

Dette extérieure des Etats-Unis : 23 000 milliards de dollars en 2015 ?

Nous nous demandons combien le Reste du Monde devra encore prêter aux Etats-Unis. Jusqu'à présent, la dette extérieure des Etats-Unis a surtout financé le besoin de financement des ménages. A partir de maintenant, elle devra financer :

- *à court terme, avec le plan de relance, le déficit extérieur résultant de l'écart entre le déficit budgétaire des Etats-Unis et l'épargne, en hausse, des ménages ;*
- *ultérieurement, les besoins de financement publics et privés liés :*
 - *à l'amélioration de la protection sociale (couverture maladie...) ;*
 - *à l'amélioration des infrastructures publiques ;*
 - *à la correction du sous-investissement de l'industrie.*

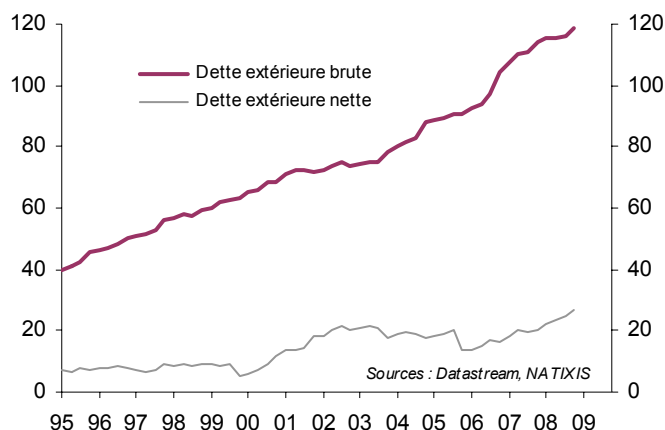
On pourrait donc voir, à terme (2015), la dette extérieure brute des Etats-Unis dépasser 23 000 milliards de dollars. Qui la détiendra, une fois l'aversion pour le risque (surtout le risque émergent) revenue vers la normale ?

- *le secteur privé pourrait être attiré par les investissements rentables (certaines infrastructures publiques, certains investissements industriels) ;*
- *mais la détention de dette extérieure des Etats-Unis par les Banques Centrales devra être fortement accrue, ce qui pose la question centrale (pour le dollar, les taux d'intérêt, la croissance) de la collaboration ou non des Banques Centrales à la reconstruction des Etats-Unis.*

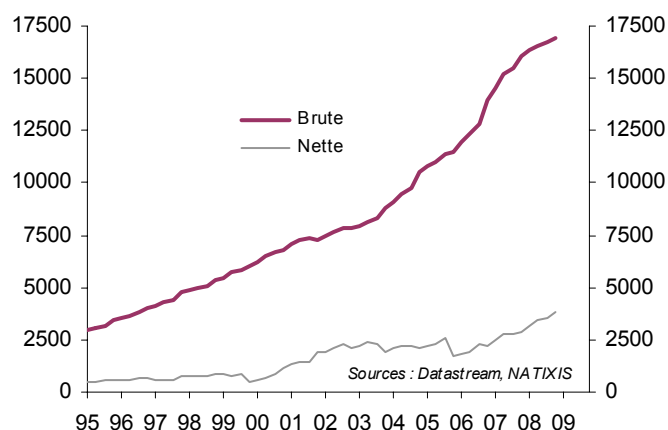
L'Etat de la dette extérieure des Etats-Unis

La **dette extérieure brute** des Etats-Unis représente la détention d'actifs en dollars par le Reste du Monde ; la **dette extérieure nette** tient compte de la détention d'actifs étrangers par les Etats-Unis, qui sont surtout des entreprises (des actions, résultat des investissements à l'étranger d'entreprises américaines). **La hausse forte de la dette extérieure des Etats-Unis (graphiques 1a-1b), jusqu'à la crise et depuis la seconde moitié des années 1990, vient essentiellement du besoin de financement des ménages américains (graphique 2) ; les entreprises, depuis 2001, n'ont plus de besoin de financement ; le déficit public a été aussi important en 2002-2003 et en 2008.**

