

## L'endettement extérieur des Etats-Unis est-il explicable et soutenable ?

---

Quand on compare la situation extérieure des pays les plus importants en termes de revenu (Etats-Unis, zone euro, Inde, Japon, Chine), on voit que les Etats-Unis ont une dette extérieure nette considérable, que l'Inde a une dette extérieure nette faible, et que l'Europe, le Japon et la Chine ont des avoirs extérieurs très importants.

La faiblesse du revenu par habitant en Inde implique normalement que la productivité marginale du capital y est élevée, ce qui attire normalement des capitaux internationaux. En revanche, les situations extérieures des Etats-Unis, de l'Europe, du Japon et de la Chine ne peuvent pas être expliquées par leur niveau de revenu par habitant (les Etats-Unis devraient avoir des actifs extérieurs nets et la Chine une dette extérieure nette) ni par leur démographie (le vieillissement démographique plus rapide en Europe, au Japon et en Chine qu'aux Etats-Unis devrait impliquer que les Etats-Unis accumulent des actifs extérieurs en prévision du vieillissement et que les trois autres pays réduisent leurs actifs extérieurs).

Les seules explications possibles de la configuration des dettes et actifs extérieurs sont donc :

- le rôle de monnaie de réserve dominante du dollar (ce qui fait apparaître aux Etats-Unis un « paradoxe de Triffin ») ;
- le niveau élevé de la rentabilité des entreprises américaines.

On peut regarder la nature (investissements directs, encours de Treasuries détenu par le reste du monde, investissements de portefeuille) de la dette extérieure des Etats-Unis pour analyser la pertinence de ces explications et le risque d'instabilité financière globale venant de l'endettement extérieur des Etats-Unis.

### Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

### Isabelle Gravet

Assistante de recherche

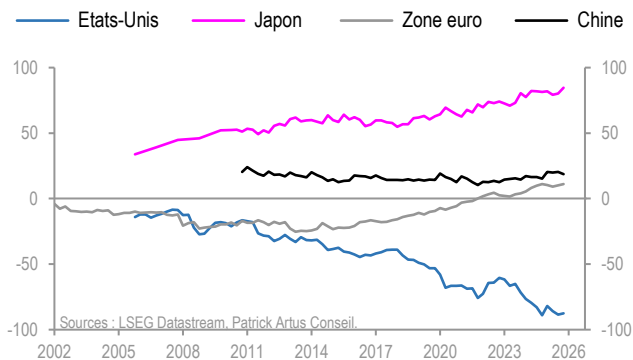
isabelle.gravet-ext@ossiam.com

**Communication marketing** : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

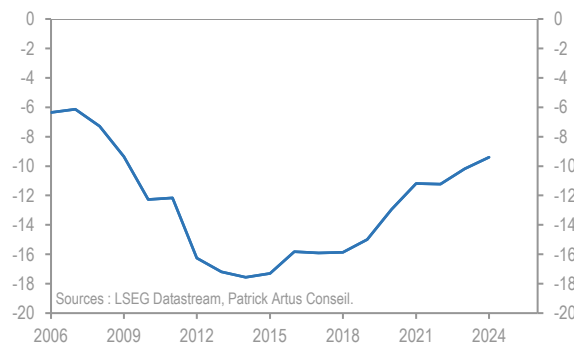
## Dettes ou actifs extérieurs nets

Nous comparons les **Etats-Unis**, la **zone euro**, **l'Inde**, le **Japon** et la **Chine**. Les **Graphiques 1a à 1d** montrent la **dette extérieure nette** ou les **actifs extérieurs nets** de ces cinq pays (régions).

