

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

EDITORIAL

Elections américaines : quel bilan ? quels programmes ?

Le bilan de la présidence Trump, qu'il convient pour plus d'honnêteté d'arrêter avant la crise sanitaire, est mitigé. Si l'économie, l'emploi et, plus encore, la Bourse, ont crû rapidement, les finances publiques ont connu une dérive inédite en temps de paix, tandis que les inégalités se sont creusées. L'inflation des droits de douane a peu fait pour réduire le déficit commercial. La protection de l'environnement a gravement régressé. Dans ce domaine, comme dans d'autres (fiscalité, redistribution, multilatéralisme, etc.) le clivage entre les deux candidats est profond.

Fut-elle traitée avec désinvolture, la pandémie de Covid-19 n'est pas imputable à Donald Trump, dont le bilan économique s'appréciera plus objectivement sur la période des trois années ayant précédé la catastrophe sanitaire (2017-2019).

Le résultat est a priori flatteur, puisque, au bénéfice d'une croissance assez tonique (2,5 % par an en moyenne), de nombreux emplois ont été créés (6,5 millions) et le taux de chômage a pu descendre au-dessous de 4 % pour atteindre un plus bas niveau historique ; le cours des actions a beaucoup monté (+45 % pour l'indice Standard & Poor's 500), une performance appréciable aux yeux de l'électorat républicain, plus généralement dans un pays où le système des retraites repose essentiellement sur la capitalisation.

Au moment d'être élu, l'actuel président avait toutefois hérité d'une situation que son prédécesseur, Barack Obama, avait déjà largement redressée. Et si les bonnes tendances économique et boursière ont pu être confortées, c'est au prix d'un endettement record des entreprises comme de l'État fédéral. Car **avant même que la pandémie de coronavirus ne les fasse exploser, les déficits publics ont connu, sous Donald Trump, leur plus importante dérive hors période de récession ou de guerre.** Il s'agit là d'une conséquence de la réforme fiscale de

décembre 2017, qui a considérablement fait baisser les impôts et a abouti à priver l'État fédéral d'un potentiel de USD 1 000 milliards de recettes sur dix ans.

Les allègements fiscaux ayant surtout bénéficié aux Américains les plus fortunés, les inégalités se sont creusées. Le Congressional Budget Office (CBO) estime que, de 2016 à 2021, les gains en pourcentage après impôts auront été deux fois et demi plus élevés chez les ménages du quintile supérieur des revenus (les 20 % les plus aisés) que chez ceux du quintile inférieur (les 20 % les plus modestes).

L'augmentation des droits de douane, qui ont plus que doublé sous Donald Trump, aura produit des effets ambigus. Si les déficits vis-à-vis de la Chine – la première visée – ont été réduits, c'est au prix d'une contraction des achats dans les deux camps, simplement plus marquée aux États-Unis. L'effet prix (l'appréciation du dollar face au yuan), ainsi que le début d'atterrissage de l'économie américaine à partir de l'automne 2018 (avec un frein mis sur les importations) ont aussi joué un rôle dans la correction du déficit commercial. Chiffré à USD 854 milliards en 2019, celui-ci reste malgré tout considérable et plus important que celui trouvé par D. Trump au moment de son investiture, en 2017.

L'administration Trump a, enfin, beaucoup privilégié le court terme et, pour doper la croissance, affaibli bon nombre de normes sanitaires et environnementales. Les universités de Harvard et Columbia mènent, sur ce terrain, un recensement, qui indique qu'une centaine de dispositifs ou lois ont été attaqués, qui vont des limites imposées aux émissions de gaz polluants des véhicules ainsi qu'aux rejets de sites industriels, à la préservation des espaces naturels, en passant par les obligations déclaratives des entreprises. L'environnement fait partie de ces nombreux domaines où les programmes

deux candidats s'opposent. Sans surprise, Donald Trump reste résolument favorable au développement des énergies fossiles, y compris le charbon, tandis que Joe Biden annonce que les États-Unis réintégreront l'Accord de Paris sur le climat dès lors qu'il sera élu. Sur le plan de la politique commerciale, Trump enfonce le clou de l'*America first* et annonce, sans plus de précision, un « découplage » États-Unis - Chine.

