

## ÉTATS-UNIS : LE PLAN DE RELANCE AMERICAIN VA-T-IL TROP LOIN ?

Jean-Luc Proutat

D'un montant de 1 900 milliards de dollars ou 9 points de PIB, l'*American Rescue Plan* figure parmi les plus vastes dispositifs de relance jamais engagés aux États-Unis.

Les mesures visent à surmonter l'épidémie de Covid-19, mais pas seulement. Peu discriminantes, s'ajoutant à celles déjà votées en décembre 2020, elles pourraient rapidement mettre l'économie sous tension.

Bien qu'appelée à dépasser 2%, l'inflation n'est pas le principal danger. Le rebond des prix serait transitoire, la concurrence mondiale ainsi que l'accélération de la révolution numérique jouant plutôt dans le sens d'une modération.

L'encouragement d'excès sur certains segments de marchés (valeurs technologiques, dette à haut rendement, etc.) s'inscrit en revanche sur la liste des effets indésirables possibles.

Sur l'air du « quoiqu'il en coûte », les États-Unis mènent allègrement la danse. Selon les estimations du Fonds monétaire international, ils sont de loin le pays où l'État en fait le plus pour contrer les effets dépressifs de l'épidémie de Covid-19 : près de 3 700 milliards de dollars ou 17 points de PIB engagés en 2020 (hors garanties, prêts et injections de capitaux), soit le double de l'effort budgétaire consenti dans l'Union européenne. Alors que, avec le déploiement des vaccins, un rétablissement aussi spectaculaire qu'inespéré est à portée de main, l'économie continue d'être considérablement stimulée. La nouvelle administration démocrate s'apprête à y transférer 1 900 milliards de dollars supplémentaires, peut-être beaucoup plus si son projet de modernisation des infrastructures voit le jour.

Déjà peu considérée sous Donald Trump, la dérive des comptes publics se poursuit. Sans même tenir compte des mesures de l'Administration Biden, le *Congressional Budget Office* (CBO) estime que le déficit fédéral se maintiendra au-dessus de 10% du PIB en 2021, après avoir marqué un record à 14,9% du PIB en 2020. La dette, quant à elle, a franchi la barre des 100% du PIB, semble-t-il pour longtemps. Eu regard à la gravité des circonstances, peu nombreux sont ceux qui, jusqu'à présent, ont paru s'en émouvoir. Il aura fallu que Lawrence Summers, ex-secrétaire au Trésor sous Bill Clinton et économiste proche du camp démocrate, prenne la plume dans les colonnes du *Washington Post* pour qu'un rappel au sens de la mesure se fasse entendre. Alors que les États-Unis ont dépassé le pire, le vaste plan de relance voulu par le président Biden n'est-il pas surdimensionné ? Ne risque-t-il pas d'entraîner une instabilité des prix sur les marchés de biens, de services ou de capitaux ? Considérons tour à tour ces deux questions.

### Deux fois l'output gap

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 1 900 milliards de dollars, il est pour moitié adressé aux ménages et cible donc la demande. Plusieurs dispositions retiennent l'attention (voir aussi encadré 1).

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 300 dollars par semaine. Petite concession au « quoiqu'il en coûte », la somme de 400 dollars initialement prévue a été rognée. Des chèques d'un montant maximum de 1 400 dollars par personne vont être adressés aux familles américaines, pour une enveloppe totale avoisinant les 400 milliards de dollars. Le crédit d'impôt enfant va être porté de 2 000 à 3 600 dollars par enfant à charge de moins de 6 ans, 3 000 dollars 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<sup>1</sup>, 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,

<sup>1</sup> Conditions de revenus : jusqu'à 80 000 dollars annuels (dégressivité au-delà de 75 000 dollars annuels) pour un célibataire, 160 000 dollars annuels (dégressivité au-delà de 150 000 dollars annuels) pour un couple marié.

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 : 2 850 milliards de dollars en 2020 (16% des revenus disponibles), plus du double des montants économisés en 2019.

Autre sujet d'interrogation et de confrontation sérieuse avec la minorité républicaine au Congrès : les aides aux États et aux collectivités, qui vont avoisiner 350 milliards de dollars. Outre qu'elles ne sont pas ciblées - le déploiement des tests et vaccins font l'objet d'une enveloppe spécifique - elles alimentent des caisses qui, là encore, ont déjà bénéficié d'importants subsides fédéraux. En 2020, les revenus des États et collectivités, tout comme ceux des ménages, ont affiché des taux de progression record.

Faut-il craindre, dès lors, que la piscine déborde ? 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 CBO à 960 milliards de dollars. D'un montant deux fois supérieur, 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, déjà plus de 120 millions au total), 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.

### Inflation, prix des actifs : risque modéré à fort

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 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. Sauf à considérer que le « monde d'après » opère un retour de quarante ans en arrière, le risque de voir « s'échapper le dentifrice du tube » est faible<sup>2</sup>. Aux États-Unis comme ailleurs, les salaires et les prix restent objets d'arbitrages mondiaux contraignants, peut-être plus encore depuis que la crise accélère la révolution 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.

Déjà remarquablement stable autour de 2% durant la phase historique de recul du chômage de 2010-2020, l'inflation n'a aucune raison d'accélérer dans la durée. L'explication monétariste, qui voudrait qu'elle finisse par réagir à la politique quantitative de la banque centrale, a elle-même une portée limitée. Les trillions de dollars créés en contrepartie des rachats de titres de la Fed peuvent avoir mille autres destinations que celle des biens et services échangés sur le sol américain ; ils se réinvestissent partout, sur les marchés émergents, dans l'immobilier, les infrastructures, les crypto-monnaies, en Bourse.

Surtout en Bourse. Aux États-Unis l'envolée du prix des actions ne date pas de la découverte des vaccins contre la Covid-19 mais précisément du 23 mars 2020, date de sortie du « bazooka » monétaire (assouplissement quantitatif illimité, programmes de refinancement exceptionnels). Alors que, sur certains segments de marchés (valeurs technologiques, dette *high-yield*) les valorisations deviennent difficiles à justifier, le risque est bien que les milliards du plan de relance, tout en soutenant l'économie, encouragent les comportements spéculatifs.

Jean-Luc Proutat

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

#### L'AMERICAN RESCUE PLAN (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>

SOURCES : COMMITTEE FOR A RESPONSIBLE FEDERAL BUDGET, US TAX FOUNDATION, BNP PARIBAS

<sup>2</sup> Selon l'expression imagée utilisée par l'ancien président de la Bundesbank, Karl Otto Pöhl, au début des années 1980.



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31    william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

+33 1 58 16 73 32    jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63    helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

+33 1 57 43 02 91    louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

+33 1 43 16 95 52    frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89    guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

+33 1 42 98 53 99    raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56    tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54    laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50    laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54    celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77    thomas.humblot@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉAÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82    francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27    christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77    stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86    perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51    pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00    helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26    salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84    johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71    michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



## ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



## ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



## ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change