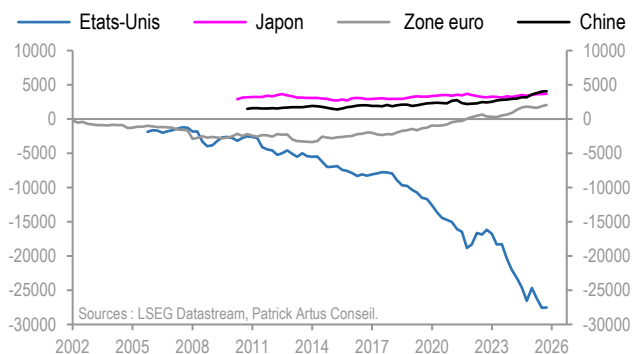
**Graphique 1a**  
Dette ou avoirs extérieurs nets (en % du PIB valeur)



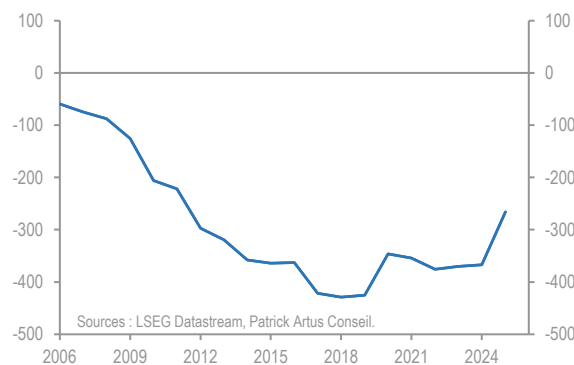
**Graphique 1b**  
Inde : dette extérieure nette (en % du PIB valeur)



**Graphique 1c**  
Dette ou avoirs extérieurs nets (en Md\$)



**Graphique 1d**  
Inde : dette extérieure nette (en Md\$)

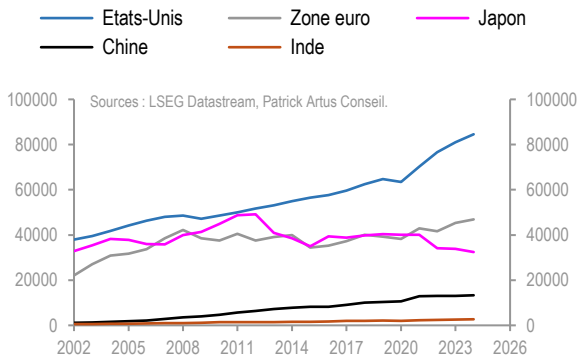


On voit :

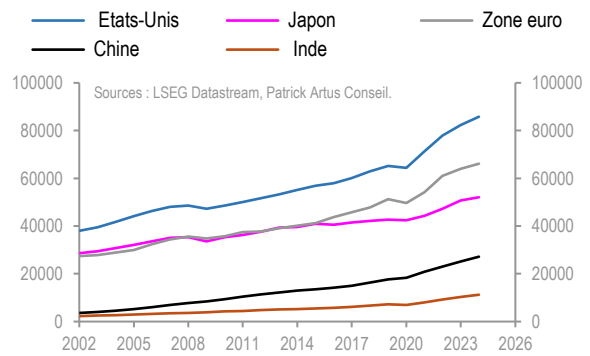
- un endettement extérieur net très important aux Etats-Unis ;
- un endettement extérieur net faible en Inde ;
- des actifs extérieurs nets assez faibles dans la zone euro ;
- des actifs extérieurs nets très élevés au Japon et en Chine.

Remarquons tout de suite que la **situation de l'Inde n'est pas anormale**. L'Inde a un **niveau de revenu par habitant faible** (**Graphiques 2a/b**), ce qui normalement implique que la productivité marginale du capital en Inde est élevée, et ce qui explique que l'Inde attire des capitaux étrangers (accumule de la dette extérieure).

