

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

**Didier BOROWSKI,**  
Responsable Global Views

*En définitive, l'objectif est de rendre la croissance plus inclusive à moyen et à long terme*

## Le *policy mix* américain permettra-t-il de reconstruire en mieux ?

**Le 19 novembre, la Chambre des représentants a adopté le projet de loi « Build Back Better » (reconstruire en mieux, ci-après « BBB »), qui doit désormais être examiné par le Sénat. C'est là un grand pas en avant pour l'administration Biden, d'autant que ce vote intervient juste après la signature par Joe Biden du plan d'investissement dans les infrastructures.**

Le projet de loi « *Build Back Better* », adopté par la Chambre des représentants devrait être examiné par le Sénat dans les prochaines semaines. Plusieurs questions se posent. Pourquoi déployer des mesures de relance dans le contexte actuel ? Quelles sont les mesures envisagées par ce nouveau programme et quelles sont les chances que le

projet BBB soit adopté d'ici la fin de l'année ? Le projet risque-t-il d'être bloqué au Sénat ? La politique budgétaire américaine augmentera-t-elle le déficit et la dette publique à long terme ? Risque-t-elle d'accroître les pressions inflationnistes ? Si c'est le cas, cela changera-t-il la donne pour la Fed ? Voici quelques éléments de réponses.

### Pourquoi ces grands plans budgétaires ?

La situation économique aux États-Unis est en train de se normaliser, l'économie devrait, d'ici la fin de l'année prochaine, retrouver le plein-emploi et l'inflation est à son plus haut niveau en plus de 30 ans. Normalement, un tel contexte ne devrait pas être compatible avec la poursuite d'un *policy mix* expansionniste.

Le plan BBB ne vise toutefois pas à stabiliser l'économie à court terme. Il consiste principalement à mettre en place un ensemble de dépenses sociales et d'allègements fiscaux

pour les ménages à revenus faibles et moyens, l'objectif étant de rendre la croissance plus inclusive à moyen et long terme, conformément aux promesses électorales des démocrates.

La motivation de l'administration Biden est donc triple : économique (augmenter le potentiel de croissance à moyen terme), sociale (rendre le modèle de croissance plus inclusif et moins inégalitaire) et politique (conserver la majorité au Sénat lors des élections de mi-mandat).

### Le Sénat bloquera-t-il le plan BBB ?

Les démocrates modérés s'inquiètent ouvertement de la mise en œuvre d'une politique budgétaire expansionniste dans une économie qui, pour certains, montre déjà des signes de surchauffe. Même si l'économie n'est pas encore au plein-emploi, les salaires ont déjà fortement progressé, l'indice du coût de l'emploi (dans sa composante rémunération) ayant augmenté de 6 % en rythme annualisé au T3 (4,2 % sur un an).

Dans ce contexte, les démocrates modérés du Sénat chercheront à amender certaines des propositions du texte validé par la Chambre, voire à les supprimer. Trois postes sont dans leur collimateur : les dépenses d'immigration, les congés payés et les ajustements de la déduction SALT (cf. encadré).

- L'augmentation de 120 mds \$ des dépenses liées à l'immigration sera probablement réduite.
- L'extension des congés payés (d'environ 200 mds \$) devra peut-être être abandonnée

pour obtenir l'approbation de tous les démocrates.

- Le plafond de la déduction SALT devra probablement être abaissé et/ou soumis à des conditions de ressources (voir encadré).

La procédure dite de « réconciliation » permet théoriquement de faire passer le projet de loi à la majorité simple. Toutefois, le recours à cette procédure donne plus de pouvoir à l'opposition au Sénat, qui dispose de moyens pour ralentir l'adoption du texte et semer la discorde entre les démocrates. En effet, chaque disposition budgétaire doit être jugée conforme à certaines règles budgétaires (faute de quoi elles sont abandonnées, c'est ce qu'on appelle la « règle Byrd »<sup>1</sup>).

En outre, les républicains peuvent faire de l'obstruction, en déposant de nombreux amendements avec, à la clé, un vote sur des questions difficiles (c'est ce qu'on appelle le « vote-a-rama »<sup>2</sup>).

<sup>1</sup> Un sénateur opposé à l'inclusion via le processus de réconciliation de dispositions étrangères (étrangères à l'objectif de mise en œuvre des politiques de résolution budgétaire) peut proposer un amendement qui supprime ces dispositions du texte de loi.

