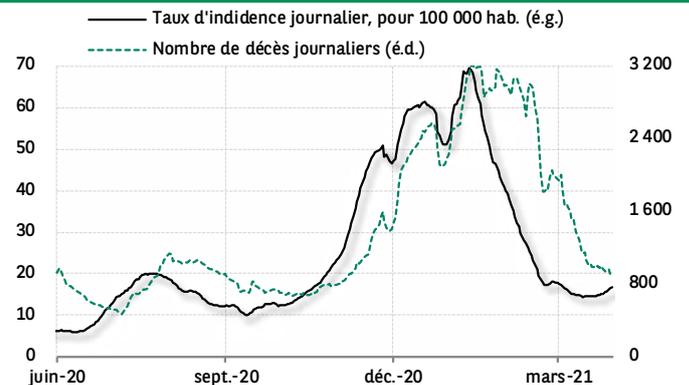
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## RETOUBÉE DE LA VAGUE ÉPIDÉMIQUE DE COVID-19



GRAPHIQUE 2

SOURCE : JOHNS HOPKINS UNIVERSITY

voyages et les biens durables (automobiles, équipements du foyer) est forte et participe au rebond des prix. À partir d'avril et dans les mois suivants, lorsque les chiffres se compareront à ceux, déprimés, du printemps 2020, l'inflation se situera nettement au-dessus de l'objectif de 2% fixé par la Réserve fédérale (Fed), la barre des 3% pouvant même être atteinte.

Le dépassement sera toutefois transitoire. Aux États-Unis comme ailleurs, les salaires et les prix restent contraints par des arbitrages mondiaux, peut-être plus encore depuis que la crise accélère la révolu-



### AMPLIFICATION DE L'EFFET DE LEVIER DETTE DES PARTICULIERS POUR L'ACQUISITION D'ACTIONS (% DU PIB)



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BRI

tion digitale dans les services. Ils ne réagissent plus comme jadis aux tensions qui s'exercent sur les capacités, un phénomène connu sous le terme d'aplatissement de la courbe de Phillips<sup>1</sup>. Déjà remarquablement stable autour de 2% durant la phase historique de recul du chômage de 2010-2020, l'inflation a peu de raison d'accélérer dans la durée.

## RISQUES D'EXCÈS

C'est l'analyse faite par le Comité de la politique monétaire qui, lors de sa réunion du 17 mars dernier, n'a pas dévié de sa ligne accommodante : maintien du taux objectif des fonds fédéraux au voisinage de zéro, poursuite au rythme de USD 120 milliards par mois des rachats nets de titres du Trésor (pour une part de USD 80 milliards) et d'Agences (pour une part de USD 40 milliards). L'expansion du bilan de la Fed, qui dépasse celle du déficit fédéral et atteint USD 3 500 milliards ou 16,5 points de PIB depuis le début de la pandémie, va donc se poursuivre.

Utile pour contrer les chocs dépressifs mais aussi vecteur d'excès, une telle prodigalité monétaire n'est pas sans inconvénient dans la durée. Les trillions de dollars créés en contrepartie des rachats de la Fed font l'objet d'un vaste recyclage, dans l'immobilier, les infrastructures, les crypto-monnaies, en Bourse, etc. Disponibles à faible coût, ils encouragent la prise de risque et le recours au levier, jusque sur des segments de marché où la liquidité n'est pas toujours bien assurée. Facilité par la multiplication des plateformes de *trading* en ligne, le financement par la dette des investissements individuels en actions bat des records, en termes absolus comme en regard du PIB (graphique 3). Le risque d'instabilité financière augmente, ce qui s'est illustré récemment par l'incapacité de certains intervenants de marchés à faire face à leurs appels de marge et des ventes forcées d'actifs.

Déjà maintes fois souligné par le Fonds monétaire international, l'enjeu est aujourd'hui suffisamment important pour que la secrétaire américaine au Trésor s'en empare. Le 31 mars, Mme Yellen a indiqué réactiver la cellule « *hedge funds* » du Conseil de surveillance de la stabilité financière (FSOC), mise en sommeil par son prédécesseur Steven Mnuchin. Plus généralement, dans son dernier Rapport d'avril sur la stabilité financière, le FMI alerte sur un « monde d'après » bien plus endetté que celui d'avant, qui l'était déjà beaucoup...

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

<sup>1</sup> Proutat J.L. (2018) *L'hypothétique retour de l'inflation* BNP Paribas EcoFlash, septembre.

### L' AMERICAN RESCUE PLAN

Moins conséquent que le *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security* (CARES) Act de 2020, mais représentant tout de même le double de l'*American Recovery and Reinvestment Act* de 2009, l'*American Rescue Plan* figure parmi les plus vastes dispositifs de relance jamais votés par le Congrès. D'un montant de USD 1 900 milliards, il est pour moitié adressé aux ménages et cible donc la demande. Plusieurs dispositions retiennent l'attention.

Les chômeurs, dont les rangs restent augmentés de plus de 4 millions du fait de la crise, verront leurs indemnités complétées jusqu'au 6 septembre 2021, à hauteur de USD 300 par semaine. Petite concession au « quoiqu'il en coûte », la somme de USD 400 initialement prévue a été rognée. Des chèques d'un montant maximum de USD 1 400 par personne vont être adressés aux familles américaines, pour une enveloppe totale avoisinant les USD 400 milliards. Le crédit d'impôt enfant va être porté de USD 2 000 à USD 3 600 par enfant à charge de moins de 6 ans, USD 3 000 par enfant à charge de 6 à 17 ans. Bien que soumises à conditions de revenus et rendues (un peu) moins généreuses par le Sénat, ces mesures couvrent un champ qui dépasse largement celui des victimes économiques de la pandémie.

D'après les estimations de l'*Institute on Taxation and Economic Policy*, ce sont quelque 286 millions de citoyens, hommes, femmes ou enfants, soit 86% de la population des États-Unis, qui recevront un chèque du Trésor dans les prochaines semaines, de quoi alimenter le débat sur le bon calibrage des aides. Rappelons en effet que la masse des revenus disponibles des ménages, loin d'avoir régressé durant la crise, a au contraire connu une hausse exceptionnelle du fait des transferts opérés au titre du CARES Act. Entravés dans leurs dépenses, les Américains ont, de surcroît, constitué une énorme réserve d'épargne : USD 2 850 milliards en 2020 (16% des revenus disponibles), plus du double des montants économisés en 2019.

#### RÉPARTITION DES AIDES (USD MILLIARDS)

<b>MÉNAGES</b>	<b>910</b>
Chèques directs	400
Crédits d'impôts (enfants et individuels)	160
Compléments chômage	270
Compléments santé (extension de l'Obamacare...)	80
<b>INSTITUTIONS, SERVICES PUBLICS</b>	<b>763</b>
Transferts aux États et collectivités	350
Transferts aux écoles et universités	170
Financements des tests et vaccins	123
Autres (action sociale...)	120
<b>ENTREPRISES</b>	<b>226</b>
Transferts aux secteurs en difficulté	140
Transferts aux systèmes de pension	86
<b>TOTAL</b>	<b>1 900</b>

SOURCE : BNP PARIBAS, ECOFLASH N°21-05, MARS 2021

Jean-Luc Proutat

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change