



Rapport sur les déséquilibres mondiaux par le groupe d'experts en économie du G7

Chong-En Bai, Gita Gopinath, Hélène Rey, Axel Weber¹

Executive summary

Une croissance équilibrée et des échanges commerciaux réciproques sont essentiels au bon fonctionnement de l'économie mondiale. La croissance est dite « équilibrée » lorsqu'elle est durable, résiliente et compatible avec la sécurité nationale. Le commerce est dit « réciproque » quand il bénéficie mutuellement aux pays concernés.

La progression des balances courantes excessivement déficitaires ou excédentaires reflète des dynamiques de croissance de plus en plus déséquilibrées en Chine, dans l'Union européenne (UE) et aux États-Unis. La Chine enregistre une consommation intérieure chroniquement faible, l'UE est constamment affectée par de bas niveaux d'investissement productif et les États-Unis présentent des déficits budgétaires durables, trop élevés au regard de leur situation économique. Ces divergences structurelles renforcent des déséquilibres extérieurs persistants et alimentent les tensions au niveau mondial. De tels risques exigent l'adoption de mesures d'urgence sans attendre une évaluation ultra précise des déséquilibres excessifs.

Les déséquilibres sectoriels croissants (dans les échanges de biens et de services et dans le secteur financier), même s'ils ne constituent pas les principaux moteurs des déséquilibres mondiaux, peuvent toutefois porter préjudice à l'équilibre de la croissance et à la réciprocité des échanges. Ils **alimentent les politiques protectionnistes** et accroissent **les inquiétudes concernant la sécurité nationale**. **Les déséquilibres présents dans le secteur financier**, en particulier ceux liés à d'importants flux bruts, à l'asymétrie en termes de maturité ou de devise et au recours excessif à l'effet de levier, peuvent engendrer des risques systémiques.

Pour réduire les déséquilibres mondiaux, il est nécessaire de rééquilibrer la croissance, ce qui serait dans l'intérêt individuel et collectif de la Chine, de l'UE et des États-Unis. La croissance de la Chine peut être rééquilibrée en augmentant « l'investissement dans la population », priorité définie dans son quinzième plan quinquennal. Cette entreprise exige un

¹ Chong-En Bai est professeur distingué en arts, humanités et sciences sociales et doyen de la School of Economics and Management de l'université de Tsinghua. Gita Gopinath est professeure d'économie Gregory and Ania Coffey à l'université de Harvard, Hélène Rey est professeure d'économie Lord Raj Bagri à la London Business School, et Axel Weber est président du Centre pour les études financières de l'université Goethe à Francfort.

soutien public aux soins de santé, des filets de sécurité, l'assainissement des bilans financiers fragilisés par la crise du marché immobilier, la transformation des incitations destinées aux administrateurs régionaux et la réduction des politiques industrielles indues en vue de libérer des ressources budgétaires pour investir dans la population. L'Union européenne doit augmenter son potentiel de croissance en mettant en œuvre les principales recommandations du rapport Draghi, notamment en renforçant l'intégration des marchés de biens et services pour en accroître l'échelle, et en intégrant davantage les marchés de capitaux pour augmenter le capital risque à long terme. Les États-Unis peuvent accroître la résilience de leur croissance en réduisant leur déficit public et en consolidant leur stabilité financière. Il est indispensable de prendre des mesures pour que la dette publique emprunte une trajectoire durable.

La coordination politique (y compris sous une forme limitée comme l'adoption de mesures en simultané) **permettra de limiter** considérablement **les coûts d'ajustement**. Un ajustement asymétrique (par exemple lorsque les pays présentant un excédent s'ajustent sans que ne le fassent les pays déficitaires) peut augmenter les taux d'intérêt réels au niveau mondial et accroître les risques financiers.

Les tensions commerciales dans certains secteurs, notamment liées à l'explosion des échanges ou aux pratiques non commerciales difficiles à mesurer, doivent être **appréhendées de façon pragmatique dans le cadre de l'OMC**. Le **mécanisme de sauvegarde** (article XIX du GATT et Accord de l'OMC sur les sauvegardes) fournit une soupape de sûreté nécessaire au maintien d'échanges réciproques. Des réformes, visant notamment à élargir son application à des secteurs entiers plutôt qu'à un seul produit déterminé, sont indispensables pour améliorer l'efficacité de cet instrument.

Les déséquilibres dans le secteur financier doivent être abordés à l'aide de mesures prudentielles et d'une surveillance renforcée par le FMI et le Conseil de stabilité financière (CSF), en améliorant la collecte de données sur les expositions transfrontières des intermédiaires financiers non bancaires et sur les crypto-actifs, en procédant à une simulation de crise à l'échelle du système qui tienne compte des liens internationaux entre les banques et les intermédiaires financiers non bancaires, ainsi qu'au moyen d'une coopération internationale concernant la fourniture de liquidités d'urgence.

Le FMI joue un rôle déterminant en évaluant les déséquilibres excessifs et en assurant une surveillance bilatérale et multilatérale. **Une coopération étroite** et le partage d'informations **en continu entre le FMI, l'OMC et le Conseil de stabilité financière (CSF)** renforceront la capacité mondiale à gérer les déséquilibres macroéconomiques et sectoriels. La poursuite d'efforts complémentaires en matière d'information et l'analyse des données liées aux pratiques non commerciales par **l'OCDE** ou liées aux expositions transfrontières par la **BRI** sont fort utiles.

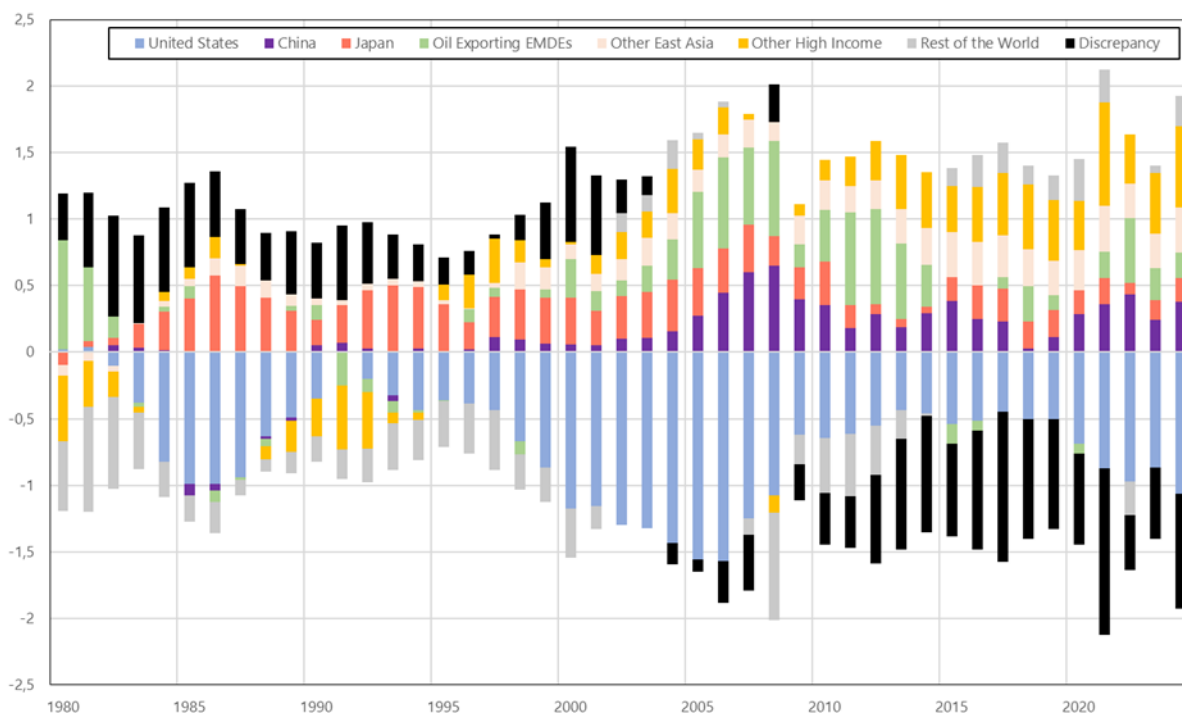
En conclusion, la réduction des déséquilibres mondiaux excessifs exige la prise de mesures macroéconomiques en simultané dans les principales économies, tandis que la gestion des

déséquilibres sectoriels requiert une gouvernance pragmatique des échanges commerciaux, le renforcement de la supervision financière et le développement du partage d'informations et de la coopération entre les organisations internationales dont les mandats sont pertinents et complémentaires.

A. Introduction et situation actuelle

1. Après un recul au cours des vingt dernières années, la question des déséquilibres mondiaux est de nouveau d'actualité. Le déficit de la balance courante aux États-Unis a atteint 4,6 % du PIB au premier semestre 2025, soit son niveau le plus élevé depuis son précédent pic en 2006, à la veille de la grande crise financière. Auparavant, le déficit des États-Unis avait atteint des niveaux élevés dans les années 80, ce qui avait conduit à la signature des accords du Plaza (**graphique 1**).² L'excédent courant de la zone euro représentait 2 % de son PIB au premier semestre 2025 contre 3 % à la même période en 2024. En 2024, l'excédent courant de la Chine avoisinait les 2,3 % de son PIB et il a continué de progresser pour atteindre 3,5 % du PIB entre le premier et le troisième trimestre de l'année 2025. En 2024, la Chine, l'UE et les États-Unis ont été déterminants dans l'aggravation de l'écart entre les balances courantes, les États-Unis et la Chine ayant continué de diverger au premier semestre 2025 (Balakrishan (2026))³. Les déficits et les excédents des balances courantes, qui reflètent les comportements des pays au niveau international en matière de prêt et d'emprunt, sont de plus en plus tenaces (graphique A1), ce qui accroît le risque d'ajustement chaotique. La persistance des déséquilibres affectant les transactions courantes, ainsi que les variations de la valorisation, expliquent la forte augmentation du passif net des États-Unis au niveau international qui a atteint un pic à 90 % de son PIB (graphique A2).

Graphique 1 : balance courante.
Pourcentage du PIB mondial.



