Finance : les Etats-Unis peuvent-ils s'endetter sans limites ?

par Florence Pisani (Economiste à Dexia-AM), Anton Brender (Economiste à Dexia-AM)

La dette extérieure nette des Etats-Unis a baissé malgré le creusement de leur solde courant, mais les déficits ne peuvent s'accumuler indéfiniment.

Jusqu'à quand les Etats-Unis vont-ils continuer de s'endetter au rythme de plusieurs centaines de milliards de dollars par an ? A cette question, nombreux sont ceux qui, depuis maintenant plusieurs années, répondent : plus très longtemps ! Le raisonnement est simple : si chaque année l'endettement extérieur américain augmente de plusieurs points de PIB, un moment viendra fatalement où cette accumulation de dette ne sera plus soutenable. Les créanciers des Etats-Unis en prendront conscience et ils cesseront alors de leur prêter, voire ils demanderont à être remboursés.

Le raisonnement est logique. Force est toutefois de constater qu'on attend toujours la faillite annoncée. Depuis qu'Emmanuel Todd [1] a qualifié les Etats-Unis de "*glorieux mendiant planétaire* ", ces derniers ont sans aucune difficulté trouvé de quoi financer plus de 2 500 milliards de dollars de déficits courants supplémentaires. En un quart de siècle, les relations financières internationales ont en effet connu une croissance explosive, qui met en porte-à-faux les raisonnements trop simplistes.

Depuis le début des années 80, les résidents des pays développés ont accumulé des stocks importants d'actifs (actions, obligations, dépôts bancaires, investissements directs) dans d'autres pays. Symétriquement, leurs passifs à l'égard du reste monde n'ont cessé d'augmenter. La taille des bilans internationaux des économies développées s'est ainsi considérablement accrue : rapporté au produit intérieur brut (PIB), le bilan des Etats-Unis a pratiquement quadruplé depuis 1985 (voir graphique). Leur dette nette vis-à-vis de l'extérieur est la différence entre deux montants devenus très importants : ce qu'ils doivent au reste du monde (le passif de leur bilan) et ce que le reste du monde leur doit (l'actif de leur bilan).

Solde de la balance courante américaine et position extérieure nette

Le solde des paiements courants d'un pays est constitué par la différence entre ce que ses résidents gagnent et ce qu'ils dépensent. S'ils dépensent plus qu'ils ne gagnent, leur solde courant est déficitaire. Les résidents du pays ont dû emprunter au reste du monde une somme précisément équivalente à ce déficit : leur endettement net s'est accru d'autant. Si, en revanche, les résidents d'un pays dépensent moins qu'ils ne gagnent, le solde courant du pays est excédentaire. La partie du revenu qui n'a pas été dépensée représente une épargne prêtée au reste du monde. La position financière nette du pays en est améliorée d'autant.

Dans une économie mondiale globalisée, les mouvements de capitaux n'ont toutefois aucune raison de se limiter à ce qui est immédiatement nécessaire au financement des soldes courants. Quel que soit le signe de la balance courante d'un pays, ses résidents peuvent accroître leurs avoirs sur l'étranger en même temps que des étrangers y acquièrent des actifs. Ce qui est sûr, toutefois, c'est que le solde de ces mouvements de capitaux sera toujours égal et de signe opposé à celui de sa balance courante.

Année après année, les résidents d'un pays accumulent ainsi des actifs et des passifs sur l'extérieur, qui, pris ensemble, permettent de dresser le bilan des relations financières du pays avec le reste du monde. La position extérieure nette de ce pays est donc la différence entre la valeur de ses actifs et celle de ses passifs. Les évolutions des prix de chacun des éléments de ce bilan sont toutefois sources de plus ou de moins-value ; la position extérieure nette du pays a donc peu de chances d'être égale à la somme de ses soldes courants passés.