Graphique 2a  
PIB par habitant, en dollars



Graphique 2b  
PIB par habitant, en dollars PPA



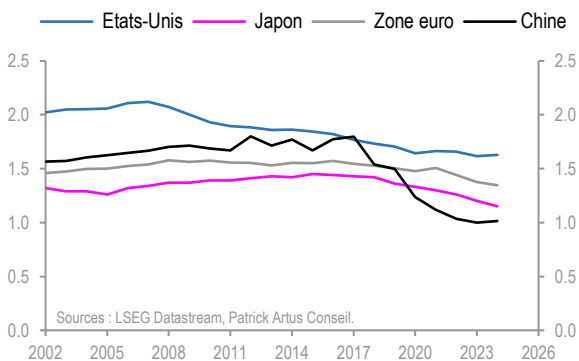
## Les explications habituelles de la présence d’actifs ou de dettes extérieurs ne sont pas pertinentes pour le Etats-Unis, l’Europe, le Japon ou la Chine

Les deux explications usuelles de la présence d’actifs ou de dettes extérieurs sont :

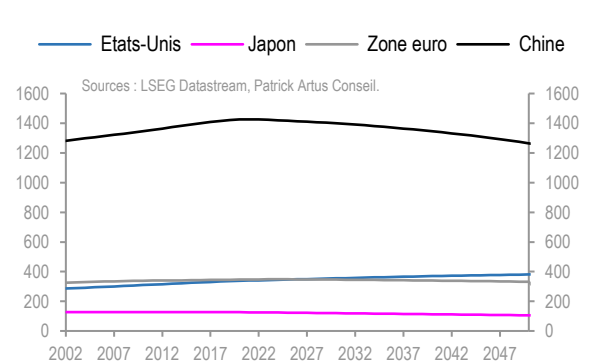
- le **niveau de développement** ; comme on l’a vu avec l’exemple de l’Inde, un pays avec un niveau de production par tête faible attire des capitaux étrangers, d’où une dette extérieure nette. Symétriquement, un pays avec un niveau de production par tête élevé implique normalement que la productivité marginale du capital est faible (sous l’hypothèse de la productivité marginale décroissante), donc que ce pays est incité à investir dans le reste du monde, ce qui fait normalement apparaître des actifs extérieurs nets ;
- la **démographie** ; tant que la population est jeune, le pays accumule des actifs extérieurs, pour être en mesure de soutenir sa consommation en utilisant ses actifs extérieurs lorsque le vieillissement surviendra.

La configuration des dettes et des actifs extérieurs n’est pas compatible avec ces deux explications. Le revenu par tête est élevé aux Etats-Unis, faible en Chine (voir **Graphiques 2a/b plus haut**), ce qui devrait impliquer que les Etats-Unis prêtent à la Chine, or c’est l’inverse. **Le vieillissement de la population est plus avancé en Chine, au Japon et en Europe qu’aux Etats-Unis (Graphiques 3a/b)**, ce qui devrait impliquer que les Etats-Unis continuent à accumuler des actifs extérieurs et que l’Europe, le Japon et la Chine réduisent leurs actifs extérieurs, or c’est l’opposé que l’on observe.

Graphique 3a  
Taux de fécondité (nombre d’enfants par femme)



Graphique 3b  
Population (en millions d’habitants)



## Deux explications de la configuration observée

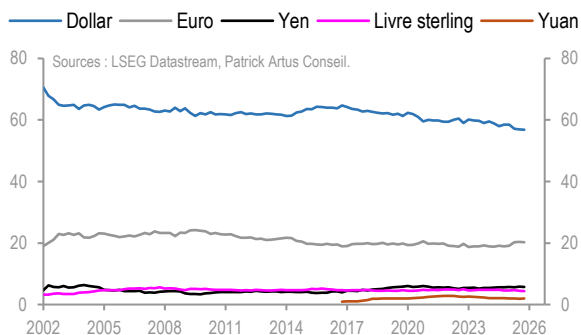
Deux explications possibles de la configuration observée sont :

- le rôle de monnaie de réserve dominante du dollar ;
- le niveau élevé de la rentabilité des entreprises américaines.