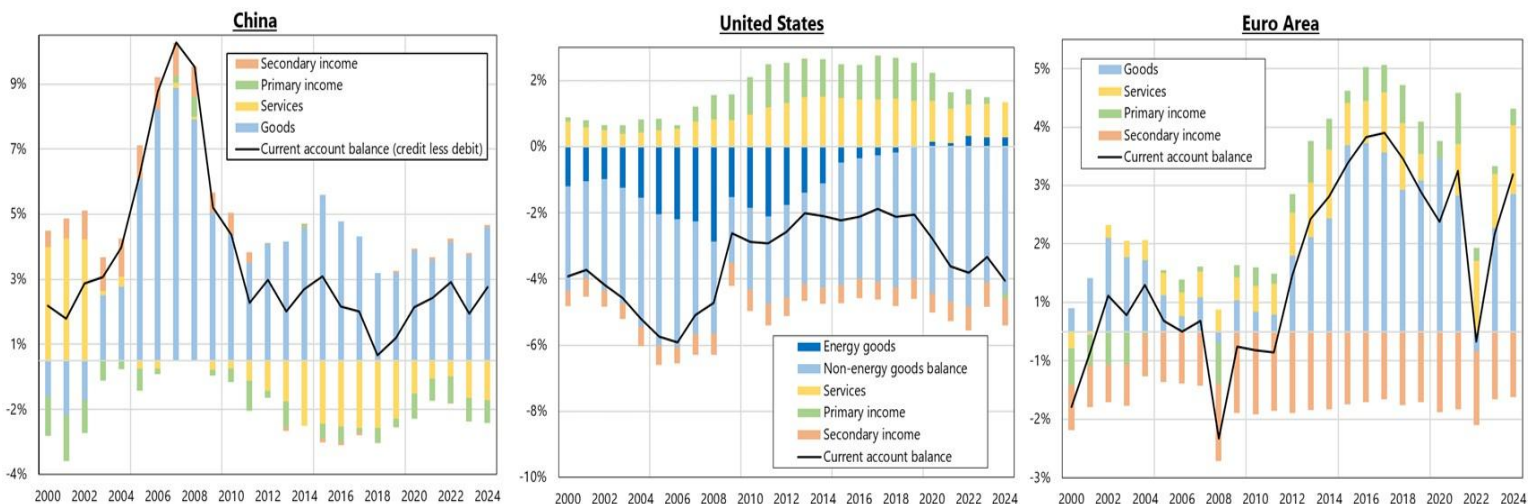
²Voir encadré 3.

³ Ce rapport se concentre sur la situation dans le G3, mais l'analyse et les recommandations proposées ont une portée plus large.

Source: *The External Wealth of Nations*, Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2018.

2. Les déséquilibres sectoriels sont également importants et réclament notre attention (graphique 2). En 2025, l'excédent commercial de la Chine lié aux échanges de marchandises a atteint près de 1 200 milliards d'USD d'après les données douanières, contre 421 milliards d'USD en 2019, avant la pandémie. Les déséquilibres suscitent de plus en plus de préoccupation dans des secteurs plus restreints comme les terres rares et les véhicules électriques, entre autres. Les États-Unis restent le chef de file du secteur financier, les investisseurs mondiaux étant de plus en plus exposés aux marchés des actions américaines. Près de 20 % des actions du pays sont détenues par des investisseurs non résidents. Les risques financiers sont réels en raison de l'exposition importante des investisseurs mondiaux aux actifs liés à l'IA et aux intermédiaires financiers non bancaires très peu réglementés.

Graphique 2 : décomposition de la balance courante
Pourcentage du PIB du pays



Source : Paris Report. Balakrishnan (2026).

B. Principes et points communs

3. Une croissance équilibrée et des échanges commerciaux réciproques sont essentiels au bon fonctionnement de l'économie mondiale. Une croissance équilibrée est durable, résiliente et compatible avec la sécurité nationale. Le commerce est dit « réciproque » quand il bénéficie mutuellement aux pays concernés. Les déficits et les excédents de la balance courante sont une conséquence naturelle du commerce international et, dans la plupart des cas, ils sont souhaitables car ils permettent une affectation mondiale des capitaux plus efficace. Ainsi, les économies vieillissantes enregistrent parfois des excédents courants car elles épargnent en préparation de l'avenir et qu'elles accumulent des actifs étrangers. Les économies plus innovantes qui connaissent une croissance rapide présentent parfois des déficits courants car elles attirent des entrées nettes de capitaux qui financent une élévation de l'investissement et augmentent les possibilités de croissance. Des déséquilibres temporaires peuvent aussi

constituer une réponse efficace face à des bouleversements, comme la pandémie de COVID-19. Pour toutes ces raisons, les déséquilibres mondiaux ne sont pas intrinsèquement problématiques. Ils reflètent souvent le fonctionnement normal d'économies ouvertes et interconnectées.

4. **De la même façon, des déséquilibres sectoriels peuvent survenir naturellement** car ils traduisent les différences en termes d'avantage compétitif qui existent entre les pays. Ils n'entraînent pas obligatoirement de déséquilibres de la balance courante. La révolution du gaz de schiste aux États-Unis a transformé le déficit du secteur énergétique américain qui s'élevait à près de 3 % de son PIB en 2006 en un excédent en 2020. Pour autant, le déficit courant des États-Unis demeure considérable. Par ailleurs, même en l'absence de déséquilibres mondiaux, les pays courent toujours le risque que des déséquilibres se développent rapidement dans un secteur et qu'ils le déstabilisent.
5. **Les déséquilibres mondiaux et sectoriels posent problème lorsqu'ils compromettent les principes communs d'équilibre de la croissance et de réciprocité des échanges commerciaux.**
6. Le FMI estime aujourd'hui que **les déséquilibres mondiaux sont excessifs, vastes et persistants**. Des déséquilibres mondiaux excessifs peuvent **fracturer la coopération internationale et engendrer une instabilité financière**, ce qui fragilise la croissance et le commerce. Des pages récentes de notre histoire offrent un exemple frappant des risques encourus. Les tensions protectionnistes répandues dans les années 80 ont été en partie désamorçées par les accords du Plaza. Dans les années 2000, les déséquilibres liés aux importants flux de capitaux, dus à une demande accrue en actifs sûrs, à une croissance alimentée par les exportations, à la déréglementation du secteur financier et à la bulle des prix de l'immobilier se sont péniblement dénoués avec la crise financière mondiale de 2007.
7. **Les déséquilibres sectoriels importants**, comme ceux qui concernent des flux commerciaux bilatéraux, peuvent aussi accroître les tensions internationales, en particulier lorsqu'ils **se développent rapidement**, qu'ils sont associés à une situation inéquitable en raison du recours à des **pratiques non commerciales** ou qu'ils engendrent des **risques pour la sécurité nationale**. Les déséquilibres **dans le secteur financier**, liés à **d'importantes entrées et sorties brutes** de capitaux, représentent également une menace pour la stabilité financière, même s'ils ne sont pas toujours associés à d'importants flux nets, ceux-ci étant le reflet de la balance courante (voir **encadré 1**).
8. L'histoire montre que **les déséquilibres mondiaux excessifs actuels**, ainsi que **certains déséquilibres sectoriels**, justifient des mesures visant à atténuer les risques pour la **croissance mondiale et la coopération internationale**. Si le FMI (Perspectives de l'économie mondiale, 2025) projette une réduction des déséquilibres de la balance

courante, la politique mise en œuvre aux États-Unis et en Chine, ainsi que certaines dynamiques cycliques, pourraient au contraire les renforcer (Balakrishnan, 2026). Une progression supplémentaire des déséquilibres mondiaux aggraverait le risque de protectionnisme et l'instabilité financière, ce qui porterait gravement préjudice à la croissance mondiale.

C. Les raisons des déséquilibres mondiaux

9. Les déséquilibres mondiaux sont de nature macroéconomique. Ils sont la conséquence de modèles de croissance déséquilibrés.

Il est plus facile de comprendre les moteurs des déséquilibres de la balance courante à travers le prisme des balances de l'épargne et des investissements, qui sont avant façonnées tout par des facteurs structurels, par des politiques macroéconomiques et par des bouleversements au niveau macroéconomique. Des facteurs structurels comme la démographie et la dotation de certains facteurs (exportateurs de pétrole), les politiques macroéconomiques comme les politiques budgétaires et monétaires et les bouleversements comme la pandémie de COVID-19 et la grande crise financière peuvent chacun influencer de manière considérable sur les déséquilibres de la balance courante. L'amortissement des chocs de transition peut par exemple entraîner des ajustements de la balance courante qui améliorent le bien-être.

10. Les politiques industrielles et les pratiques non commerciales affectent les déséquilibres sectoriels qui concernent les échanges commerciaux de biens et de services. Leur impact sur les déséquilibres mondiaux est moins marqué.

Les politiques industrielles et les pratiques non commerciales présentent de multiples facettes. Certaines sont « microéconomiques » et visent un secteur ou une chaîne de valeur très spécifiques (subventions ciblées), alors que d'autres, davantage « macroéconomiques », affectent des pans plus larges de l'économie, comme les crédits bon marché ou les terrains sous-évalués, dans l'objectif de relancer des secteurs entiers.⁴ Si les pratiques non commerciales « macroéconomiques » n'affectent pas forcément à elles seules les déséquilibres mondiaux, elles le peuvent toutefois lorsqu'elles se conjuguent à une demande intérieure faible (Obstfeld (2026), encadré 2). L'impact des politiques industrielles sur les déséquilibres mondiaux doit faire l'objet d'études, notamment pour une meilleure évaluation des politiques industrielles et des pratiques non commerciales (OCDE (2024)).

11. Les taux de change à eux seuls ne provoquent pas d'importants déséquilibres persistants.

Pour que les taux de change aient des effets à long terme, ils doivent être soutenus par un ensemble sous-jacent de politiques macroéconomiques. Les dynamiques d'épargne et d'investissement (forgées par les politiques budgétaire,

⁴ Certaines taxes ou subventions pigouviennes sont bénéfiques car elles corrigent les défaillances du marché.

monétaire et financière) peuvent induire des fluctuations du taux de change réel qui renforcent le déficit ou l'excédent courant. En conséquence, l'appréciation du taux de change réel n'est pas une condition préalable pour qu'un pays affiche un déficit courant. De précédents épisodes de déséquilibres mondiaux excessifs illustrent ce point. Au début des années 80, le taux de change réel du dollar américain a été fortement apprécié malgré le creusement du déficit courant des États-Unis, en raison d'une politique budgétaire expansionniste conjuguée à une politique monétaire restrictive. À l'inverse, au cours des années 2000, le dollar s'est affaibli alors que le déficit américain atteignait des niveaux historiques (-6 % du PIB en 2006), conséquence d'une période de déréglementation dans le secteur financier et d'importants flux bruts transfrontières de capitaux associés à une demande mondiale accrue en actifs sûrs.

12. De la même manière, les changes flottants, bien que souhaitables, ne garantissent pas l'autolimitation des déséquilibres mondiaux. Ils ne font qu'équilibrer la balance des paiements, en alignant les déficits courants sur les entrées nettes de capitaux souhaitées, ainsi que les excédents courants sur les sorties nettes de capitaux souhaitées (Obstfeld (2026)). Lorsque les taux de change nominaux sont administrés, les taux de change réels s'ajustent au fil du temps pour équilibrer les marchés par l'ajustement du prix des marchandises, comme c'est le cas aujourd'hui en Chine où les répercussions de la crise du marché de l'immobilier affectent les secteurs ne faisant pas l'objet d'échanges. Ce phénomène conjugué à des politiques macroindustrielles provoque une chute du prix des biens industriels, qui contribue à la dépréciation du taux de change réel chinois. Une plus grande flexibilité du taux de change du yuan chinois (CNY) serait néanmoins souhaitable, comme l'indiquent les consultations menées par le FMI avec la Chine au titre de l'Article IV (2026).