Ainsi, les Etats-Unis avaient-ils 15 300 milliards de dollars d'actifs sur l'étranger fin 2006 ; l'étranger détenant sur eux plus de 17 400 milliards de dollars d'actifs, leur position financière nette vis-à-vis du reste du monde était débitrice de 2 100 milliards de dollars. Par comparaison, les Etats-Unis ont accumulé des déficits courants à hauteur de près de 6 000 milliards de dollars depuis 1960... soit près de trois fois le montant de leur position

extérieure nette.

Entre 2002 et 2006, la dette nette des Etats-Unis a diminué alors même que leurs déficits extérieurs n'ont jamais été aussi élevés. Comment est-ce possible ? Le passif des Etats-Unis est en effet pour l'essentiel en dollars ; leurs actifs sont pour une large part en monnaies étrangères. Toute baisse du dollar réduit donc la position débitrice nette des Etats-Unis à l'égard du reste du monde, et ce d'autant plus que la taille de leur bilan est importante. La baisse du dollar d'environ 20 % observée depuis 2001 a largement contribué à l'amélioration de leur position extérieure.

En outre, depuis des décennies, les Etats-Unis ont, à l'instar d'une banque, un passif extérieur nettement moins rémunéré que leur actif. Autrement dit, les avoirs du reste du monde sur les Etats-Unis rapportent moins que ceux des Américains sur l'étranger. Aussi, malgré les déficits accumulés, les résidents américains ont-ils, jusqu'à l'an dernier, reçu plus de revenus financiers de l'étranger qu'ils n'en ont versé.

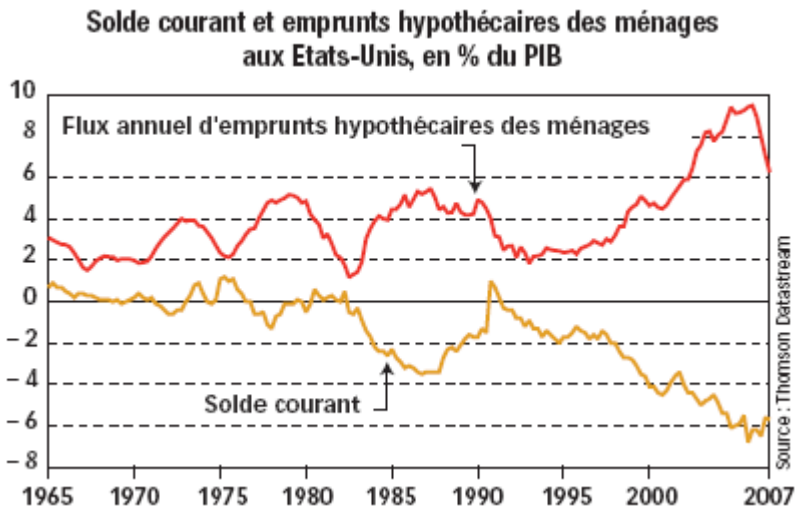
Constatant ces effets de la globalisation, certains font preuve maintenant d'un optimisme tout aussi excessif que le pessimisme d'hier. Le McKinsey Global Institute [2] montre ainsi que les Etats-Unis n'auront aucune difficulté à financer un déséquilibre courant qui pourrait atteindre 9 % du PIB en 2012. Que ces calculs reposent sur des hypothèses difficiles à justifier [3] est presque secondaire. Ce qui est plus grave, c'est qu'ils accréditent l'idée que les limites à l'endettement extérieur des Etats-Unis dépendent des financements qu'ils pourront trouver dans le reste du monde. Cette idée est fausse. Les limites à l'endettement américain doivent être cherchées, non en dehors des Etats-Unis, mais bien à l'intérieur.