Le dollar est la **monnaie internationale dominante**. Cela se voit à la part du dollar dans les réserves de change des banques centrales (**Graphique 4**), mais aussi à la part du dollar dans la facturation du commerce international (74 % en Asie-Pacifique, 79 % dans le monde hors Union européenne et Amérique du Nord), dans les émissions de dette internationale (61 % contre 26 % pour l'euro), dans les prêts bancaires internationaux (56 % contre 20 % pour l'euro).

Puisque les Etats-Unis émettent la monnaie internationale, la demande pour le dollar est forte, ce qui se voit par exemple sur la détention de titres du Trésor américain par les non-résidents (**Graphique 5**).

**Graphique 4**  
Part des devises dans les réserves de change mondiales (en %)



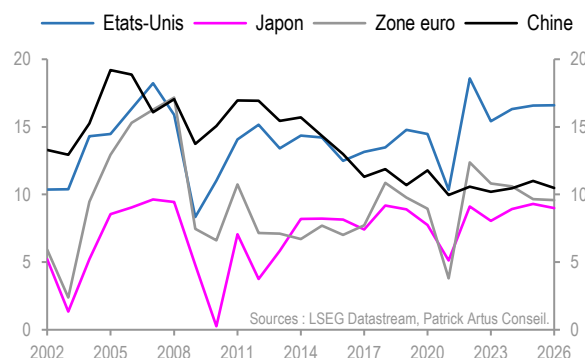
**Graphique 5**  
Etats-Unis : détention de Treasuries par les non-résidents (en Md\$)



On voit ici apparaître le risque d'un **paradoxe de Triffin**. Au début des années 1960, Robert Triffin montre que lorsqu'un pays émet la monnaie internationale de réserve, il a naturellement un déficit extérieur (puisque'il doit alimenter la liquidité internationale dans sa monnaie) ; il accumule donc de la dette extérieure, ce qui, à terme, peut faire chuter la confiance dans la solidité de sa monnaie, et lui faire perdre le rôle de monnaie de réserve dominante.

La seconde explication du fait que les Etats-Unis ont une dette extérieure forte et croissante est le **niveau élevé de la rentabilité des entreprises américaines** (**Graphique 6**).

**Graphique 6**  
ROE



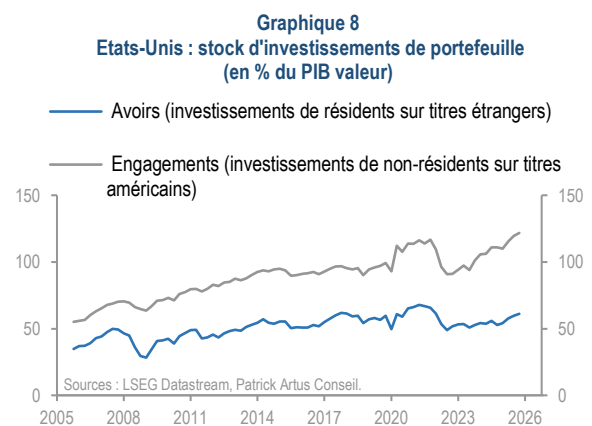
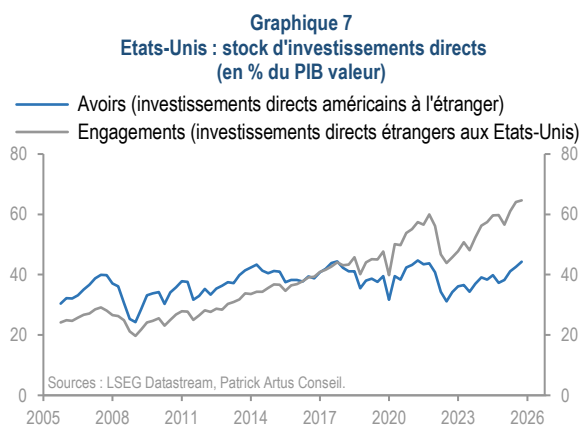
Cette rentabilité élevée des entreprises américaines vient de plusieurs facteurs : le partage des revenus défavorable aux salariés, la taille importante du secteur des technologies de l'information et de la communication, la facilité à financer les innovations aux Etats-

Unis. Cette rentabilité élevée des entreprises américaines attire des capitaux aux Etats-Unis (sur le marché des actions, sur le marché de la dette des entreprises).