13. Depuis 2022, le renforcement des déséquilibres mondiaux s'est accompagné d'une appréciation du dollar des États-Unis et de l'euro, et d'une dépréciation du yuan chinois (graphique A3), situation qui a aggravé les déséquilibres et alimenté le sentiment protectionniste. La Chine est presque entièrement responsable de l'appréciation réelle de l'euro depuis 2021, alors que la zone euro et les structures d'exportation chinoises sont de plus en plus semblables, ce qui accroît la pression concurrentielle (BCE, 2025). La situation aux États-Unis, dans la zone euro et en Chine fait écho aux années 80, lorsqu'un dollar très puissant, un yen faible et la progression du protectionnisme avaient marqué une période d'escalade des tensions commerciales. D'importants enseignements sont à tirer de cette période : les fluctuations des taux de change nominaux seules (même les plus importantes) ne peuvent corriger les déséquilibres mondiaux. Après les accords du Plaza, les ajustements monétaires et budgétaires opérés par le Japon ont été déterminants dans le rééquilibrage qui a suivi (voir encadré 3).

14. Il n'est pas nécessaire d'enregistrer un déficit courant pour émettre une monnaie

internationale. Le Royaume-Uni présentait un excédent courant pendant la période de l'étalon-or, tout comme les États-Unis pendant la période régie par les accords de Bretton Woods ainsi qu'une partie de la période marquée par des taux flottants. Le statut de monnaie de réserve n'implique pas l'émission d'une grande quantité d'actifs sûrs détenus à l'étranger. Cela signifie seulement que le stock brut des passifs extérieurs sûrs est important, mais ces passifs peuvent être annulés par des actifs extérieurs bruts, ce qui se traduit par une position extérieure nette ou positive. La Suisse enregistre continuellement des excédents courants bien qu'elle émette de la monnaie de réserve, alors que la Nouvelle-Zélande présente des déficits courants persistants bien qu'elle n'en émette pas.

15. Sauf en cas d'extrémité, les tarifs douaniers ne résorbent pas les déséquilibres⁵, mais ils peuvent permettre de rediriger les flux commerciaux bilatéraux par des effets de retombées. Les tarifs douaniers agissent souvent comme un choc d'offre négatif dans les pays qui les imposent. Ils réduisent à la fois l'investissement, qui est moins profitable, et l'épargne, pour atténuer le choc absorbé, pour un impact potentiellement limité sur la balance courante. Le Rapport sur le secteur extérieur du FMI pour 2025 illustre les effets d'équilibre général à l'aide d'une analyse reposant sur un modèle. Il révèle que les tarifs douaniers appliqués aux importations n'ont pas d'impact significatif sur la balance de l'épargne et des investissements et que leurs conséquences à court et à long terme sur la balance courante diffèrent d'une économie majeure à l'autre. Si les tarifs douaniers présentent un effet très limité sur les déséquilibres accumulés pour le pays qui les imposent, ils ont toutefois un impact réel sur les flux commerciaux bilatéraux, en ce qu'ils contribuent à réorienter les échanges commerciaux, à modifier les stratégies d'investissement des entreprises et à redessiner les chaînes de valeur (Clayton et al. (2025)).

16. Les déséquilibres mondiaux excessifs sont la conséquence de stratégies de croissance déséquilibrées adoptées par la Chine, l'Union européenne et les États-Unis. En Chine, une stratégie de croissance axée sur les investissements assortie d'objectifs de croissance au niveau régional a favorisé le secteur manufacturier faisant l'objet d'échanges au détriment de la consommation et du secteur des services qui ne font pas l'objet d'échanges (Huang (2026)). La crise du secteur de l'immobilier en 2021-2022 a entraîné un décrochage de l'investissement et une augmentation de l'épargne, tandis que la consommation des ménages a chuté en raison d'un recul de la richesse immobilière. Cette baisse de l'investissement associée à une progression de l'épargne a entraîné une augmentation de l'excédent courant de la Chine. Dans l'UE, l'absence de politiques visant à soutenir un regain de croissance de la productivité a freiné l'investissement provenant de l'épargne, d'où des excédents courants et des sorties de

⁵ À court terme, les déséquilibres de la balance courante peuvent augmenter en raison des effets d'anticipation budgétaire.

capitaux, en particulier en direction des États-Unis. Aux États-Unis, les déficits budgétaires importants, en particulier après 2019, ont induit une baisse de l'épargne nationale et une augmentation de la dette américaine (Harr and Krogstrup (2026)). Les préférences des investisseurs mondiaux pour les actifs en USD et le dynamisme de l'économie américaine ont soutenu de larges flux de capitaux vers le marché des obligations souveraines américaines, ainsi que vers celui des actions américaines (Milesi-Ferreti (2026)), notamment dans les secteurs liés à l'IA où les cours ont augmenté considérablement et sont source de vulnérabilité.

17. Les risques créés par les stratégies de croissance déséquilibrées du G3 s'aggravent au fil du temps. La Chine rencontre des difficultés liées à l'« involution »⁶, alors que d'importantes pressions concurrentielles coïncident avec un secteur ne faisant pas l'objet d'échanges faibles (services), ce qui limite la croissance de la demande intérieure. Par ailleurs, la Chine risque de « s'écraser contre le mur du protectionnisme » dans plusieurs grands marchés d'exportation, les exportations étant redirigées loin des États-Unis suite à la hausse récente des tarifs douaniers. L'intégration limitée de l'UE fait obstacle à son potentiel de croissance. Comme le souligne le rapport Draghi, il est aujourd'hui essentiel d'investir largement dans la défense, les énergies, la recherche et l'innovation pour mettre fin à la stagnation et restaurer la compétitivité. La dette des États-Unis et les risques budgétaires augmentent en raison de la concentration du risque dans le secteur de l'IA, de cours boursiers élevés et des tensions potentielles sur les marchés de la dette (besoins élevés en termes de refinancement d'obligations souveraines)⁷. La progression des déséquilibres mondiaux affectant la balance courante soulève des risques **pour les pays déficitaires comme pour les pays excédentaires**, qui prennent la forme d'un **affaiblissement de la croissance de la productivité, de guerres commerciales, d'une volatilité du marché et de crises financières. Si ces déséquilibres excessifs et persistants ne sont pas corrigés, les perspectives économiques pourraient considérablement se détériorer.**

D. La mesure des déséquilibres mondiaux excessifs

18. La mesure des déséquilibres mondiaux « excessifs » est une tâche complexe, entreprise notamment par le FMI depuis 2012 dans son évaluation annuelle de la balance extérieure (FMI, 2025). Le FMI évalue des « normes » relatives à la balance

⁶ L'involution désigne une forme de concurrence intense et autodestructrice qui engendre de faibles gains pour l'économie et la société. Elle se manifeste par une bataille des prix, une chute des marges et une pression déflationniste. La concentration de 30 % de la fabrication mondiale en Chine signifie que les effets de retombées internationales sont importants et soulève des inquiétudes quant à la survie des industries dans d'autres zones géographiques.

⁷ La durée de l'encours de la dette publique américaine recule ce qui augmente la sensibilité des coûts d'emprunt face aux politiques de taux d'intérêt menées par la banque centrale. Les turbulences observées sur le marché des obligations souveraines américaines auront d'importantes répercussions au niveau international.

courante dans différents pays. Ces normes comprennent des facteurs macroéconomiques et reflètent la position du personnel du FMI à l'égard des politiques appropriées (plutôt que celles appliquées de fait). Les balances courantes qui sortent du cadre de ces normes sont qualifiées d'« excessives ». En 2024, environ deux tiers de l'écart des balances courantes mondiales, en progression sous l'impulsion de la Chine, des États-Unis et, dans une moindre mesure, de l'UE, a été jugé excessif (graphique A4).

19. Une complexité inhérente et des limitations liées aux données restreignent le degré de précision des évaluations des déséquilibres excessifs. D'importants écarts statistiques sont observés au niveau mondial car tous les déficits correspondant à un excédent ne sont pas identifiés par les données (graphique 1). En outre, les excédents peuvent être mal mesurés lorsque l'ampleur du déséquilibre enregistré dans les données des douanes diffère de celui indiqué par la balance des paiements, comme c'est le cas en Chine (Setser and Sobel (2025), Ma and Wei (2026)). D'importantes incertitudes demeurent en ce qui concerne les variables structurelles (par ex. les projections démographiques (Depalo and Giordano (2025)) et les formes de politiques souhaitables. Les subventions pigouviennes destinées aux politiques vertes par exemple ne causent pas forcément de distorsions car elles peuvent corriger les défaillances du marché. Néanmoins, l'ampleur précise de ces subventions est difficile à cerner. Par ailleurs, la prise en compte d'une position différée des investissements internationaux dans son équation par le FMI peut « normaliser » des excès passés. De plus, une part significative des excès estimés reste sans explication et ne peut être reliée à des distorsions stratégiques déterminées. Le FMI s'efforce actuellement d'améliorer la méthode d'évaluation des déséquilibres.

20. S'il serait souhaitable d'appliquer une méthode d'évaluation plus fiable, notamment en exploitant de meilleures données et des mesures améliorées des pratiques non commerciales, **nous n'avons pas besoin d'estimations très précises pour reconnaître les risques** impliqués par l'aggravation actuelle des déséquilibres mondiaux. Une fois qu'on a compris que des déséquilibres excessifs et persistants de la balance courante s'accompagnent de risques majeurs, il peut être contreproductif de porter une attention démesurée à l'évaluation précise de ces déséquilibres.

E. Recommandations pour réduire les déséquilibres mondiaux excessifs : orientation commune

21. Il est dans l'intérêt individuel et collectif des pays du G3 de rééquilibrer leurs stratégies de croissance, et ainsi de réduire les déséquilibres mondiaux. Les ajustements macroéconomiques améliorant la résilience de la croissance à moyen terme de chaque économie et un recul des déséquilibres mondiaux vont de pair. Dans cette perspective, **une coordination sous la forme simple de mesures simultanées réduira les coûts d'ajustement** de toutes les parties impliquées : les exportations d'un pays sont les importations d'autres pays, de même que les entrées de capitaux d'un pays sont les

sorties d'autres pays. Si, par exemple, les pays excédentaires procédaient à des ajustements, mais que les pays déficitaires ne le faisaient pas, le taux d'intérêt réel augmenterait, et partant le risque financier mondial. Les mesures doivent (i) agir directement sur les équilibres épargne-investissement, (ii) minimiser les retombées négatives, (iii) ne pas s'appuyer exclusivement sur les taux de change, (iv) limiter les risques financiers et (v) réduire les incertitudes dans la gouvernance du commerce et de la finance internationaux. À l'inverse, l'utilisation d'outils inadaptés – comme les droits de douane – peut s'avérer dommageable pour tous.