Butoir

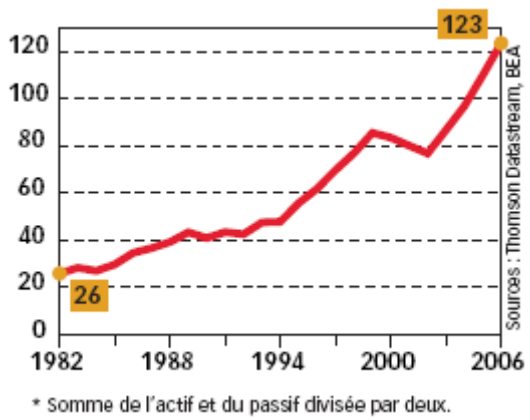
L'endettement extérieur d'un pays ne saurait en effet progresser sans que celui de certains de ses agents au moins fasse de même. Or, qui aux Etats-Unis va continuer de s'endetter à un rythme élevé ? L'Etat ? Depuis 2003, le poids de son déficit n'a cessé de se réduire. Cela fait maintenant plus de vingt ans que les déficits courant et public ont cessé d'être jumeaux. Les entreprises ? Jamais leurs profits n'ont été aussi importants et leurs besoins de financement ont toutes les chances de rester faibles dans les prochaines années. Restent les ménages. Ce sont eux qui, depuis une dizaine d'années maintenant, s'endettent à un rythme toujours plus élevé en réponse à des taux d'intérêt bas. La baisse de leur taux d'épargne, rendue possible par cet endettement, est venue soutenir la demande intérieure et a permis à l'activité de progresser, malgré les chocs défavorables : crise asiatique en 1998, éclatement de la bulle boursière, attentats du 11 septembre 2001, hausse du prix du pétrole... Le déficit courant américain, on le vérifie aisément sur le graphique ci-dessous, n'est que le reflet de cette montée de l'endettement hypothécaire des ménages. Là précisément se trouve aussi la limite à sa progression.

Depuis 2004, en resserrant ses taux directeurs, la Réserve fédérale (la banque centrale américaine) a cherché à freiner l'expansion du crédit aux Etats-Unis. Il lui a fallu du temps pour y parvenir. Les taux des emprunts hypothécaires ont tardé à suivre et le système financier a continué, au prix de beaucoup d'inventivité et d'imprudences [4], à distribuer des crédits aux ménages. Une part importante des prêts de 2005 et plus encore de 2006 a été faite à des emprunteurs dont on s'aperçoit maintenant qu'ils ne peuvent honorer leurs engagements. La capacité d'endettement raisonnable des ménages américains est aujourd'hui largement saturée.

Solde courant et emprunts hypothécaires des ménages aux Etats-Unis, en % du PIB, 1965-2007



Taille du bilan des Etats-Unis vis-à-vis du reste du monde, en % du PIB, 1982-2006



La conséquence pour le déséquilibre extérieur est mécanique : le ralentissement marqué de l'endettement des ménages explique la réduction engagée du déficit courant. La question pour les années à venir est désormais moins de savoir où l'on pourra trouver les centaines de milliards de dollars nécessaires au financement de l'économie américaine, que ce qui se passera quand elle n'en aura plus besoin [5] !

---

(1) *Après l'empire. Essai sur la décomposition du système américain*, éd. Gallimard, 2002.

(2) " The U.S. Imbalancing Act : Can the Current Account Deficit Continue ", McKinsey Global Institute, juin 2007.

(3) Notamment l'hypothèse d'une croissance de la taille du bilan des Etats-Unis plus rapide encore que sur le dernier quart de siècle (et d'un maintien de l'écart de rendement favorable entre leur actif et leur passif).

(4) Voir notamment " Etats-Unis : les damnés de la pierre ", *Alternatives Economiques* n° 258, mai 2007.

(5) Sur ce point, voir *Les déséquilibres financiers internationaux*, par Anton Brender et Florence Pisani, coll. Repères, éd. La Découverte, 2007.

Alternatives Economiques, n° 261 (09/2007)
Page 62
Auteurs : Florence Pisani (Economiste à Dexia-AM), Anton Brender (Economiste à Dexia-AM)