On voit par exemple que la Chine, si elle a arrêté d'acheter des titres du Trésor des Etats-Unis, investit beaucoup aux Etats-Unis (dans le numérique, dans les infrastructures énergétiques, dans les ports...), ce que montrent les données d'AidData (Université William and Mary), avec, fin 2023, un encours de 202 milliards de dollars de prêts de la Chine aux Etats-Unis.

## Quelle est la nature de la dette extérieure des Etats-Unis ?

Le **Graphique 5** plus haut montre la **détention de Treasuries** par les non-résidents. Le **Graphique 7** montre le **stock d'investissements directs étrangers** reçus par les Etats-Unis et réalisés à l'étranger par les Etats-Unis. Le **Graphique 8** montre le **stock d'investissements de portefeuille** reçus et réalisés à l'étranger par les Etats-Unis.

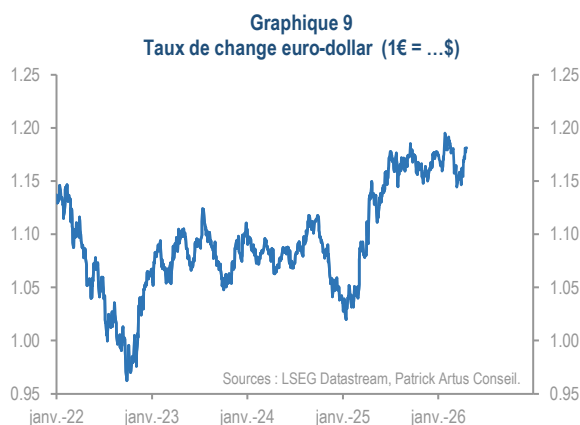


On voit que la **dette extérieure nette des Etats-Unis** (**Graphique 1a plus haut**) résulte aujourd'hui à la fois d'un stock net d'IDE négatif et d'un stock d'investissement de portefeuille des étrangers aux Etats-Unis de plus en plus supérieur au stock d'investissement de portefeuille des Etats-Unis à l'étranger.

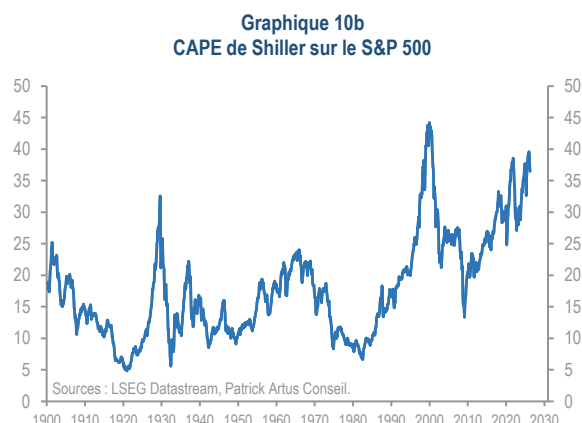
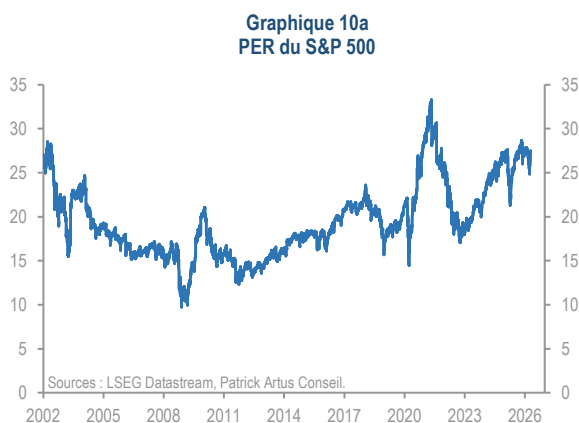
## Risque d'instabilité financière des Etats-Unis due à la dette extérieure