22. La croissance de la Chine peut être rééquilibrée en renforçant l'investissement dans la population, comme le prévoit le quinzième plan quinquennal chinois.

Pour cela, les autorités publiques devront soutenir la santé et l'éducation, mais aussi renforcer les filets de sécurité sociale pour les ménages. De telles mesures peuvent contribuer à réduire les niveaux élevés d'épargne de précaution des ménages⁸. Simultanément, une réduction des pratiques industrielles indues peut permettre d'améliorer l'allocation des ressources, de réduire les coûts budgétaires et de limiter les retombées négatives internationales (FMI, consultation au titre de l'article IV – Chine (2026)). Des mesures d'assainissent des bilans financiers fragilisés par la crise immobilière contribueraient à soutenir la demande intérieure actuellement morose.⁹ Les autorités régionales doivent par ailleurs être incitées à stimuler la consommation de services plutôt que la production industrielle.¹⁰ Il faut aussi renforcer les politiques de lutte contre l'involution pour éviter que la croissance à moyen terme marque un net déclin, que les pressions déflationnistes s'enracinent et que les partenaires commerciaux ferment leurs marchés aux exportations chinoises. De telles politiques contribueront à réduire les niveaux d'épargne actuellement élevés des ménages et des entreprises. Une réforme des véhicules de financement des autorités locales, afin qu'elles fonctionnent davantage comme des entités de marché, permettrait de réduire les investissements inefficaces à l'origine de déséquilibres entre l'offre et la demande. Une telle réforme créerait des emplois, favoriserait le bien-être des consommateurs, soutiendrait une appréciation réelle du yuan chinois et réduirait les déséquilibres. Enfin, un assouplissement du taux de change serait souhaitable¹¹.

23. L'UE peut augmenter son potentiel de croissance en mettant en œuvre en priorité

⁸ Il peut s'agir de mesures telles que l'extension de l'assurance maladie aux autres membres de la famille ou la gratuité de l'école maternelle.

⁹ La crise du marché immobilier a débuté en 2021-2022. En 2021, le volume des ventes de biens immobiliers neufs était de 17 020 milliards de yuans, soit 14,5 % de PIB ; en 2025, ce volume est tombé à 8390 milliards de yuans, soit 6,0 % du PIB ; en 2022, 2023 et 2024, il a enregistré chaque année une croissance négative.

¹⁰ Sur le plan budgétaire, le système actuel, qui incite les autorités régionales à accroître la production industrielle, pourrait être modifié.

¹¹ Une plus grande flexibilité du taux de change et un assouplissement des contrôles de capitaux ne conduiraient pas nécessairement à une appréciation du yuan à court terme, car l'épargne pourrait s'orienter vers l'étranger.

les recommandations du rapport Draghi visant à approfondir l'intégration des marchés de biens, de services et de capitaux. Les déséquilibres européens tiennent notamment au fait que l'épargne est insuffisamment orientée vers des investissements risqués à haut rendement au sein de l'UE. Le marché européen est du reste trop fragmenté pour soutenir une demande à suffisamment grande échelle pour les entreprises innovantes. Le projet d'Union de l'épargne et de l'investissement doit donc privilégier le capital patient et améliorer les conditions de passage à l'échelle, afin d'accélérer la croissance de la productivité. Ce cadre doit être conçu comme **un plan de financement de l'innovation et de la croissance** venant soutenir les secteurs identifiés dans le rapport Draghi : défense, énergie, technologies profondes et santé.¹² Des investissements ciblés dans des actifs communs, financés par une dette commune, pourraient jouer un rôle important, notamment en augmentant le volume d'actifs sûrs européens, celui-ci constituant le socle de l'intégration des marchés de capitaux. L'UE pourrait également envisager d'améliorer **sa gouvernance des investissements directs étrangers (IDE)** en opérant une distinction claire entre les questions de sécurité nationale et les procédures de criblage standard des investissements. Une augmentation des entrées d'IDE – accompagnées de transferts de technologies – permettrait d'accélérer l'innovation et la croissance de la productivité. Cette stratégie pourrait s'avérer extrêmement efficace, tout comme l'ont été d'autres stratégies similaires par le passé – par exemple les IDE américains en Europe lors de la période de reconstruction de l'après-guerre (Eichengreen, 2026), investissements qui ont généré des retombées positives majeures, ou plus récemment les IDE européens en Chine, qui ont soutenu la modernisation industrielle du pays.

24. Les États-Unis peuvent renforcer la résilience de leur croissance en réduisant leur déficit public et en consolidant leur stabilité financière. La dette publique américaine s'élève à environ 120 % du PIB et devrait continuer d'augmenter pour atteindre près de 140 % du PIB d'ici 2031, les déficits budgétaires demeurant élevés (FMI, consultation au titre de l'article IV (2026)). Des mesures visant à réduire les déficits et à rendre la trajectoire de la dette plus soutenable sont essentielles, et en ligne avec les objectifs des autorités. La hausse de la charge des intérêts, déjà supérieure à 3 % du PIB, érode leur marge de manœuvre budgétaire et limite leur capacité à réagir efficacement à de futurs chocs. Le dynamisme technologique des États-Unis attire d'importants flux de capitaux vers les marchés boursiers et les institutions financières non bancaires (IFNB). Si ce phénomène génère d'importants rendements pour les investisseurs, il accroît également les vulnérabilités : une liquidation massive pourrait fortement réduire l'investissement et la consommation des ménages, mais aussi augmenter les coûts d'emprunt des entreprises, d'autant plus qu'une part croissante des crédits transite par

¹² Entre autres initiatives politiques constructives, citons la création du 28^e régime des entreprises afin d'accélérer l'intégration (rapport Letta, 2024), ainsi que celle de comptes d'épargne et d'investissement individuels à l'échelle de l'UE, afin d'accroître l'offre de capital patient.

des IFNB, qui sont moins transparentes. Garantir le bon fonctionnement des marchés des obligations souveraines américaines et renforcer la supervision des IFNB afin de limiter les risques de liquidité contribuerait à réduire les risques de perturbations financières pouvant avoir des répercussions mondiales. Dans ce contexte, les initiatives politiques visant à établir un cadre réglementaire pour les cryptomonnaies stables constituent une avancée.

25. Les Perspectives de l'économie mondiale du FMI d'avril 2025 modélisent un scénario où la Chine, l'UE et les États-Unis mettent simultanément en œuvre des politiques visant à rééquilibrer la croissance : les États-Unis ajustent leurs dépenses budgétaires, la zone euro accroît les investissements publics et la Chine met en œuvre des réformes visant à stimuler la consommation et à réduire l'épargne de précaution. Dans ce scénario, le PIB mondial augmente de 0,8 % et les soldes des paiements courants mondiaux à moyen terme diminuent d'environ 0,5 point de pourcentage du PIB mondial. Comme ces mesures coordonnées réduisent également les risques financiers liés aux importants déséquilibres mondiaux, leurs bénéfices globaux sont probablement nettement supérieurs à leurs effets directs sur la croissance. À l'inverse, des ajustements asymétriques (par exemple, dans le cas où les pays excédentaires s'ajustent mais où les pays déficitaires s'abstiennent de le faire) risquent de provoquer une hausse des taux d'intérêt mondiaux et d'accroître les risques financiers.

F. Risques liés aux déséquilibres sectoriels

26. Les déséquilibres sectoriels, y compris dans les échanges de biens et services, ainsi que dans les flux financiers bruts, ne se traduisent pas nécessairement par des déséquilibres mondiaux (**encadré 1**). Cependant, s'ils sont importants, ils peuvent **alimenter des pressions protectionnistes et accroître les risques en matière de sécurité et de stabilité financière**.

27. Le soutien politique au commerce des biens et services s'affaiblit à mesure que les griefs contre la mondialisation s'intensifient et que les priorités politiques évoluent. Les États-Unis imposent désormais des droits de douane à la quasi-totalité de leurs partenaires commerciaux, tout en négociant des accords commerciaux bilatéraux sur mesure, ce au détriment de cadres multilatéraux plus larges. L'excédent commercial record de la Chine sur les biens en 2025, ainsi que la réorientation de ses exportations des États-Unis vers des marchés tiers en réaction aux droits de douane accroissent encore les tensions. Dans le même temps, la forte concentration d'intrants critiques – comme les semi-conducteurs et les terres rares – dans un petit nombre de pays amplifie les inquiétudes des pays concernant leur sécurité nationale et accroît les risques stratégiques liés aux perturbations des chaînes d'approvisionnement.

28. Les risques financiers augmentent en raison de l'exposition concentrée des investisseurs mondiaux aux actifs liés à l'IA, ainsi qu'aux intermédiaires financiers

non bancaires (IFNB), lesquels sont peu réglementés. Au cours des quinze dernières années, les capitaux internationaux se sont de plus en plus orientés vers les marchés boursiers américains. La surperformance marquée des actions américaines et la vigueur persistante du dollar ont porté le passif net des États-Unis au niveau sans précédent de 90 % du PIB. La concentration dans le secteur des technologies est particulièrement prononcée : les entreprises surnommées les « Magnificent Seven » représentent aujourd’hui approximativement 35 % de l’indice S&P 500 et 20 % des indices boursiers mondiaux. Alors que l’IA est vraisemblablement une technologie profondément transformatrice, la forte incertitude quant à la rentabilité de ce secteur peut générer une dynamique d’expansion et de contraction comparable à celle de la bulle Internet, avec des effets potentiellement considérables sur la richesse à l’échelle mondiale. Les valorisations boursières sont aujourd’hui historiquement élevées, les estimations des primes de risque sur les actions américaines sont même inférieures à celles observées à la veille de la crise financière mondiale (Fed, 2025) et les écarts de taux sur les obligations d’entreprises demeurent bas. Les primes de risques dans la zone euro sont également contenues (BCE, 2025). Ces conditions financières sont notablement favorables, malgré des risques géopolitiques accrus. Dans le même temps, les IFNB assument un rôle systémique mondial de plus en plus important (Milesi-Ferretti, 2026 ; Harr et Krogstrup, 2026). La présence croissante de ces intermédiaires – en particulier des fonds spéculatifs fortement endettés – sur les marchés clés accroît les risques de fortes fluctuations des prix.

29. Ces tensions affectent tous les pays, tant sur le plan commercial que financier, soulignant la nécessité de mettre en place des cadres de gouvernance internationale adaptés.