Joe Biden est sur une ligne a priori moins hostile mais pas forcément plus conciliante. Très critique à l'égard des droits de douane imposés à la Chine (une « taxe sur les entreprises et les ménages américains »), il n'envisage cependant pas de les réduire sans contreparties de Pékin. Vis-à-vis de l'Union européenne, l'attitude démocrate s'annonce, en revanche, plus coopérative, ce qui a pu se voir dans les critiques adressées par la présidente de la Chambre des représentants Nancy Pelosi au gouvernement britannique concernant sa gestion du Brexit. D'une manière générale, Joe Biden reste un partisan convaincu du multilatéralisme, ce qui ne veut pas dire que sa politique sera exempte de toute forme de protectionnisme.

Déjà, sous Obama, beaucoup de barrières non-tarifaires au commerce avaient été érigées, tandis qu'une forme de préférence nationale s'était exprimée au travers de l'*American Recovery and Reinvestment Act* de 2009. **Joe Biden annonce, pour sa part, vouloir encourager fiscalement le Made in US en surtaxant à 10 % le résultat des filiales étrangères de groupes américains réalisé sur le territoire économique national.** Il dit aussi vouloir porter l'impôt sur les sociétés de 21 % à 28 %, et le taux marginal d'imposition sur les plus hauts revenus de 37 % à 39,6 %.

Jean-Luc PROUTAT

Etudes économiques – BNP Paribas

Jean-luc.proutat@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Stratégie des banques centrales: la Fed donne le tempo

Le président de la Fed a récemment introduit deux modifications majeures dans la stratégie de la banque centrale américaine : d'une part, une plus grande prise en compte de l'évolution du marché du travail ; d'autre part la possibilité de dépasser les 2% d'inflation.

Ce virage dirimant de la Fed vers une « relance opportuniste », moins centrée sur la stabilité des prix et prenant davantage en compte le taux de chômage, pourrait amener les autres banques centrales à réévaluer leurs politiques de manière assez substantielle.

Le compromis chômage - inflation ne fonctionne plus

Ces évolutions reflètent les changements structurels auxquels le paysage économique mondial a été confronté durant ces dernières années, et que la crise du Covid a accélérés.

Ainsi, dans une économie mondialisée et financiarisée :

- le niveau de l'emploi est contraint par la globalisation (internationalisation de la production, qui pèse aussi sur les salaires dans les pays développés) ;
- le niveau d'inflation importée et le prix des actifs financiers ou immobiliers jouent un rôle macroéconomique majeur, mais largement déconnecté du niveau de chômage dans un espace national ou régional (par exemple l'Europe).

La Fed a donc acté que le fondement des politiques économiques des pays de l'OCDE depuis les années quatre-vingt, à savoir le lien direct entre inflation et chômage, n'était plus en phase avec les réalités économiques.

Elle renonce au principe selon lequel la cible d'inflation de 2% était un plafond, envisageant de pouvoir dépasser ce seuil - il est vrai après une longue période d'observation. Les anticipations d'inflation demeurent donc *de facto* ancrées autour de 2%.

Dans le même temps, l'interprétation du volet « emploi » du mandat de la Fed évolue : l'objectif est désormais de minimiser les *déficits* plutôt que les *fluctuations* par rapport au taux d'emploi maximal.

Ce double changement est significatif à la fois en théorie et en pratique :

- d'un point de vue théorique, il formalise l'abandon de l'analyse « keynésienne » qui sous-tendait l'objectif d'inflation, basé sur la courbe de Phillips (décrite dans l'article page 3).
- d'un point de vue pratique, un taux de chômage faible ou proche de son taux d'équilibre ne suffira plus à déclencher

une politique restrictive. Symétriquement, l'économie devrait continuer d'être soutenue jusqu'à ce que l'inflation réapparaisse.

Le retour de l'inflation ?

Le passage d'un objectif « d'inflation flexible » à un objectif « d'inflation *moyenne* flexible » annoncé par le président de la Fed est sans doute plus qu'un ajustement sémantique.

La reprise de l'inflation pourrait provenir de deux facteurs. Premièrement, un climat politique et social encore plus tendu en raison de la crise du Covid. Certains travailleurs (notamment ceux qui sont demeurés à leur poste de travail pendant la pandémie) pourraient réclamer des hausses de salaire auxquelles les responsables politiques pourront difficilement s'opposer. Deuxièmement, certains biens et services pourraient voir leur prix augmenter à cause :

- **de nouvelles réglementations liées à la transition énergétique ou à de nouveaux critères sanitaires.** Par exemple, le coût des voitures augmente puisque les réglementations obligent à « électrifier », donc à intégrer des batteries et parfois un double système de propulsion (véhicules hybrides).
- **du début d'un mouvement de « relocalisation ».** Le commencement d'une « démondialisation » devrait influencer sur la localisation des centres de production ainsi que sur les réseaux d'approvisionnement et entraîner une hausse des coûts¹.

