

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

ÉTATS-UNIS

Le plan de relance américain va-t-il trop loin ?

- *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 égard 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 semblent être sortis de la phase la plus grave de la pandémie, 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,

ENCADRÉ 1

L'AMERICAN RESCUE PLAN (USD Milliards)

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

Sources: Committee for a Responsible Federal Budget, US TaxFoundation, BNP Paribas.

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 Sénat¹, 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 : 2 850 milliards de dollars en 2020 (16% des revenus disponibles), plus du double des montants économisés en 2019.



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

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 faible². 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 (cf. encadré 2).

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

Recherche économique Groupe

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

1 - 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.

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

ENCADRÉ 2

Risques d'excès

C'est l'analyse faite par le Comité de la politique monétaire qui, lors de sa réunion du 17 mars, 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, sous forme d'investissements variés. 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 en actions bat des records, en termes absolus comme en regard du PIB. Le risque d'instabilité financière augmente, ce qui s'est illustré récemment par l'incapacité de certains fonds d'arbitrage à faire face à leurs appels de marge et par des liquidations 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...



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

ENQUÊTE

Le sans contact prend la main sur nos vies

Cela fait plus d'un an que la vie des Européens a basculé dans le monde sans contact imposé par la COVID19. En cherchant à mettre à distance le virus, nous nous sommes tous mis à distance les uns des autres. Mais nous n'avons pas fait que cela. Nous avons mis notre travail à distance, le commerce à distance, la culture à distance, la vie associative à distance... Dans son édition 2021³, L'Observatoire Cetelem a interrogé plus de 14 000 Européens dans 15 pays pour comprendre quelles étaient les conséquences de cette vie sans contact.

Une grande prudence du côté des consommateurs européens

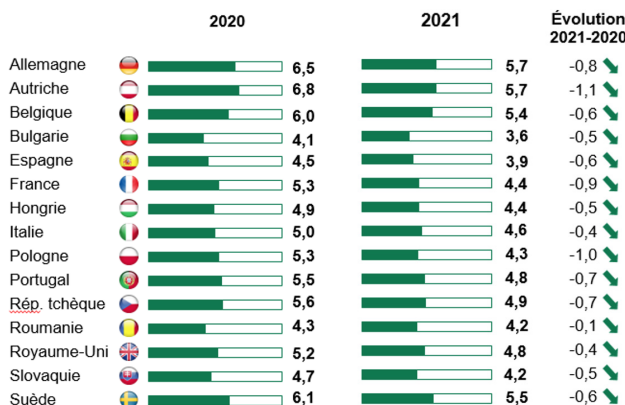
Force est de constater que le moral des Européens est fortement affecté. Ils attribuent en moyenne la note de 4,7/10 à la situation de leur pays contre 5,4 début 2020. Cette chute est significative et généralisée dans tous les pays de l'étude.

Sans surprise, dans un contexte toujours aussi anxiogène sur le plan sanitaire et économique, les intentions de consommer sont en baisse. A l'inverse, 54% des Européens que nous avons interrogés déclarent vouloir augmenter leur niveau d'épargne en 2021. C'est un niveau historiquement élevé qui, selon la Banque de France, va se traduire par un surplus d'épargne de 200 milliards d'euros en 2020 et 2021 en France. Une partie de cette épargne « forcée » due à une impossibilité de consommer normalement pourrait se transformer en épargne de précaution. La mobilisation de cette épargne pour relancer notre économie une fois la crise sanitaire passée est un enjeu majeur.

Les pratiques sans contact : une réalité quotidienne... subie

Pour huit Européens sur dix, les pratiques sans contact sont une réalité quotidienne. On pense par exemple spontanément au paiement sans contact qui est apprécié mais, d'une façon générale, pour 60% d'entre eux ces évolutions sont subies et ne plaisent qu'à 45%

Comment décrivez-vous la situation générale actuelle de votre pays sur une échelle de 1 à 10 ?



Une vie sans contact difficile à supporter

Après un an de crise sanitaire et de restrictions en tout genre, les Européens sont fatigués moralement et la distanciation physique est mal vécue. Cette vie sans contact est aujourd'hui principalement associée à la solitude (43%) et à la tristesse (31%). Le premier aspect positif de cette vie sans contact c'est son côté pratique évoqué par 20% des personnes interrogées. Il est intéressant de noter que l'Europe n'est pas homogène sur ce point : d'un côté une Europe du sud (Italie, Espagne, Portugal) qui vit difficilement cette période et de l'autre une Europe du nord et centrale pour laquelle la vie sans contact est moins pénalisante.

Ce qui manque le plus aujourd'hui ce sont les interactions humaines. Les réseaux sociaux n'ont permis de compenser que partiellement cette distance physique. Pour reprendre une phrase prononcée par une personne lors des entretiens qualitatifs menés dans le cadre de l'étude : « Malgré les réseaux sociaux, on perd le lien social. On perd l'humain ». En clair, le virus a fortement dégradé les relations entre les gens. C'est ce que pensent les ¾ des Européens.

Et demain ?