G. Recommandations en matière de déséquilibres sectoriels : gérer les tensions dans le commerce et la finance

A. Commerce et OMC

30. **Les tensions commerciales sectorielles nécessitent une gestion pragmatique, par une gouvernance conforme aux principes de l’OMC.** Si les tensions commerciales actuelles sont complexes, les difficultés ne sont pas nouvelles. Au terme de près de cinquante ans de négociations dans le cadre du GATT, l’OMC a été créée en 1995 dans le but de soutenir le commerce mondial, tout en restant lucide quant aux implications politico-économiques de l’intégration commerciale.

31. **La mise en œuvre efficace des « soupapes de sûreté » de l’OMC est essentielle pour maintenir un commerce mutuellement bénéfique.** L’objectif clé du système du GATT et de l’OMC est de fournir aux pays une plateforme pour négocier des accès aux marchés réciproques et mutuellement avantageux. Le principe de la nation la plus favorisée (NPF) sous-tend ce processus en garantissant que les concessions accordées à

un partenaire commercial sont automatiquement étendues à tous les autres, évitant ainsi à chaque pays de devoir négocier des accords bilatéraux avec chacun de ses partenaires. Ainsi, l'accès aux marchés négocié ne peut être remis en cause par des accords préférentiels qui seraient négociés par ailleurs. Le principe de la NPF fonctionne efficacement lorsque les pays adoptent des politiques transparentes, fondées sur le marché, pour définir leurs régimes commerciaux. Des difficultés surviennent en cas d'effets inattendus tels qu'une forte hausse des importations nuisant à l'industrie d'un pays importateur ou d'échanges de certains produits avec divers pays entraînant des risques pour la sécurité nationale. Des difficultés apparaissent également lorsque certains pays recourent à des pratiques non commerciales qui faussent la concurrence et compliquent la négociation d'accords équilibrés et réciproques. **L'OMC dispose déjà des outils nécessaires pour faire face à ces enjeux. Désormais, il convient de mettre en place des réformes visant à améliorer l'efficacité de ces outils, afin de préserver le principe de la NPF.**

- 32. Il est essentiel de renforcer la mise en œuvre de la clause de sauvegarde de l'OMC afin de préserver un système commercial ouvert et politiquement viable.** La clause de sauvegarde – article XIX du GATT et Accord de l'OMC sur les sauvegardes – est conçue comme une soupape de sûreté pour la libéralisation des échanges. Elle permet aux gouvernements, **à titre temporaire**, d'augmenter les droits de douane au-delà des niveaux consolidés lorsqu'une industrie nationale subit de graves préjudices en raison d'une forte concurrence des importations. Des restrictions quantitatives (quotas) peuvent également être mises en place sous certaines conditions. Ce mécanisme permet aux négociateurs de consentir à des concessions plus importantes, sachant qu'ils disposent ensuite d'un moyen juridique d'intervenir si la libéralisation de leur marché entraînait des effets négatifs imprévus. Comme le soulignent Sykes (2003) et Hoekman et Mavroidis (2023), les mesures de sauvegarde constituent des réponses temporaires – des « bouffées d'oxygène » – pour éviter que les coûts politiques de l'ouverture ne contrebalancent ses bénéfices à plus long terme. Un tel mécanisme est vital pour maintenir le soutien politique en faveur d'un régime commercial ouvert.
- 33.** L'utilisation effective de la clause de sauvegarde est toutefois entravée par plusieurs facteurs. Les critères juridiques permettant de déterminer dans quels cas les mesures de sauvegarde sont justifiées sont insuffisamment clairs (Sykes (2003), Hoekman et Mavroidis (2023)). De plus, les enquêtes sur les produits requises par les règles actuelles sont longues et lourdes. Ces obstacles procéduraux et juridiques rendent l'instrument de sauvegarde moins facile à utiliser en pratique que cela ne l'était initialement prévu. Du reste, il semblerait opportun de modifier la clause afin de permettre aux pays d'intervenir **au niveau d'un secteur entier**, au lieu d'imposer la réalisation d'enquêtes sur des produits individuels, à la définition étroite.

- 34. Les dérogations au principe de la NPF sont également autorisées par l'article XXIV**

du GATT, qui permet aux pays de conclure des accords de libre-échange avec un sous-ensemble de ses membres, accords pouvant réduire à zéro les droits de douane sur une part considérable des échanges. Ce mécanisme préserve les avantages de la NPF tout en autorisant des dérogations favorisant une libéralisation accrue des échanges.

- 35. Les inquiétudes en matière de sécurité nationale** sont des préoccupations légitimes **prévues par l'article XXI du GATT**. Cependant, il existe un risque que cet article soit invoqué arbitrairement, en l'absence de toute menace réelle pour la sécurité nationale, dans le but de pénaliser des partenaires commerciaux. Une approche préservant les principes clés de l'OMC pourrait être la suivante : **pour un ensemble de produits strictement défini** et jugé essentiel pour la sécurité nationale, un pays pourrait relever ses droits de douane uniformément, à l'égard de tous ses partenaires commerciaux, puis les ramener à zéro pour un groupe d'alliés de confiance. Une telle approche s'inscrirait dans l'esprit de l'article XXIV.
- 36.** Les dérogations au principe de la NPF sont prévues par **l'article VI (antidumping) et l'article XVI (droits compensateurs) du GATT**. L'article XVI repose sur une définition étroite des subventions et exclut les politiques telles que le crédit bon marché ou la mise à disposition de terrains à bas coût, qui constituent des pratiques non commerciales largement répandues. Pour que cette politique soit efficace, il faudrait **élargir la définition du soutien au titre des politiques industrielles**. Cela nécessitera un important travail d'analyse des données, dans la continuité des travaux engagés par l'OCDE (OCDE (2024)).
- 37.** Enfin, il est important de **rétablir le fonctionnement de l'Organe d'appel**. Les propositions de Sykes (2024) sur la structure optimale du mécanisme d'appel, ainsi que celles de Grossman et Sykes (2025), sur la politique industrielle et les subventions, peuvent être utiles à cette fin.

B. Finance et FMI + CSF

- 38.** Les risques du secteur financier doivent être gérés au moyen **de mesures prudentielles et d'une coopération internationale concernant la fourniture de liquidités**.
- 39. Les politiques prudentielles sont entravées par le manque de données sur les expositions transfrontières des IFNB, ainsi que sur les liens entre les IFNB et le secteur bancaire.** Il est important d'accroître la transparence sur ces expositions afin de mieux évaluer l'adéquation de la capacité d'absorption des pertes et de la liquidité du système financier. Le Conseil de stabilité financière (CSF) a commencé à combler le manque de données relatives aux IFNB (CSF (2025b)), et ce bien que l'absence de données actualisées, entité par entité, entrave le suivi des expositions transfrontières et des vulnérabilités systémiques. Le CSF pourrait par ailleurs jouer un rôle important en contribuant à **l'élaboration de tests de résistance** adaptés à la fois aux IFNB et aux banques. L'exercice System Wide Exploratory Scenario (SWES) de la Banque d'Angleterre

constitue une avancée utile en ce sens. Le rôle croissant des flux et des plateformes de cryptomonnaies, ainsi que leurs interconnexions avec le système financier traditionnel, méritent également l'attention du CSF et de la Banque des règlements internationaux (BRI). Étant donné l'importance des territoires offshore pour les IFNB et les acteurs des cryptomonnaies, le renforcement de la transparence des activités sur ces territoires et la lutte contre l'arbitrage réglementaire doivent devenir une priorité.

40. Plus généralement, l'élaboration de dispositifs permettant de fournir des liquidités internationales en cas de crise, dans un monde de plus en plus multipolaire et fragmenté, doit constituer une priorité.

H. Institutions et surveillance

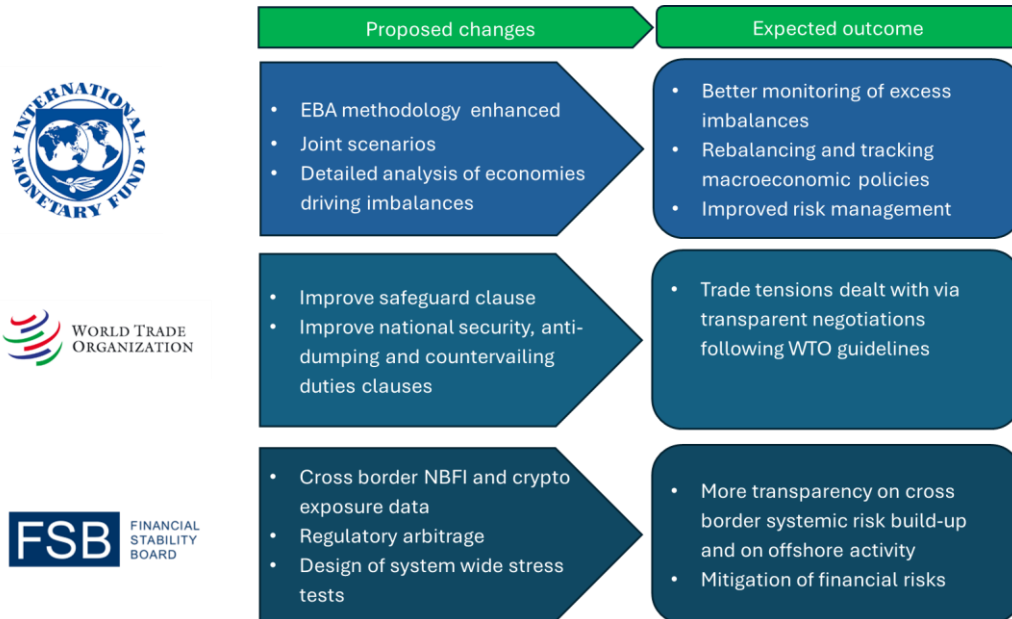
41. Compte tenu de l'efficacité limitée des précédentes initiatives (telles que le processus d'évaluation mutuelle (PME) du G20) en raison d'un manque d'institutionnalisation, **il serait plus pragmatique de mettre en place une plus grande coopération entre les enceintes internationales existantes** dont les mandats sont complémentaires, à savoir le FMI, l'OMC, la BRI, le CSF et l'OCDE.

