Le privilège de la dette américaine
Philippe Martin, *Libération*, lundi 06 février 2006

Les Etats-Unis ont, à partir de 1982, accumulé des déficits extérieurs, qui ont fortement augmenté depuis cinq ans. Ces déficits représentent peut-être la menace la plus grande sur l'économie mondiale, mais le président Bush a été silencieux sur le sujet lors de son discours sur l'état de l'Union la semaine dernière. La comptabilité de ces déficits est à première vue assez simple : les Américains consomment et investissent plus qu'ils ne produisent. Pour cela, ils importent plus de biens qu'ils n'en exportent et, chaque année, ils doivent donc emprunter davantage au reste du monde. Les Américains ne veulent pas épargner (le taux d'épargne des ménages est maintenant négatif !) et le reste du monde le fait pour eux. Pour 2005, le déficit de la balance courante, et donc l'augmentation de la dette externe, devrait dépasser 6 % du PIB américain. Cela signifie que, pour 2005 seulement, elle a augmenté de plus de 6 000 euros pour chaque foyer ! Le cumul de ces déficits fait que la dette nette vis-à-vis du reste du monde représente environ 25 000 euros par foyer. La contrepartie naturelle est que pratiquement toutes les autres parties du monde, les pays industrialisés et même des pays encore relativement pauvres comme la Chine et les pays émergents d'Asie, prêtent aux Etats-Unis. Aucun autre pays ne pourrait se permettre une telle position débitrice sans que les prêteurs ne demandent une prime de risque ou ne plient bagage, ce qui ferait chuter la monnaie. Il est difficile de ne pas faire le lien avec l'idée que les Etats-Unis bénéficient d'un «privilège exorbitant», selon l'expression attribuée à de Gaulle en 1965 (mais en fait prononcée par son ministre des Finances, Giscard d'Estaing). Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey, deux économistes français enseignant aux Etats-Unis, ont analysé dans un article récent (sur www.cepr.org) la nature de ce privilège qui a permis aux Etats-Unis de s'endetter sans (pour le moment) en payer toutes les conséquences. On s'attendrait à ce qu'un pays endetté vis-à-vis du reste du monde verse des intérêts sur cette dette. Ce n'est pas le cas : à l'exception du dernier trimestre 2005, les Etats-Unis ont toujours reçu du monde plus d'intérêts et de dividendes qu'ils n'en ont payé. Comment est-ce possible ? La dette nette américaine est la différence entre tous les avoirs des étrangers aux Etats-Unis (le passif) et des avoirs américains dans le monde (l'actif) : les premiers représentent environ 12 500 milliards de dollars et les seconds 10 000 milliards, soit une dette nette d'environ 2 500 milliards de dollars. Mais l'actif et le passif diffèrent fondamentalement. Le passif est surtout constitué de bons du Trésor (achetés en particulier par les banques centrales) et d'emprunts auprès des banques étrangères. Ces emprunts se font de plus en plus à court terme avec des taux d'intérêt faibles. Du côté des actifs, il s'agit de manière prédominante d'actions sur les marchés boursiers et d'investissements faits par les multinationales américaines. Plus risqués, ces avoirs ont des rendements élevés. Les Américains empruntent donc à taux faible pour consommer, mais aussi pour investir dans le reste du monde sur des actifs plus risqués et plus rentables. Selon l'expression de Gourinchas et Rey, les Etats-Unis sont donc devenus une entreprise de capital risque et empochent au passage une belle marge : la différence entre le taux auquel ils empruntent et le rendement de leurs investissements, soit quand même plus de 3 %. On peut interpréter cette marge de différentes manières. La première est que les Américains sont des investisseurs plus doués et bénéficient de marchés financiers sans égal. Dans ce cas, le déficit est moins grave qu'il n'y paraît, puisque le revenu engrangé grâce à l'activité de capital risque réduit d'autant les déficits. La seconde interprétation est que l'ampleur du phénomène est temporaire et liée à la faiblesse des taux d'intérêt dans le monde. Leur augmentation va renchérir d'autant le coût de l'emprunt des Etats-Unis. Le moment n'est donc pas loin où ils devront commencer à payer : en fait cela a déjà été le cas au dernier trimestre 2005 et cela le sera certainement pour 2006.

Le privilège américain ne s'arrête pas là : grâce à l'hégémonie du dollar, ils empruntent dans leur monnaie, mais environ 70 % de leurs actifs étrangers sont en monnaie étrangère. Lorsque le dollar se déprécie, la dette nette est automatiquement réduite. Le bénéfice est substantiel : une dépréciation de 10 % aboutit à un transfert en faveur des Etats-Unis de près de 6 % du PIB américain, c'est-à-dire le montant du déficit annuel de la balance commerciale ! Pour tout autre pays, le remboursement de la dette obligerait à consommer moins et produire plus pour le reste du monde. Parce que les étrangers ont accepté de prêter en dollars aux Etats-Unis, l'ajustement via une dépréciation du dollar sera rendu moins douloureux.

Le problème de ce privilège exorbitant est qu'il est naturellement tentant de l'exploiter. En allant trop loin dans la dette, les Etats-Unis pourraient mettre en danger le rôle du dollar et la stabilité de leurs marchés financiers, tous deux à l'origine même du privilège exorbitant.