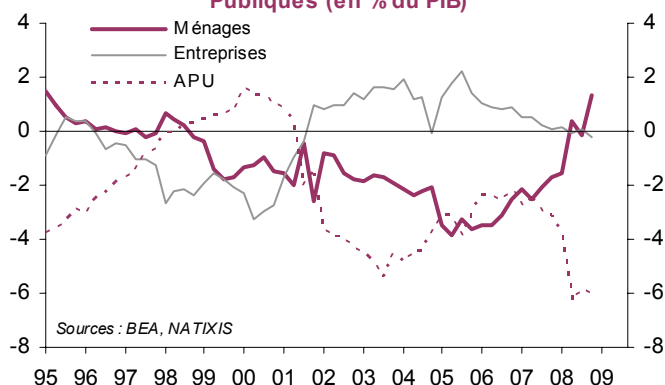
Graphique 1a
Etats-Unis : dette extérieure (en % du PIB)



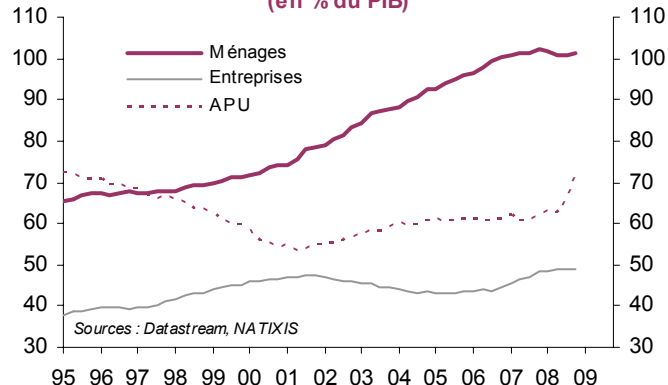
Graphique 1b
Etats-Unis : dette extérieure (en Mds de \$)



Graphique 2
Etats-Unis : besoin de financement des ménages, entreprises et Administrations Publiques (en % du PIB)



Graphique 3
Etats-Unis : dette des ménages, des entreprises et des Administrations Publiques (en % du PIB)

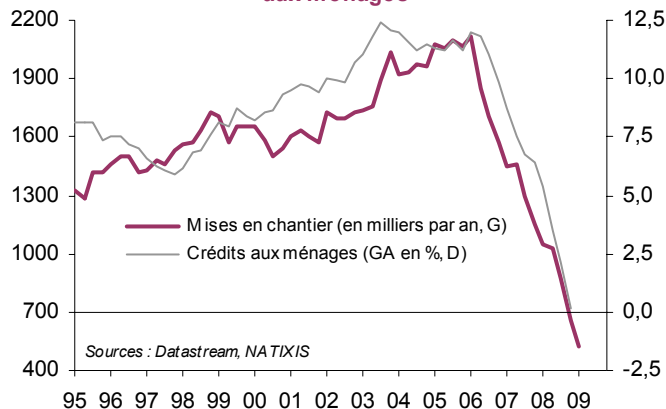


Ceci veut dire que **les titres en dollars détenus par le Reste du Monde ont surtout comme contrepartie la dette des ménages américains**, et pas autant la dette des entreprises ou publique (**graphique 3**).

Dans la récession de 2001-2003 ou aujourd'hui, la dette publique augmente rapidement, mais en dehors des récessions ce sont bien les achats des ménages américains (automobiles, immobilier, même consommation courante, **graphiques 4a-4b**) qu'ont financés les non résidents.