42. **Le FMI joue un rôle central dans l'évaluation des déséquilibres mondiaux excessifs** et dans la surveillance bilatérale et multilatérale. Par conséquent, l'examen en cours de la méthodologie d'évaluation des déséquilibres extérieurs (EBA) est à la fois opportun et nécessaire au renforcement de la crédibilité de ces analyses. Pour renforcer la surveillance, le Rapport sur le secteur extérieur pourrait se concentrer explicitement sur les principales économies responsables des déséquilibres mondiaux, proposer une analyse plus poussée de leurs engagements politiques et suivre les progrès réalisés. Les trajectoires politiques devraient être conformes aux recommandations de l'article IV. Dans le cadre de son mandat multilatéral, le FMI pourrait également mettre au point des scénarios d'ajustement conjoints quantifiant à la fois les bénéfices d'une coopération en matière de mesures politiques et les risques d'un règlement désordonné des déséquilibres mondiaux. Ces scénarios pourraient inclure expressément les dynamiques de fragmentation et évaluer leurs possibles impacts sur la croissance et la stabilité mondiales. Enfin, la fourniture de liquidités dans un monde de plus en plus fragmenté nécessite une attention particulière, notamment en ce qui concerne la pertinence des filets de sécurité existants et la conception appropriée de nouveaux instruments.

43. **L'OMC reste essentielle pour soutenir un commerce mondial mutuellement bénéfique.** Toutefois, remplir ce rôle nécessitera des réformes. Même s'il existe plusieurs instruments permettant de répondre aux griefs des membres, leur efficacité actuelle reste limitée, ce qui réduit la capacité du système à gérer les conflits et à empêcher leur escalade. Le processus de consultation en cours sur les instruments de l'OMC et sur les dispositifs de gouvernance nous offre une occasion importante de relancer les efforts de réforme et de rétablir la confiance dans le système commercial multilatéral.

- 44. Le FMI, l'OMC et le CSF pourraient collaborer sur la question des déséquilibres mondiaux et sectoriels, tout en bénéficiant des contributions de l'OCDE et de la BRI. Alors que les politiques macroéconomiques et sectorielles sont de plus en plus étroitement liées, un renforcement de la coopération entre les institutions multilatérales est nécessaire.** Les règles de l'OMC s'appuient sur des engagements de non-discrimination et d'accès au marché. L'OMC définit l'éventail des réponses possibles lorsque les ajustements et la coordination macroéconomiques échouent mais elle n'a aucun mandat macroéconomique, tandis que le FMI n'a aucun pouvoir coercitif concernant les distorsions commerciales. Cette séparation institutionnelle pourrait empêcher la tenue de dialogues constructifs autour des politiques susceptibles d'atténuer les tensions présentes dans l'économie mondiale. Par exemple, certains instruments de l'OMC pourraient contribuer à amortir les variations brutales du commerce lors d'une période d'ajustement macroéconomique. Les évaluations du secteur extérieur du FMI pourraient systématiquement contribuer aux examens des politiques commerciales de l'OMC en fournissant des informations sur le contexte macroéconomique des résultats commerciaux. À l'inverse, les distorsions commerciales persistantes identifiées dans le cadre de l'OMC pourraient être incluses dans la surveillance du FMI comme possibles sources de déséquilibre. Les retombées macro financières identifiées par le FMI pourraient être intégrées aux analyses systémiques des risques menées par le CSF (Papakonstantinou (2026)). Le CSF et la BRI peuvent compléter la vision macroéconomique du FMI sur la question des flux financiers en identifiant les vulnérabilités systémiques liées aux déséquilibres. La poursuite de la collaboration entre le FMI et le CSF sur l'évaluation de l'impact des changements dans la réglementation financière et des nouvelles classes d'actifs, y compris les crypto monnaies, sur la prise de risques, l'effet de levier et les expositions transfrontières du secteur financier, contribuerait à atténuer les risques de crises et de propagation.
- 45.** Un plus grand échange d'informations pourrait permettre d'atténuer les tensions et d'améliorer la compréhension des retombées transfrontières. Afin de renforcer la coopération entre les pays et les institutions, il serait utile de répertorier, classifier et quantifier systématiquement les effets des instruments politiques utilisés par les pays pour gérer les déséquilibres mondiaux et sectoriels. Les possibles effets et retombées macroéconomiques pourraient être identifiés en collaboration avec l'OMC par le biais d'un comité commun dédié.

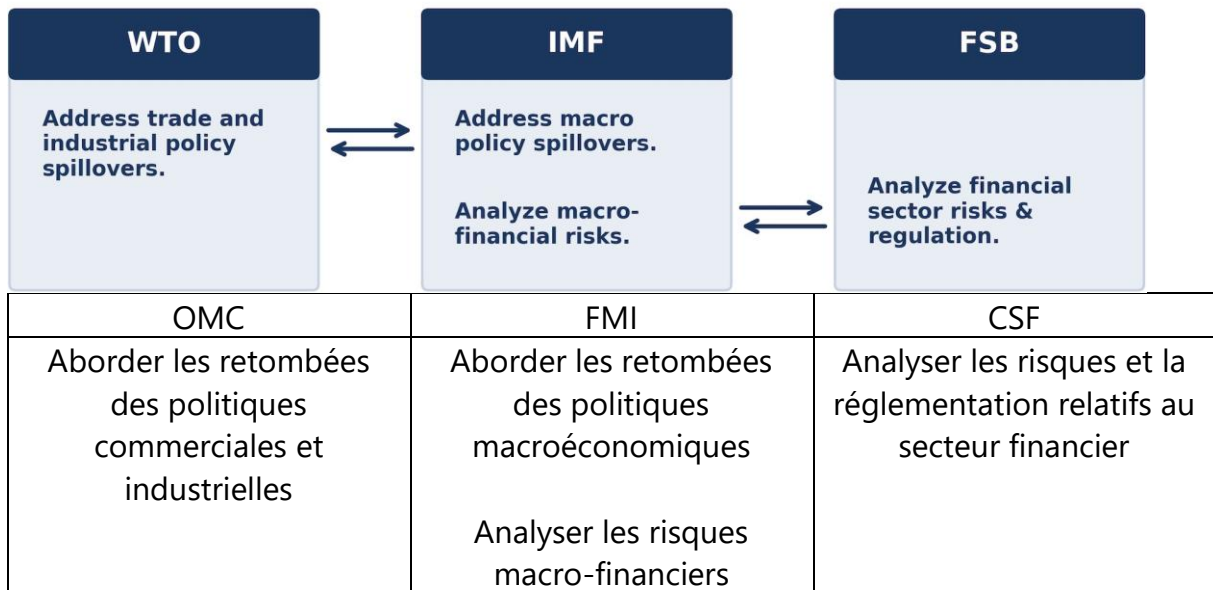
Institutions de gouvernance économique internationale



Réformes proposées	Résultats attendus
<ul style="list-style-type: none"> Renforcement de la méthodologie EBA Scénarios communs Analyse approfondie des économies à l'origine des déséquilibres 	<ul style="list-style-type: none"> Meilleur suivi des déséquilibres excessifs Rééquilibrage et suivi des politiques macroéconomiques Amélioration de la gestion des risques
<ul style="list-style-type: none"> Renforcement des clauses de sauvegarde Renforcement des clauses relatives à la sécurité nationale, à l'anti-dumping et aux droits compensateurs 	<ul style="list-style-type: none"> Gestion des tensions via des négociations transparentes conformes au règlement de l'OMC
<ul style="list-style-type: none"> Données sur les expositions transfrontières des IFNB et aux crypto-actifs Arbitrage réglementaire Conception de tests de résistance à l'échelle du système financier 	<ul style="list-style-type: none"> Transparence accrue sur l'accumulation des risques systémiques transfrontières et sur les activités off-shore Atténuation des risques financiers

Coopération renforcée entre les institutions

Enhanced Cooperation Across Institutions



Encadré n° 1. Compte courant et balance des paiements : rappel

1. Déséquilibres « mondiaux » et « sectoriels »

Déséquilibres mondiaux

- Se réfèrent au solde du **compte courant (CC)** d'un pays.
- Renvoient également à leur contrepartie en stock : la **position extérieure nette (PEN)**, qui mesure la différence entre l'actif et du passif extérieurs d'un pays au prix du marché.

Déséquilibres sectoriels

Sur le plan commercial : déséquilibres dans des **secteurs spécifiques de biens ou de services** (par exemple, exportations de produits manufacturés, exportations de services financiers).

Exportations nettes : $XN = X - M$
où X = exportations et M = importations.

Sur le plan financier, déséquilibres dans les **flux bruts d'entrée et de sortie de capitaux**, éventuellement dans certaines classes d'actifs (par exemple, marchés obligataires) ou expositions au risque (par exemple, secteurs liés à l'IA).

Les déséquilibres sectoriels ne provoquent pas forcément des déséquilibres mondiaux.

2. Identité du revenu national :

$PNB = C + I + G + XN + RNE$ où :

- **PNB** = p national brut
- **C** = consommation privée
- **I** = investissement
- **G** = dépenses publiques
- **XN** = exportations nettes
- **RNE** = revenu net de l'étranger

Épargne nationale : $S = PNB - C - G$
Elle peut également être divisée en épargne privée et épargne publique.

Identité clé : $CC = S - I = FNC$ où :

- **CC** = compte courant
- **S - I** = solde épargne - investissement
- **FNC** = flux net de capitaux

Ces identités montrent que le solde extérieur d'un pays est simultanément :

1. En **déséquilibre du compte courant**
2. En **déséquilibre épargne – investissement**
3. En **flux net de capitaux**

3. Flux de capitaux : définitions

Flux nets de capitaux = sorties – entrées

- **Entrées** : achats nets d'actifs résidents par des investisseurs étrangers
 - Exemple : une banque étrangère prête à une entreprise résidente.
 - Les entrées peuvent être négatives si un investisseur étranger vend des actifs résidents à des résidents.
- **Sorties** : achats nets d'actifs étrangers par des investisseurs résidents.
 - Exemple : un ménage achète une obligation d'État étrangère.

4. Flux vs. Stocks

- **Flux** : valeur des transactions transfrontières au cours d'une année donnée
- **Stocks** : valeur de l'actif et du passif extérieurs à un moment donné.
 - Les stocks reflètent l'accumulation des flux passés plus les effets de valorisation (variations des taux de change, prix des actifs).

Position extérieure nette (PEN) :

$PEN = \text{actifs extérieurs} - \text{passifs extérieurs}$

La PEN est la contrepartie en stock du compte courant au prix du marché (en incluant les effets de valorisation) et fournit une mesure de la richesse extérieure ou de l'endettement d'un pays.

Conclusion :

Un déficit du compte courant n'est pas seulement un déséquilibre commercial : il reflète un écart entre l'épargne et l'investissement intérieurs et est financé par les entrées nettes de capitaux, qui s'accumulent progressivement dans la position extérieure nette du pays.

Encadré n°2. Pratiques non commerciales

Les pratiques non commerciales sont par nature difficiles à mesurer. Elles sont pluridimensionnelles (elles incluent les politiques d'allocation de crédit, la fixation des prix du foncier, les subventions ciblées, les incitations fiscales, les règles de commande publique et les préférences réglementaires) et peuvent avoir des objectifs variés, allant de la correction des défaillances du marché à l'acquisition de parts stratégiques du marché. D'importantes lacunes subsistent dans les données concernant leur ampleur et leur intensité, et il serait fort utile de mieux les évaluer (OCDE, 2024).