Europe : associer politiques monétaires et budgétaires ?

Le mandat de la BCE est défini par un Traité² et il est peu probable que celui-ci soit, à horizon prévisible, modifié, mais il pourrait être réinterprété. A date, le message est que la stabilité des prix est l'objectif majeur (sinon le seul) poursuivi par la banque centrale. Cependant, ce mandat peut aussi permettre la poursuite d'autres objectifs, comme le plein emploi, à la condition que cela n'affecte pas la réalisation de l'objectif principal. Il justifie déjà l'interprétation de la banque centrale européenne pour éviter que l'économie ne connaisse une inflation négative.

Une acception plus large du mandat pourrait notamment permettre de contribuer à réduire les écarts entre les différents pays de l'eurozone.

La politique monétaire pourrait par ailleurs bénéficier d'une politique budgétaire appropriée.

Les politiques fiscales nationales sont nécessaires, à la fois comme outil contracyclique mais également pour permettre une meilleure coordination entre politiques budgétaire et

monétaire. Cependant, une telle dynamique ne devrait pas être contraire à la nécessaire réduction de la dette publique à moyen / long terme.

De nombreux défis

La vie politique américaine - et par certains aspects européenne - témoigne des conséquences d'une mondialisation mal contrôlée. De manière sommaire, on pourrait soutenir que, depuis les années quatre-vingt-dix, la mondialisation a profité aux asiatiques les plus pauvres et aux occidentaux les plus riches. Elle a appauvri les classes moyennes des Etats-Unis (et de certains pays d'Europe) et engendré un défi politique majeur : faire face à la montée en puissance des partis populistes.

Sur le plan économique, le choc du Covid accélérera la mutation résultant de la combinaison de trois facteurs, dont le premier est conjoncturel et les deux autres structurels :

- une longue et apparemment durable période d'accommodement monétaire et budgétaire au niveau mondial ;
- un mouvement vers une réduction des échanges internationaux et une tendance à la « relocalisation », accompagnés d'efforts en matière de transition énergétique ;
- la numérisation des économies, qu'il s'agisse d'industrie, de services ou de loisirs.

Les politiques accommodantes d'assouplissement quantitatif (QE) menées par les banques centrales depuis la crise financière de 2007-2008 n'ont pas conduit à une hausse des prix à la consommation.

Les volumes considérables d'argent que les banques centrales ont injectés dans le système financier mondial pour limiter les répercussions économiques de la pandémie de Covid, et qui ont souvent été très au-delà du QE mis en œuvre au lendemain de la crise financière mondiale, ont ravivé le retour potentiel de l'inflation.

Le récent changement stratégique de la Fed témoigne du fait qu'elle ne craint plus que la combinaison de politiques monétaires et budgétaires post-Covid accommodantes ne relance fortement l'inflation.

Philippe-Olivier ROUSSEAU

Affaires publiques France

philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com

1. Les restrictions sur les importations couvrent aujourd'hui 7,5% du commerce mondial, contre moins de 1% en 2009.

2. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT>



L'emploi plutôt que l'inflation: la Fed revoit sa politique monétaire

Jerome Powell, président de la Fed, a présenté¹ fin août un changement de cap dans la stratégie de la politique monétaire de la banque centrale américaine, en annonçant qu'une inflation au-dessus de 2% ne la conduirait pas à relever ses taux directeurs, le critère de l'emploi devenant prioritaire. Un chômage élevé constituera désormais un signal d'assouplissement monétaire (baisse des taux) tandis qu'un niveau faible n'impliquera pas nécessairement un resserrement monétaire (hausse), le constat étant qu'un chômage faible n'est pas nécessairement synonyme de remontée de l'inflation.

La Banque centrale américaine ciblera désormais un taux d'inflation moyen de 2% dans la durée plutôt qu'un taux permanent de 2% comme elle le faisait jusqu'à présent. Cette nouvelle stratégie a été adoptée à l'unanimité par les gouverneurs de la Fed ainsi que par le comité monétaire de la Fed (FOMC) (cf. article P4).