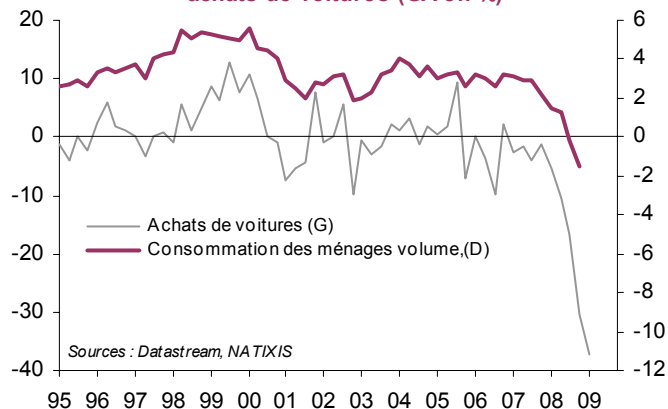
Graphique 4a

Etats-Unis : mises en chantier et crédit aux ménages



Graphique 4b

Etats-Unis : consommation des ménages et achats de voitures (GA en %)



Quelles perspectives pour le besoin de financement extérieur des Etats-Unis ?

Le besoin de financement extérieur des Etats-Unis va résulter :

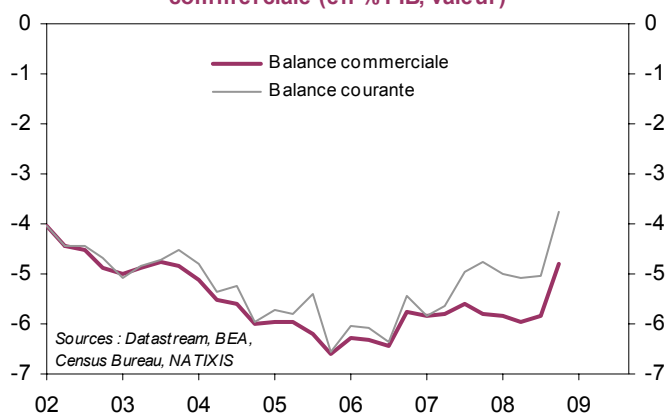
- (1) des effets du plan de relance budgétaire ;
- (2) des besoins de financement de long terme de l'économie américaine.

(1) Relance

On va observer les effets sur le déficit extérieur (graphiques 5a-5b) des Etats-Unis de la hausse des déficits publics (graphiques 6a-6b) pour la partie qui n'est pas couverte par la hausse de l'épargne des ménages (graphique 5b) avec une relative stabilité de l'épargne des entreprises non financières (graphique 7) et un recul de l'épargne des banques.

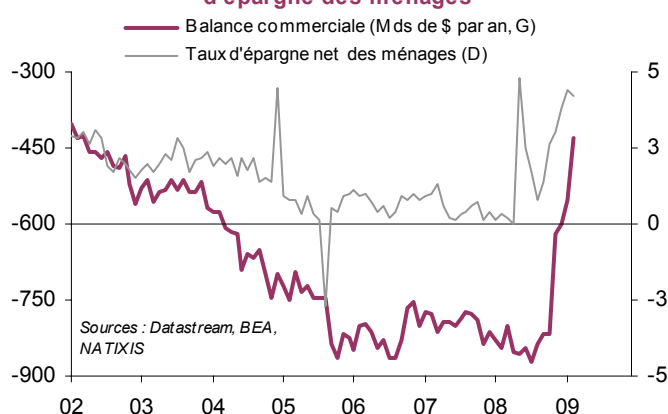
Graphique 5a

Etats-Unis : balance courante et balance commerciale (en % PIB, valeur)