À l'instar des déséquilibres sectoriels, les politiques industrielles ne se traduisent pas automatiquement par des déséquilibres du compte courant. Ces derniers sont le reflet des conditions macroéconomiques et de l'écart entre l'épargne et l'investissement, et non des interventions ciblées au niveau sectoriel. Comme le souligne Gourinchas et al. (2024), en Chine, les subventions ont été orientées vers certains secteurs (comme les véhicules électriques, les logiciels, les semi-conducteurs et les technologies vertes). Pourtant, l'excédent commercial manufacturier qui en a résulté ne se limite pas à ces secteurs : il est diffus et contribue à l'excédent global du compte courant.

Ce constat soulève une question importante : comment les politiques industrielles ciblant certains secteurs concurrentiels peuvent-elles se traduire par un excédent global du compte courant ?

D'après Obstfeld (2026), le moyen principal repose sur des conditions macroéconomiques d'ensemble. Lorsque la politique industrielle relance le secteur manufacturier, une faible demande intérieure simultanée peut permettre aux exportations nettes d'augmenter sans provoquer de tensions inflationnistes. Une faible consommation des ménages et un secteur immobilier modéré limitent l'inflation et l'expansion du secteur ne faisant pas l'objet d'échanges et facilitent l'émergence d'un excédent du compte courant. Dans le cas de la Chine, la baisse de la consommation des ménages et de l'investissement immobilier suite à la crise immobilière de 2021-2022 a non seulement permis de contenir l'inflation, mais a également alimenté des pressions déflationnistes. La sous-évaluation du yuan en termes réels renforce cette configuration macroéconomique.

Plus important encore, même lorsque les politiques industrielles n'ont pas d'effet sur le solde agrégé du compte courant d'un pays, de fortes augmentations des échanges commerciaux dans certains secteurs peuvent néanmoins entraîner des perturbations à l'étranger. Dans le cadre des règles établies par l'OMC, les pays confrontés à de telles variations peuvent légitimement envisager des mesures de réponse, que ce soit pour des raisons d'économie politique ou en raison d'inquiétudes relatives à l'efficacité et au dynamisme. L'extinction de certains secteurs d'activité dans certaines régions peut avoir des conséquences sur les capacités d'innovation et les écosystèmes productifs sur le long terme.

Encadré n°3. Enseignements tirés des accords du Plaza

Au début des années 1980, la politique monétaire restrictive des États-Unis ainsi que leur politique budgétaire expansionniste ont abouti à des taux d'intérêt réels très élevés et à une forte appréciation du dollar américain (plus de 35 % entre 1980 et 1985). Ce dollar fort a creusé le déficit du compte courant américain et a fragilisé le secteur manufacturier, alimentant les pressions politiques en faveur du protectionnisme.

Par conséquent, les États-Unis et les autres pays du G5 (la France, l'Allemagne, le Japon et le Royaume-Uni) ont signé les accords du Plaza le 22 septembre 1985, s'accordant sur le fait qu'une dépréciation ordonnée du dollar était souhaitable et s'engageant à intervenir sur le marché des changes de manière coordonnée. Le principal objectif de cette initiative était de réduire les déséquilibres mondiaux et d'empêcher la progression des pressions protectionnistes aux États-Unis. Les accords ont effectivement permis de faire baisser le dollar assez rapidement. Néanmoins, ils se sont révélés moins efficaces pour parvenir à un ajustement macroéconomique durable. Le déficit du compte courant américain a continué de se creuser, atteignant un pic en 1987, et la coordination des politiques budgétaires et structurelles entre les grandes économies est restée limitée. Au fil du temps, l'ajustement s'est opéré par le biais de la combinaison de la dépréciation du dollar, de changements politiques économiques et d'évolutions conjoncturelles (y compris une récession), plutôt qu'à travers un ensemble de mesures de réformes. En somme, les accords du Plaza ont permis de rectifier la surévaluation du dollar et de réduire les tensions politiques immédiates, mais ils n'ont pas à eux seuls résolu les causes structurelles profondes responsables des déséquilibres mondiaux (Obstfeld (2026)).

La leçon essentielle à tirer de l'expérience japonaise est que les déséquilibres mondiaux ne peuvent pas être résolus uniquement par le biais des taux de change ou des mesures commerciales coercitives (Hoshi (2026)). Ils nécessitent :

- Des ajustements structurels durables à la fois dans les pays excédentaires et déficitaires,
- Des réformes de la politique intérieure alignées sur la croissance sur le long terme,
- Une coopération internationale pour éviter la montée du protectionnisme pendant la mise en œuvre des réformes

Suite à la forte appréciation du yen, l'assouplissement prolongé de la politique monétaire japonaise a conduit à des bulles d'actifs et finalement à la crise financière japonaise. La mesure de relance monétaire a initialement permis d'éviter une récession, mais en l'absence d'un resserrement opportun et de réformes structurelles, elle a contribué à l'instabilité financière.

Bibliographie

- Auboin, Marc, Bekkers, Eddy, Ossa, Ralph et Smith, Donal (2025) : Les déséquilibres commerciaux et les limites de la politique commerciale (OMC)
- Avdjiev, Stefan, Kristin Forbes, Tsvetelina Nenova et Marjorie Santos. (2026). "Global Imbalances in a Post-Exorbitant Privilege World: Spillovers and Vulnerabilities"
- Airaudo, Florencia, de Soyres, François Gaillard, Alexandre Santacreu et Ana Maria (2025) : Recent Evolutions in the Global Trade System: From Integration to Strategic Realignment (ECB Forum on Central Banking)
- Bank for International Settlements (2025) : *Financial conditions in a changing global financial system*, chapter 2. BIS Annual Economic Report, juin
- Bank of England (2025) : Bank of England launches system-wide exploratory scenario exercise focused on private markets.
- Bénassy-Quéré, Agnès (2026) : Déséquilibres extérieurs courants : de nouveaux habits pour un vieux problème (Banque de France)
- Balakrishnan, Ravi (2026) : Global Imbalances: current state and scenarios for the path ahead (in CEPR Press : Paris Report)
- Bery, Suman (2026) : Reconciling Domestic Goals with Global Adjustment: Challenges for Indian Economic Management (in CEPR Press : Paris Report).
- Cesa-Bianchi, Ferrero, Fornaro, Wolf (2026) : Industrial Policies, Global Imbalances and Technological Hegemony, CEPR Discussion Paper DP 21253
- Chari, Anusha (2026) : Financing Flows to Developing Countries (in CEPR Press : Paris Report).
- Clayton, Christopher, Coppola, Antonio, Maggiori, Matteo et Schreger, Jesse (2025) : Geo-economic Pressure,
- Darvas, Greppi, Mendonca, Reverdy, Sangers et Zettelmeyer (2026) The EU's External Imbalances: Past, Future and Policy (in CEPR Press : Paris Report).
- Depalo, Domenico et Giordano, Claire : Demography and the current account: a case-study of Italy, Banca d'Italia Occasional Papers.
- Draghi, Mario (2024) : L'Avenir de la compétitivité européenne
- Eichengreen, Barry (2026) : Historical perspectives (in CEPR Press : Paris Report).
- European Central Bank (2025) : Financial Stability Review, novembre.
- Federal Reserve Board (2025) : Financial Stability Report, April. Financial Stability Board (2025a), Leverage in NBFIs.
- Financial Stability Board (2025b), Enhancing the Resilience of Nonbank Financial Intermediation: Progress Report.
- Furman, Jason (2026), diapositives, Bruegel at 20 et conférence Paris Report.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Ceyla Pazarbasioglu, Krishna Srinivasan et Rodrigo Valdés. "Les soldes commerciaux de la Chine et des États-Unis sont largement tributaires de facteurs macroéconomiques internes." *IMF Blog*, 12 septembre 2024.
- Gourinchas, Pierre, Gene Kindberg-Hanlon, Manasa Patnam, Lorenzo Rotunno et Michele Ruta (2026) : Global Imbalances, Industrial Policy and Tariffs.
- Harr, Thomas, Krogstrup, Signe (2026) : Global imbalances then and now: Should we be concerned? (in CEPR Press : Paris Report).

Hoekman, Bernard et Mavriodis Petros (2023) : Reassessing the Safeguards Mess.

Hoshi, Takeo (2026) : Global Imbalances Then and Now: Lessons of the Plaza Accord. (in CEPR Press : Paris Report).

Huang , Yiping (2026): Rebalancing the Chinese Economy: Challenges and Policy Options (in CEPR Press : Paris Report).

International Monetary Fund (2025) : Rapport sur le secteur extérieur, juillet

International Monetary Fund (2025) : Perspectives de l'économie mondiale, octobre

Jean, Sebastien (2026) : Global imbalances and industrial policies, (in CEPR Press : Paris Report).

Letta, Enrico (2024): Much More than a Market.

Ma, Chang et Wei, Shang-Jin (2026) : The Chinese Current Account Imbalances: Puzzles, Patterns, and Possible Causes (in CEPR Press : Paris Report).

Emlinger, Charlotte, Isabelle Méjean, Kevin Lefebvre et Vincent Vicard (2026) : EU under Pressure? Exploring Trade Deflection (in CEPR Press : Paris Report).

Milesi-Ferretti, Gian Maria (2026) : The Return of Global Imbalances? The U.S. Case (in CEPR Press : Paris Report).

Millot, V. et Ł. Rawdanowicz (2024) : The return of industrial policies: Policy considerations in the current context, OECD Economic Policy Papers, No. 34.

Moëc Gilles (2026): Stablecoins and global imbalances: attempting to preserve the US exorbitant privilege (in CEPR Press : Paris Report).

Mukhin Dmitry et Oleg Itskhoki (2026) : Global imbalances: a progress report (in CEPR Press : Paris Report).

Obstfeld, Maurice (2012) : Does the current account still matter?, American Economic Review : P&P, 102(3): 1-23.

Obstfeld, Maurice (2026): Global imbalances redux (in CEPR Press : Paris Report).

OCDE (2022) : An Industrial Policy Framework for OECD Countries.

Papaconstantinou, George (2026) : An institutional and governance perspective to understanding external imbalances (in CEPR Press : Paris Report).

Setser, Brad, Sobel Mark (2025) : It's time for China to let the renminbi appreciate sharply.