Cette flexibilité vis-à-vis de l'inflation constitue une révision profonde des objectifs traditionnels de la Fed. En effet, parmi les trois objectifs qui ont été assignés par le **Federal Reserve Reform Act de 1977** - « **emploi maximal, prix stables et taux d'intérêt à long terme modérés** » - la maîtrise de l'inflation était depuis longtemps sa priorité.

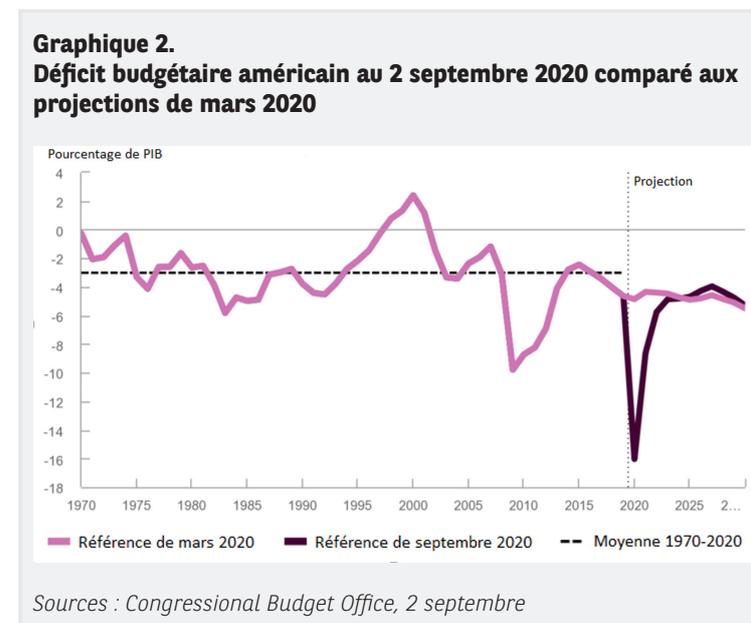
Les banques centrales, y compris la Fed, ont eu de longue date comme objectif principal de lutter contre l'inflation. Elles se sont longtemps référées aux travaux de William Phillips qui, dès 1958, permettaient de lier baisse du chômage et hausse des salaires - et donc à terme hausse de l'inflation.

Néanmoins, cette règle semble aujourd'hui moins bien fonctionner, en particulier s'agissant des États-Unis : alors qu'avant la pandémie, le taux de chômage américain était de 3,5%, au plus bas depuis les années 1950, et les taux d'intérêt très bas depuis plusieurs années, ni les salaires ni les prix n'ont



substantiellement progressé (cf. graphique 1). Ce constat, combiné au ralentissement de l'économie résultant de la pandémie de Covid-19 et à la très forte hausse du chômage (8,4% aux États-Unis en août), a conduit la Fed à réviser son approche.

En pratique, le changement de politique



monétaire de la Fed va entraîner une stagnation de ses taux directeurs à un niveau très bas, aujourd'hui autour de 0,25%. Si l'inflation venait toutefois à dépasser la barre des 2%, cela s'intégrerait dans une **logique compensatoire de l'inflation**² : en effet, le *Federal Open Market Committee* (FOMC) estime désormais « qu'après une période où l'inflation aura été durablement inférieure à 2%, une politique monétaire appropriée aura pour objectif vraisemblable une inflation modérément supérieure à 2% pendant un certain temps ». Ainsi, plutôt que d'être exclusivement tourné vers le futur, le FOMC pourrait désormais **corriger les déficits d'inflation passés**, qui a souvent été considérée comme trop basse, bien en-dessous de l'objectif des 2% (cf. graphique 1).

La raison de ce changement de politique monétaire est l'accent désormais mis sur l'emploi, les décisions de politique monétaire n'étant plus fondées sur les écarts de l'emploi par rapport à son niveau d'équilibre mais **sur les écarts à la baisse d'emploi par rapport à l'objectif**. La Fed modifie sa stratégie afin de stimuler l'emploi, en s'appuyant sur l'inflation constatée plutôt que sur des prévisions.

Jerome Powell déclarait le 27 août : « Ce changement traduit notre appréciation des avantages d'un marché du travail fort, en particulier pour les revenus modestes », ajoutant « qu'un marché du travail robuste peut être maintenu sans provoquer une augmentation indésirable de l'inflation ».