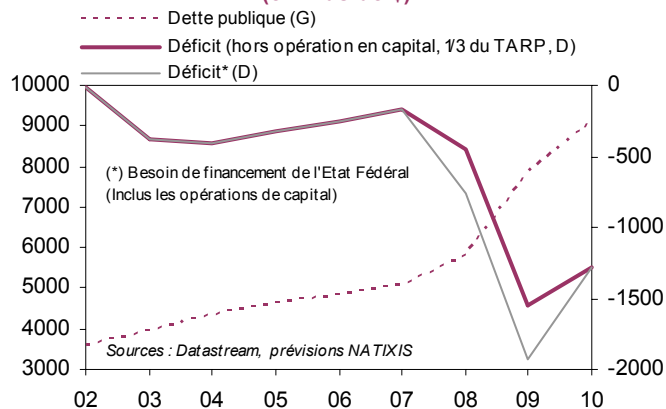


Graphique 5b

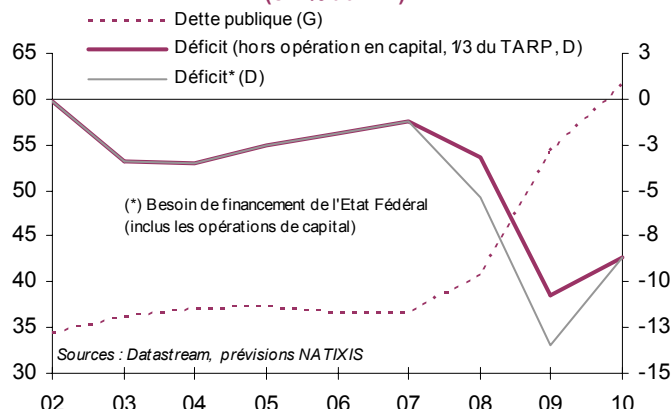
Etats-Unis : balance commerciale et taux d'épargne des ménages



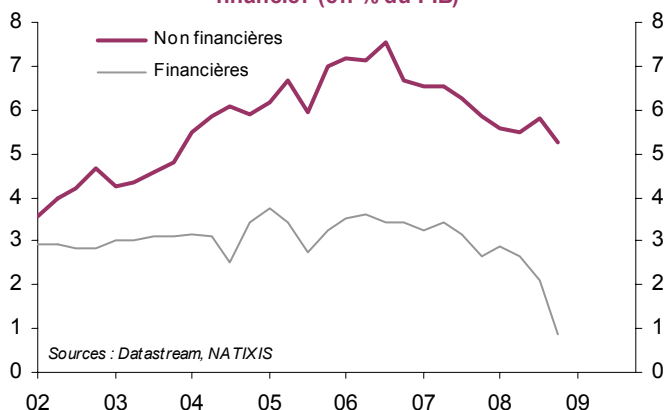
Graphique 6a
Etats-Unis : déficit public et dette publique
(en Mds de \$)



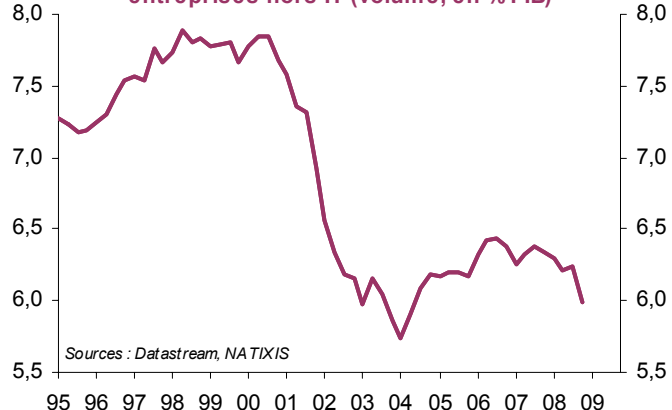
Graphique 6b
Etats-Unis : déficit public et dette publique
(en % du PIB)



Graphique 7
Etats-Unis : profits du secteur financier et non financier (en % du PIB)



Graphique 8
Etats-Unis : investissement total des entreprises hors IT (volume, en % PIB)



(2) Besoins de financements de long terme

On sait que l'économie américaine a besoin :

- d'une amélioration de sa **protection sociale**, en particulier de la couverture maladie (**tableau 1**) ;
- de **reconstruire ses infrastructures publiques** (**tableau 2**) ;
- de **redresser l'investissement des entreprises**, en particulier de **l'industrie** (**graphique 8**), de l'équivalent de **2 points de PIB par an**.

Tableau 1
Etats-Unis : coût pour les finances publiques de la mise en place de la couverture maladie universelle (Mds de \$)

	Md\$ par an
Estimation Urban Institute (Hadley)	122,6
Estimation Brookings	120-140

Sources : Brookings, Urban Institute

Tableau 2
Dépenses annuelles d'infrastructures de transport
(Md\$ de 2004)

	Dépenses courantes	Dépenses nécessaires pour maintenir le niveau actuel de services	Dépenses économiquement justifiées	Autre
Autoroutes	66,7	78.8 d	131.7 d	
Mass transit	15,5	15.8 d	21.8 d	
Transport ferroviaire de marchandises	6.4 f	10.7 s	12.3 e	
Transport ferroviaire de passagers	0,7	0.5 "	n.a.	2,1
Aviation	14,4	17.9'	18.9'	
Transport d'eau	2,5	2,7	n.a.	7.9 "
Total Transport	106,2	126,5	184,8	

Source : Congressional Budget Office

Notes: n.a. = non disponible.