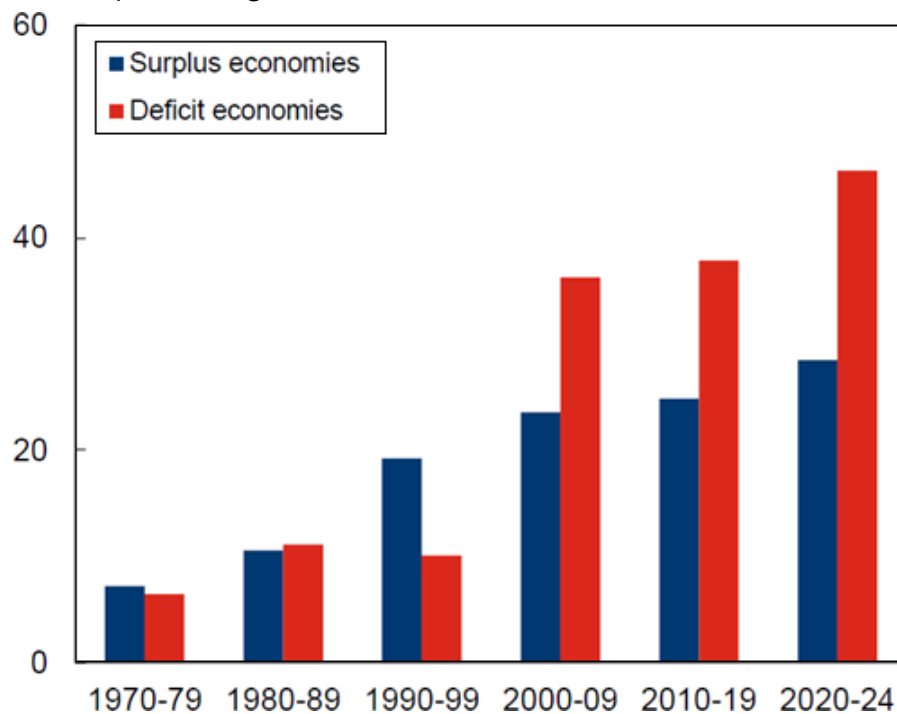
Sykes, Alan (2003) : The Safeguards Mess: A Critique of WTO Jurisprudence.

OMC (2025) : Modelling trade policy uncertainty and changes in tariffs, in : Global Trade Outlook and Statistics, avril, p 22- 29.

Annexe

Graphique A1 : Persistance des déséquilibres de la balance courante

(Part pondérée par le PIB des pays dont les déficits ou les excédents varient de moins d'un tiers en trois ans, en pourcentage)



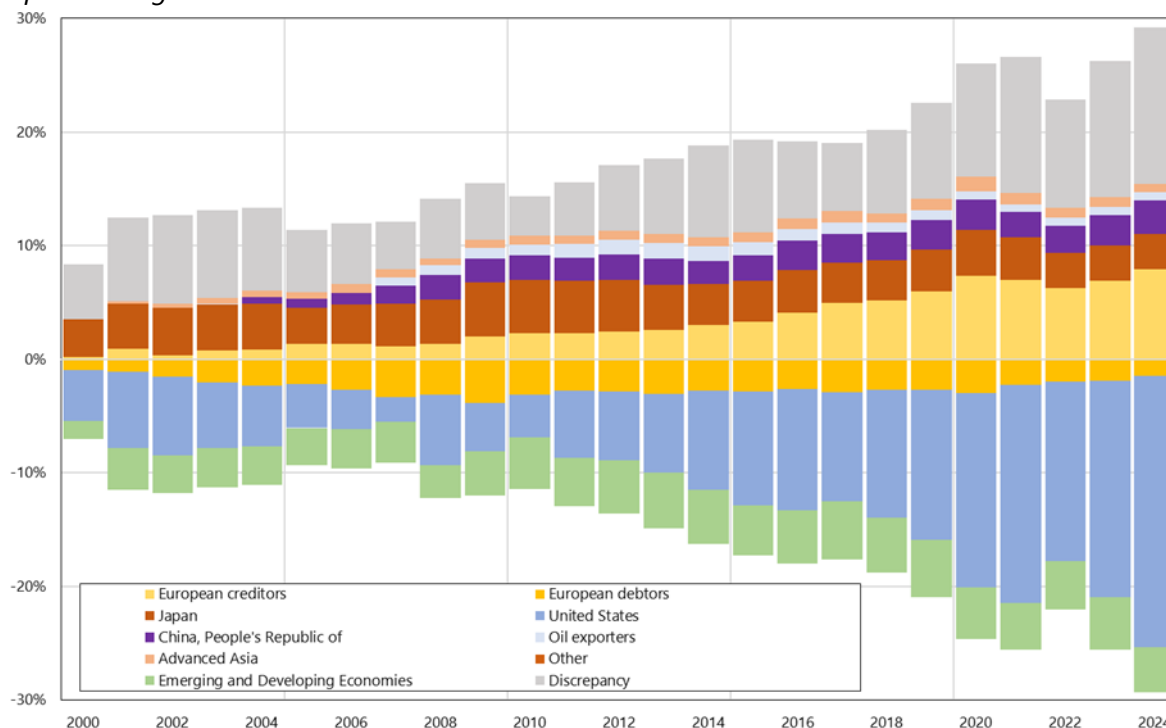
Source : calculs des services du FMI.

Économies excédentaires

Économies déficitaires

Graphique A2 : Positions extérieures nettes

En pourcentage du PIB mondial.

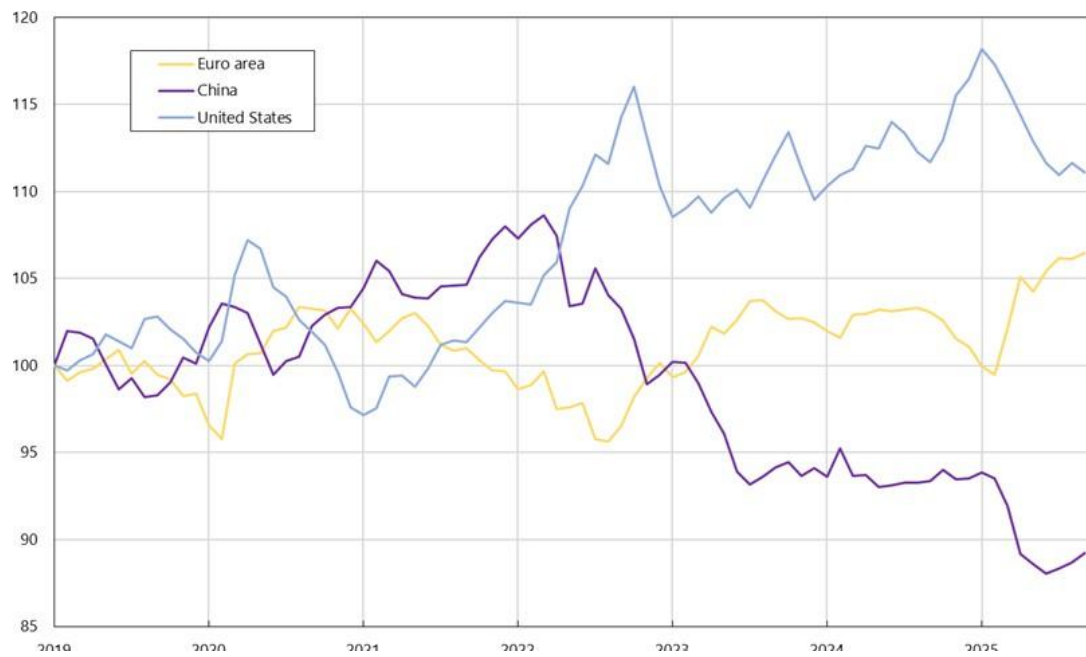


<i>Créditeurs européens</i>	<i>Débiteurs européens</i>
<i>Japon</i>	<i>États-Unis</i>
<i>République populaire de Chine</i>	<i>Exportateurs de pétrole</i>
<i>Pays asiatiques développés</i>	<i>Autres</i>
<i>Économies émergentes et en développement</i>	<i>Écart</i>

Source : Balakrishnan, dans : Paris Report, Centre for Economic Policy Research (2026).

Graphique A3 : Taux de change effectifs réels

2019=100.

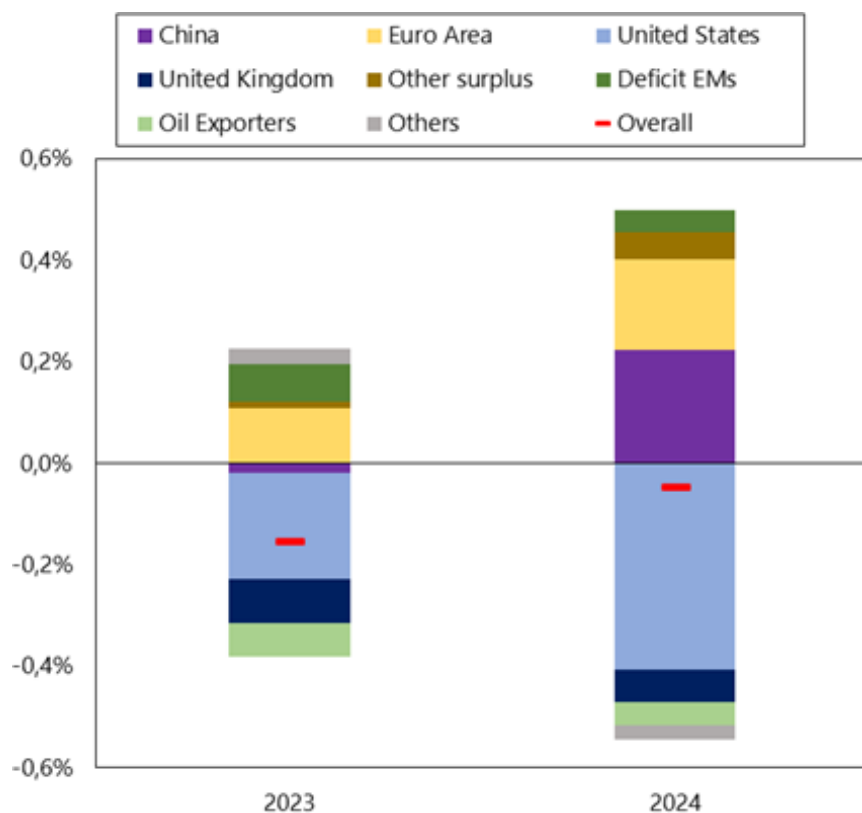


Source : Balakrishnan, dans : Paris Report, Centre for Economic Policy Research (2026).

Zone euro
Chine
États-Unis

Graphique A4 : Excédents de la balance courante

En pourcentage du PIB selon le Rapport sur le secteur extérieur.



<i>Chine</i>	<i>Zone euro</i>	<i>États-Unis</i>
<i>Royaume-Uni</i>	<i>Autres excédents</i>	<i>Économies émergentes déficitaires</i>
<i>Exportateurs de pétrole</i>	<i>Autres</i>	<i>Total</i>

Source : FMI, Rapport sur le secteur extérieur (2025).