Face à la crise économique, le maintien de taux directeurs historiquement bas par la Fed se conjugue à une politique généreuse d'assouplissement quantitatif (QE), puisque la banque centrale des États-Unis rachète tous les mois 120 milliards de dollars d'obligations du Trésor américain et de titres gagés sur des créances immobilières. Une combinaison de politiques monétaire et

budgétaire que Powell appelle à poursuivre, mais qui ne seront cependant pas sans conséquence : le déficit budgétaire américain a déjà plus que triplé par rapport à 2019, passant à 16% du PIB (cf. graphique 2).

La nouvelle stratégie de la Fed entraîne néanmoins des risques d'instabilité financière. Elle devrait renforcer la prise de risque sur les marchés financiers et entraîner une hausse de la valorisation des actifs. Elle pourrait donc amener à un problème de lisibilité de ses actions futures, notamment pour

ce qui concerne les réactions des marchés financiers. Afin de préserver la flexibilité dans son appréciation des situations, la Fed n'a pas révélé de *modus operandi* pour la mise en œuvre de son changement de politique monétaire (par exemple, dans quelle mesure et pendant combien de temps laissera-t-elle l'inflation dépasser la barre des 2% ?). L'importance de la *forward guidance* – outil utilisé par les banques centrales pour guider les anticipations du marché en donnant des indications quant aux orientations futures de sa politique monétaire –, qui s'était

déjà renforcé ces dernières années, devrait s'accroître encore dans le futur.

Florian DARRAS

Affaires publiques France
florian.darras@bnpparibas.com

- 1- <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>
- 2 - « Inflation make-up strategy »

INSTITUTION

Fed: une structure et une gouvernance originales

Instituée en 1913 par le par le *Federal Reserve Act* en réaction à la crise financière de 1907, la Réserve fédérale des États-Unis se compose :

- d'une instance de direction, le conseil des Gouverneurs (« *Board of Governors* »),
- du Federal Open Market Committee (FOMC), qui détermine la politique monétaire,
- de douze banques de réserves fédérales régionales d'importance très inégale qui disposent chacune d'une zone d'intervention (cf. Schéma 1).

Bien que la Fed dispose d'une indépendance statutaire, elle demeure étroitement liée au Gouvernement fédéral. Chacun des sept membres du Conseil des Gouverneurs est nommé pour un mandat de 14 ans par le Président américain, après confirmation par le Sénat. Parmi les membres de ce conseil, le Président des Etats-Unis nomme le président de la Fed – celui-ci devant également être confirmé par le Sénat –, pour un mandat de quatre ans renouvelable. Le

Conseil des Gouverneurs de la Fed doit soumettre au Congrès, deux fois par an, un rapport sur l'état de l'économie et sur la politique monétaire. Les décisions de la banque centrale ne peuvent pas – officiellement – être contestées ou remises en cause par le gouvernement.

Chacun des trois principaux organes de la Fed a des missions spécifiques :

- **Le Conseil des Gouverneurs jouit d'un pouvoir considérable en matière de supervision bancaire.** Il détermine les règles relatives aux fonds propres des banques et dispose de larges prérogatives réglementaires en matière de crédit et d'activités bancaires. Plus généralement, il dirige les opérations de la Fed.
- **Le FOMC est quant à lui chargé de définir la politique monétaire.** Il comprend douze membres, dont les sept membres du Conseil des Gouverneurs. Les banques de réserves fédérales régionales sont le bras opérationnel de la Fed au niveau régional ainsi que ses uniques actionnaires. Elles

exécutent les missions classiques d'une banque centrale sur leur territoire respectif.

- **La banque de réserve de New York est la plus importante des douze banques fédérales puisqu'elle supervise la première place financière au monde. Elle est en majorité détenue par quelques banques de Wall Street, et en particulier deux grandes banques américaines : Citigroup (42,8%) et JP Morgan (29,50%). Au total, 70 banques, dont de nombreux établissements connus de Wall Street, sont actionnaires de leur superviseur (cf. Schéma 2).**

Etre actionnaire de la réserve fédérale régionale de New York permet en outre de disposer d'un droit de vote permettant de participer à l'élection de six des neuf membres du conseil d'administration de la Fed de New York.

F.D.

1 - Les cinq autres membres du FOMC sont tous présidents de l'une des douze banques fédérales régionales.