Si on cumule, sur la période 2009-2015, ces besoins de financement nouveaux publics et privés, on aboutit à un besoin de financement cumulé supplémentaire de 4300 Mds \$: environ 900 Mds \$ pour la couverture maladie, 2100 Mds \$ pour l'investissement des entreprises, 1300 Mds \$ pour les infrastructures. Y ajoutant les déficits dus au plan de relance, nets de l'effet de la remontée de l'épargne des ménages, on parvient à l'estimation d'une augmentation de 6600 Mds \$ entre 2009 et 2015 de la dette extérieure des Etats-Unis.

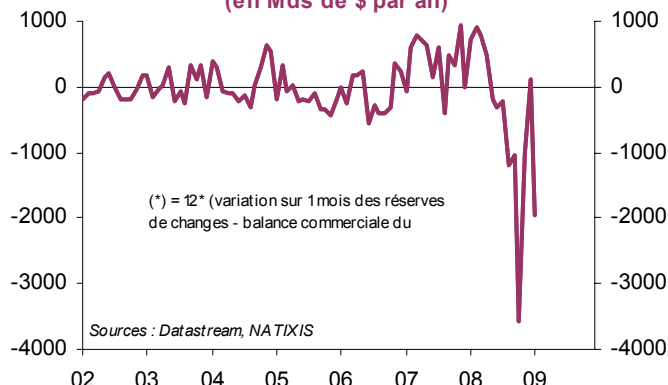
Qui détiendra la dette extérieure des Etats-Unis ?

La dette extérieure nette des Etats-Unis pourrait donc dépasser 10 000 Mds \$ en 2015. Précisons cependant qu'une partie du programme de couverture maladie pourrait être financée d'après Obama par des réformes de la santé (Health Reform Reserve fund à hauteur de 634Md\$) et/ou par des hausses d'impôt sur les hauts salaires.

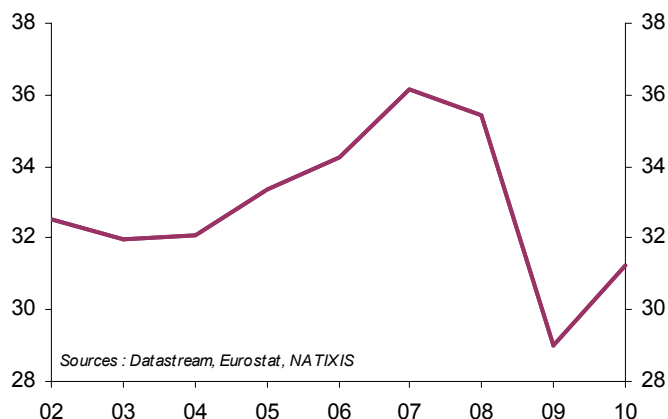
Qui va détenir cette dette ? (en termes d'actifs en dollars présents dans les portefeuilles des non résidents, c'est la dette extérieure brute qui doit être détenue).

- à court terme, l'aversion pour le risque élevée a provoqué l'apparition de flux de capitaux très importants depuis les pays émergents et vers les actifs en dollar (graphique 9), qui ont permis le financement sans difficultés, depuis l'été 2008, du déficit extérieur des Etats-Unis ;
- mais une fois la situation d'aversion pour le risque émergent revenue vers la normale, il est possible d'envisager que les non résidents privés achètent les titres correspondant à une partie des investissements (rentables) en infrastructures ou des entreprises. Mais la masse des besoins de financement extérieur des Etats-Unis viendra :
 - en 2009-2010 du financement de déficits publics venant des baisses des recettes fiscales (graphique 10), des achats d'actifs financiers par le Trésor ;
 - à plus long terme, des dépenses de protection sociale (voir plus haut).