L'accumulation de dette extérieure des Etats-Unis fait courir aux Etats-Unis un **risque de crise financière** si les non-résidents arrêtent de prêter aux Etats-Unis ou même retirent leurs prêts aux Etats-Unis. Cette crise financière impliquerait un recul du marché des actions américaines, une hausse des taux d'intérêt à long terme sur le dollar, une dépréciation du dollar. Cela pourrait résulter :

- **d'une crise géopolitique** faisant sanctionner financièrement les Etats-Unis par un certain nombre de pays. On doit admettre que même la guerre au Moyen-Orient en mars 2026 n'a pas produit cette réaction, le dollar ayant plutôt joué le rôle de devise refuge, comme le montre l'évolution du taux de change du dollar (**Graphique 9**) ;



- **d'une crise financière**, un bon candidat étant aujourd'hui **une crise de la dette privée aux Etats-Unis** (avec les difficultés de fonds de dette privée – Blue Owl, Appolo, Ares – qui font face à des demandes de rachats des investisseurs). Le marché de la dette privée a un encours de 3 000 milliards de dollars, avec des taux de défaut élevés (5,8 % aujourd'hui), un effet de levier important des emprunteurs ;
- **d'une crise du marché des actions**, dont la valorisation est très élevée. Le **Graphique 10a** montre le PER (ratio cours/bénéfices) du S&P 500, le **Graphique 10b** le Cape de Shiller (ratio capitalisation / bénéfices lissés sur 10 ans et corrigés de l'inflation) du S&P 500.



On voit particulièrement sur le ratio Cape de Shiller le niveau élevé de la valorisation aujourd'hui des actions américaines, ce qui est dû à l'optimisme des investisseurs sur les profits futurs liés au développement de l'intelligence artificielle. **Un recul important du marché des actions américaines amènerait un retrait des investisseurs non-résidents.**

## Synthèse : que penser de la structure des dettes et actifs extérieurs nets ?

Nous avons vu :

- que la structure des dettes et des actifs extérieurs (des Etats-Unis, de la zone euro, du Japon, de la Chine) ne s'explique ni par le niveau de développement, ni par la démographie ;
- que deux explications possibles du fait que les Etats-Unis s'endettent auprès des autres pays sont le rôle de monnaie internationale du dollar et le niveau élevé de la rentabilité des entreprises aux Etats-Unis ;
- que la dette extérieure nette des Etats-Unis résulte essentiellement à la fois d'une dette nette en investissement direct et d'une dette nette en investissement de portefeuille, dont les titres du Trésor américain. Cela pousse à valider les deux

explications de l'endettement extérieur des Etats-Unis vues plus haut : le rôle de monnaie internationale du dollar, le niveau élevé de la rentabilité du capital aux Etats-Unis ;

- que le risque de la dette extérieure des Etats-Unis peut venir d'une réaction hostile des autres pays aux politiques menées par les Etats-Unis, d'une crise de la dette privée, d'une forte baisse des indices boursiers américains, par exemple causée par une déception sur les profits à attendre du développement de l'intelligence artificielle.

L'attractivité des Etats-Unis pour les capitaux internationaux explique l'endettement extérieur des Etats-Unis, et, le capital se dirigeant vers les Etats-Unis, la présence d'actifs extérieurs en Europe, au Japon et en Chine. Le déplacement du capital vers les Etats-Unis explique la faiblesse de l'investissement dans les autres pays, ce qui fait apparaître des excédents de la balance courante. L'explication par les dettes et actifs extérieurs des déséquilibres internationaux est aussi bien sûr cohérente avec l'explication par les soldes des balances courantes.

## Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.