<sup>2</sup> Cette procédure permet aux membres du Sénat de proposer un nombre illimité d'amendements aux propositions budgétaires, amendements qui font chacun l'objet d'un vote, une fois que le temps imparti pour le débat est écoulé.

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS*Joe Biden souhaite faire adopter le projet de loi avant Noël, mais ce n'est pas gagné d'avance*

Joe Biden souhaite que le projet de loi soit adopté avant Noël, mais il existe un risque non négligeable qu'il soit reporté en janvier, ce qui diminuerait ses chances d'être adopté.

Il nous semble néanmoins que les républicains ne parviendront pas à leurs fins. Les démocrates vont vouloir rester soudés. Leur baisse de popularité dans les sondages laisse présager une bataille difficile lors des élections de mi-mandat en novembre 2022. En effet, les projections actuelles annoncent que les démocrates vont très probablement perdre le contrôle de la Chambre des représentants. S'ils veulent conserver la majorité au Sénat,

il leur faut éviter de donner une victoire au camp républicain.

Avec le projet de loi actuellement devant le Sénat, il s'agit probablement des dernières mesures budgétaires que l'administration Biden sera en mesure de faire passer. Le temps presse, car en pratique la campagne électorale commencera dès janvier. Le risque de nouvelle vague épidémique devrait contribuer à cimenter les démocrates, car le variant Omicron menace de ralentir davantage la demande globale l'an prochain (moins de risque de surchauffe).

## Les plans infrastructures et « Build Back Better » en quelques mots

## 1. Loi sur l'investissement dans les infrastructures et l'emploi

Le projet de loi fut adopté par la Chambre des représentants le 5 novembre, avec le soutien de 13 représentants républicains, mais avec l'opposition de 6 démocrates progressistes qui avaient conditionné leur vote à la loi « Build Back Better ». Le projet avait déjà été adopté par le Sénat avec un soutien des deux partis (69-30) le 10 août. La Loi a désormais été promulguée par le président.

- Plus de 1 000 mds \$ de dépenses dans les transports et autres infrastructures physiques au cours de la décennie de 2022 à 2031, dont près de 600 mds \$ de financement supplémentaire.
- **Forte augmentation** : dépenses consacrées aux routes et aux ponts, aux réseaux électriques, aux chemins de fer, au haut débit, aux réseaux d'eau et aux transports publics (dont 274 mds \$ pour les infrastructures de transport et 239 mds \$ pour les services publics).
- **Objectifs** : réduction des coûts pour les entreprises, amélioration de la compétitivité et de la productivité, et réduction des émissions de carbone.
- **Un des principaux arguments en faveur de ce plan est que le timing est bon** : on estime que le rendement attendu des infrastructures publiques est bien supérieur à leur coût de financement (avec des rendements du Trésor à 30 ans inférieurs à 2 %).
- **Coût ex post modique**. Une fois les effets multiplicateurs attendus sur la croissance des 10 prochaines années pris en compte, il n'y a pas d'impact significatif sur le déficit et la dette à 10 ans.

## 2. Le projet de loi « Build Back Better » tel qu'adopté par la Chambre

Ce plan, qui doit encore être approuvé par le Sénat, prévoit :

**Environ 2 100 mds \$ de dépenses :**

- 2 100 mds \$ de nouvelles dépenses et crédits d'impôt pour les programmes sociaux (garde d'enfants, éducation, santé), qui peuvent être répartis en trois catégories :
  - Programmes sociaux (1 100 mds \$)
  - Climat et logement (700 mds \$)
  - Autres dépenses (300 mds \$)
- Augmentation des dépenses pour les investissements liés au climat et au logement.