Graphique 9
Ensemble des émergents y compris Russie+OPEP : Flux des capitaux* (en Mds de \$ par an)



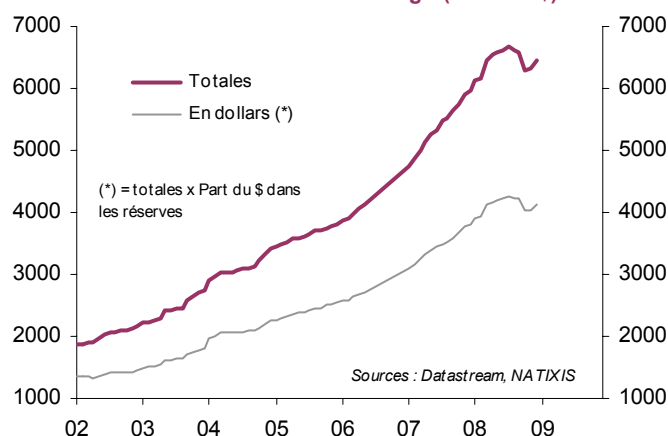
Graphique 10
Etats-Unis : pression fiscale (en % du PIB)



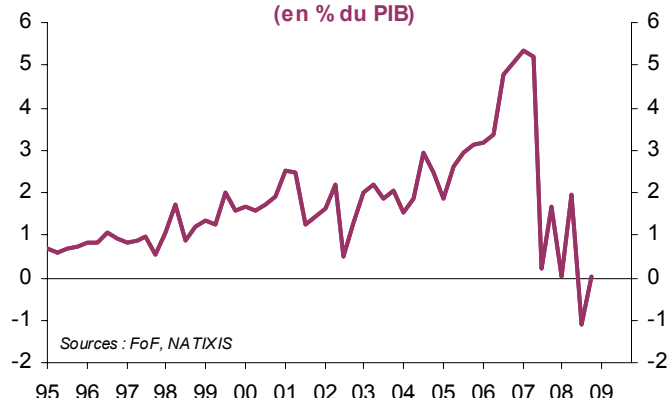
Ce type de dépense ne pourra plus, très probablement, être financé par des investisseurs privés, qui réalisent après la crise l'usage inefficace fait auparavant de la dette extérieure des Etats-Unis.

On devrait donc voir à nouveau augmenter les réserves de change mondiales investies en dollars (graphique 11), qui ont cessé de croître depuis la fin de 2008 en raison des flux de capitaux vers les Etats-Unis (graphique 9 plus haut).

Graphique 11
Monde : réserves de change (Mds de \$)



Graphique 12
Etats-Unis : achats nets d'obligations d'entreprises par les non résidents (en % du PIB)



Synthèse : les Banques Centrales vont-elles accepter ce rôle ?

Nous pensons donc :

- que les perspectives budgétaires pour les dépenses publiques et les investissements privés aux Etats-Unis conduisent à penser que **la dette extérieure des Etats-Unis va beaucoup augmenter** (environ 23000 Mds de dollars pour la dette brute en 2015 ?) ;
- que seule une partie de cette dette extérieure nouvelle sera spontanément portée par les investisseurs privés, qui, après la crise, rejeteront d'après nous les placements aux Etats-Unis non liés à des investissements rentables (après avoir longuement financé les besoins des ménages, sous la forme d'achats d'ABS liés aux crédits aux ménages (inclus dans les achats d'obligations d'entreprises, **graphique 12**, dans la balance des paiements).

Il faudrait donc que les Banques Centrales collaborent à la reconstruction des Etats-Unis en détenant la partie du supplément de dette extérieure qui n'est pas demandée par les investisseurs privés non américains.

Si elles ne le font pas, il y aura à terme un problème de financement externe des Etats-Unis conduisant :

- à une dépréciation du dollar ;
- à une hausse des taux d'intérêt jusqu'au point où la dette extérieure des Etats-Unis est demandée par les investisseurs privés.