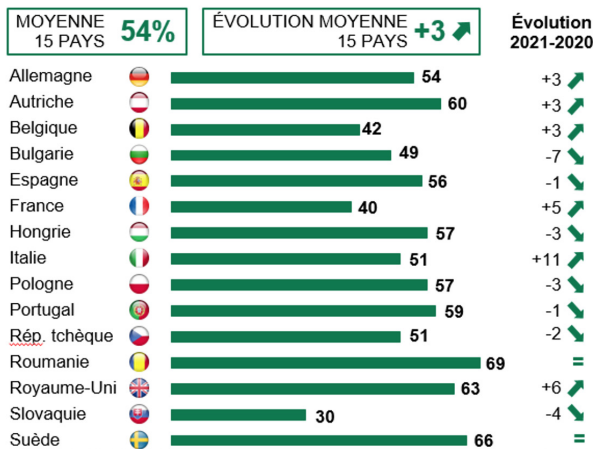
Pour 80% des Européens pas de doute : dans 10 ans, le sans contact sera encore plus présent dans nos vies qu'aujourd'hui. Si cette évolution semble inéluctable, les réponses sont beaucoup plus mesurées sur son aspect souhaitable ou non (53% de réponses positives).

Concernant le télétravail, il y aura bien un avant et un après crise. La Covid19 a fait découvrir, par la force des choses, le télétravail à beaucoup de monde. L'expérience a bien fonctionné pour 67% des Européens et 69% des Français.

C'est considérable même si de nombreux risques liés à cette pratique sont identifiés comme l'isolement ou bien encore les inégalités d'accès et d'exercice du télétravail.

Dans les 12 prochains mois, pensez-vous accroître votre épargne ?

À Tous, en % de réponses «Oui».



Évolution du taux d'épargne des ménages dans la zone Euro

En % du revenu brut disponible
Source : Eurostat



des personnes interrogées. Notons que seuls 37% des Français sont séduits par ces évolutions contre 52% des Allemands.



Pour la France et compte tenu de l'importance du sujet, nous avons conduit une étude complémentaire le mois dernier qui met en évidence la satisfaction des personnes exerçant en télétravail. Le temps gagné et le meilleur équilibre vie de famille et vie professionnelle sont plebiscités par les Français. Pour autant, leur souhait n'est pas de rester en télétravail permanent mais plutôt de l'exercer 2 à 3 jours par semaine maximum. Pour les entreprises, la généralisation dans la durée du télétravail permettra de faire économie sur les m² utilisés.

Il est intéressant également de noter qu'en France de nombreux fonctionnaires (fonction publique d'Etat et territoriale) ont testé pour la première fois le travail à distance à l'occasion de cette crise. Les agents et les services informatiques concernés ont fait preuve d'une grande réactivité et d'une capacité d'adaptation remarquable.

La crise aura également mis à distance l'enseignement supérieur. Les réponses sur le fonctionnement de cette nouvelle façon d'enseigner sont mitigées puisque seuls 45% des Européens disent que cela fonctionne bien. Là encore les Français sont en retrait avec 40% de réponses positives. On le sait, cette période a été particulièrement difficile à vivre pour les jeunes

étudiants confinés dans un logement souvent très petit et privés de vie sociale.

Le monde d'après ?

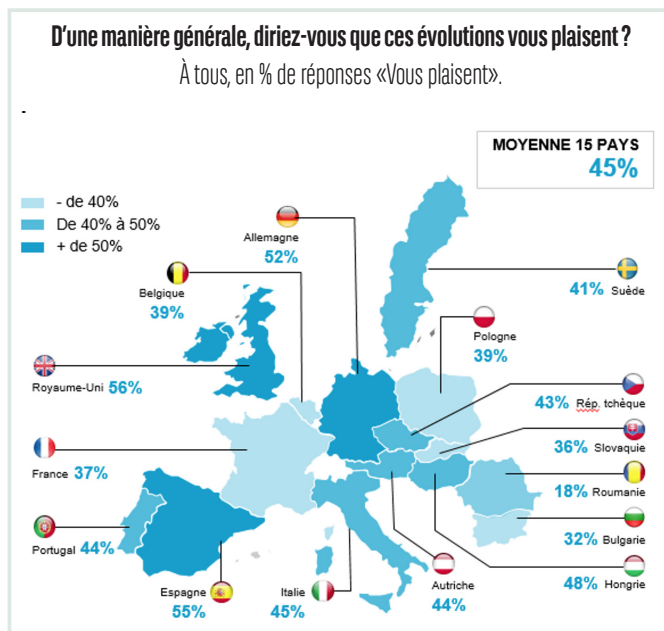
Les Européens ont surtout envie de retrouver le monde d'avant

Quel sera le monde d'après crise sanitaire ? Cette question s'est beaucoup posée lors du premier confinement. Après plus d'un an de crise la fatigue morale et psychologique a gagné l'ensemble des

Européens et l'envie de retrouver sa vie d'avant est plus forte que jamais. Pour autant, cette crise sanitaire qui nous a imposé une distanciation physique permanente a accéléré certaines tendances comme le e-commerce qui sort grand gagnant de cette période. Le télétravail va s'installer durablement dans la vie de beaucoup d'Européens de même que la télémedecine. Il y aura donc bien un monde d'avant Covid19 et un monde d'après dans bien des domaines de notre vie.

Flavien NEUVY

Economiste, directeur de L'Observatoire Cetelem



1 - Méthodologie de l'étude : Les terrains de l'enquête consommateurs quantitative ont été conduits par Harris Interactive du 27 novembre au 8 décembre 2020 dans 15 pays : Allemagne, Autriche, Belgique, Bulgarie, Espagne, France, Hongrie, Italie, Pologne, Portugal, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Slovaquie et Suède. Au total 14 200 individus ont été interrogés en ligne (mode de recueil CAWI). Ces individus âgés de 18 à 75 ans sont issus d'échantillons nationaux représentatifs de chaque pays. La représentativité de l'échantillon est assurée par la méthode des quotas (sexe, âge, région d'habitation et niveau de revenus / CSP). 3 000 interviews ont été réalisées en France et 800 dans chacun des autres pays.