**Pour financer ces dépenses, plusieurs mesures pourraient permettre de générer environ 2 000 mds \$ de recettes :**

- Impôts sur les sociétés (820 mds \$)
  - Le taux d'imposition des sociétés resterait stable à 21 %
  - Entrée en vigueur d'un nouvel impôt minimum alternatif en 2023 (320 mds \$)
  - Taxe de 1 % sur les rachats d'actions (120 mds \$)
  - Hausse de l'imposition des multinationales (280 mds \$)
- Impôts sur les ménages à hauts revenus (640 mds \$)
  - Imposition des personnes à haut revenu (plus de 400 000 dollars/an) : recettes de 400 milliards de dollars
  - Imposition des personnes à très haut revenu (plus de 5 millions de dollars/an) : 230 milliards de dollars
  - Toutefois, le plan adopté porte à 80 000 dollars le plafond actuel de 10 000 dollars pour les déductions des impôts locaux et d'État (SALT). Cela se traduira par une réduction d'impôt importante pour les hauts revenus à partir de 2022-2025.
- Économies réalisées grâce à la réforme du prix des médicaments (300 mds \$)
- Meilleure application de la législation fiscale (200 mds \$, selon les estimations du CBO). La Maison-Blanche est plus optimiste et table sur des recettes de 400 mds \$.

THÉMATIQUE  
GLOBAL VIEWS

---

*En définitive, l'impact économique dépendra davantage de la demande privée que de la demande publique*

---

**Quel impact sur le déficit et la croissance ?**

Le texte envisage une myriade de mesures. Il est donc difficile d'en estimer précisément l'impact. D'après le CBO la loi serait plus ou moins financée. Toutefois, les dépenses étant concentrées sur les premières années (2022-2025) et les impôts sur les dernières, l'impact sur le déficit fédéral sera plus élevé au cours des quatre prochaines années.

En revanche, compte tenu des propositions qui seront revues à la baisse, voire supprimées par le Sénat, l'impact sur le déficit fédéral pourrait s'avérer relativement faible (notamment par rapport à l'impact de la crise du Covid en 2020). Toutefois, certaines des dispositions qui vont arriver à expiration (comme le crédit d'impôt pour les enfants), si elles sont

prolongées, pèseront sur le déficit fédéral plus tard.

L'impact du plan de la Chambre des représentants sur la croissance devrait également être très modéré l'année prochaine (pas plus d'un demi-point de pourcentage en 2022, ce qui est déjà pris en compte dans nos prévisions actuelles). Cela dit, la loi BBB devrait contribuer à ancrer les attentes en matière de croissance et de reprise durable du marché du travail et donc encourager les ménages à mobiliser l'épargne excédentaire qu'ils ont accumulée pendant la crise. En définitive, l'impact économique dépendra davantage de la demande privée que de la demande publique.

**Politique monétaire : le retour d'une approche en termes de *risk management* ?**

La croissance américaine a accéléré au T4 et l'inflation est à son plus haut niveau en 30 ans. Même si la croissance ralentit l'année prochaine, nous pensons qu'elle restera légèrement supérieure à son potentiel à la fin de 2022. L'inflation devrait également ralentir, tout en restant au-dessus de l'objectif de la Fed.

Dans des circonstances normales, une politique budgétaire expansionniste s'accompagnerait d'une politique monétaire moins accommodante. Mais, suite à la révision de sa revue stratégique, la Fed a *de facto* fait évoluer sa fonction de réaction. D'une part, le programme BBB, s'il est adopté par le Sénat, renforcera le camp de ceux qui pensent qu'il est temps de rééquilibrer le *policy mix*, avec moins de soutien monétaire (accélération de la réduction des achats de la Fed). En

revanche, la menace du nouveau variant Omicron risque de peser sur la croissance l'année prochaine.

Par le passé, de telles périodes d'incertitude ont généralement conduit la Fed à opter pour une approche de *risk management* (c'est-à-dire à privilégier le maintien de la croissance plutôt que la lutte contre l'inflation). En définitive, nous pensons que la Fed restera plus prudente que les marchés ne l'anticipent, même si le plan BBB est adopté par le Sénat. La Fed pourrait réduire/cesser ses achats d'actifs, mais elle est encore loin de relever ses taux directeurs. Dans ces conditions, les taux d'intérêt réels ne sont pas près de repasser en territoire positif, en dépit de la politique budgétaire.

*Achévé de rédiger le 30 novembre 2021*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Policies  
Exchange Corporate Equities Bottom-up  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 30 novembre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 2 décembre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - DenysKuvaiev

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

**AINOUZ Valentine**, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

**BELLAICHE Mickael**, Stratégiste Taux et Crédit

**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**CESARINI Federico**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

**FIOROT Laura**, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**STRENTA Aurelien**, Analyste Marchés émergents

**USARDI Annalisa**, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit