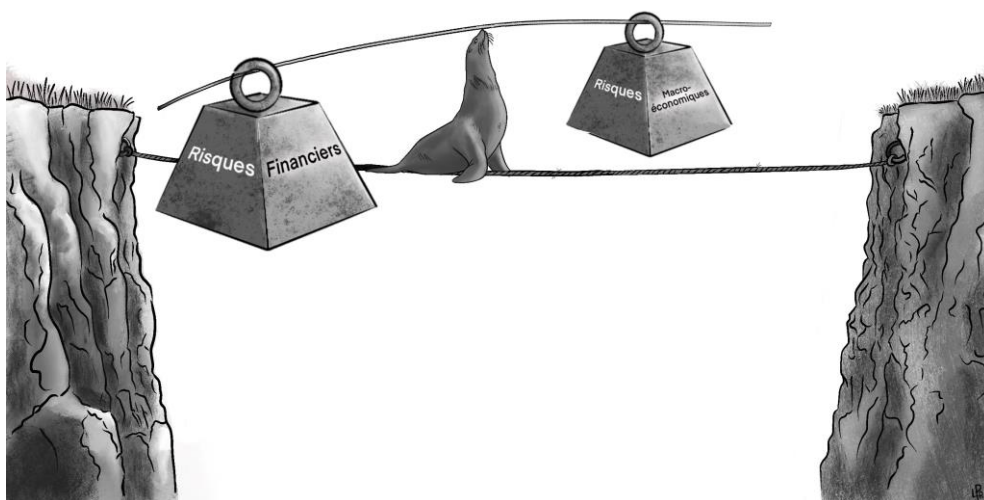


Déséquilibres extérieurs courants : de nouveaux habits pour un vieux problème

Agnès Bénassy-Quéré, janvier 2026



La France vient de prendre la présidence du G7 pour l'année 2026, après le Canada en 2025. Parmi les priorités de la présidence figure en bonne place la résorption des déséquilibres « excessifs » des comptes courants ou, du moins, l'identification des politiques qui permettraient de résorber ces déséquilibres de manière concertée, tout en préservant la croissance dans les pays concernés.

En parallèle, les États-Unis vont assurer la présidence du G20, après l'Afrique du Sud l'an dernier, avec également parmi les priorités la résorption des déséquilibres extérieurs courants.

Pourquoi toute cette agitation au sujet des déséquilibres mondiaux ? Certes, l'administration Trump exerce une forte pression, avec les excès que l'on connaît et des remèdes (les droits de douane) inadaptés. Pour autant, les déséquilibres mondiaux qui s'accumulent posent de sérieuses questions économiques et appellent une réponse coordonnée.

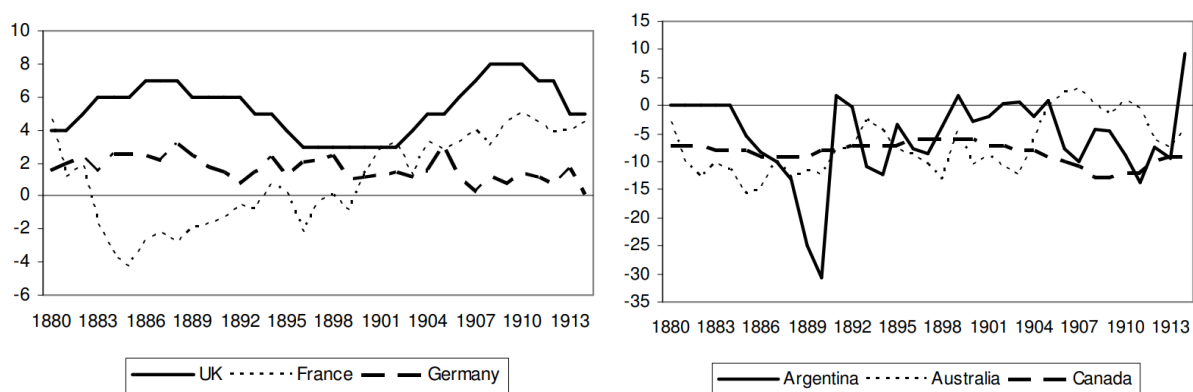
Le sujet n'est pas nouveau

Les déséquilibres de comptes courants sont une conséquence naturelle de la mobilité internationale des capitaux. En l'absence de mobilité des capitaux, il est impossible pour un pays de dépenser davantage que ses revenus courants car il ne peut pas emprunter auprès d'autres pays. Les déséquilibres sont une bonne chose s'ils permettent une meilleure allocation internationale des capitaux. Par exemple, un pays avancé et vieillissant va investir son épargne

dans des pays en développement plus jeunes, où la productivité marginale du capital est plus élevée. Tout le monde y gagne : les épargnants, car la rémunération de leur épargne augmente ; et les emprunteurs, parce que les capitaux étrangers coûtent moins cher que l'épargne domestique (cette dernière étant souvent limitée donc chère).

La première mondialisation financière (1870-1914) illustre bien ce mécanisme, avec des flux de capitaux massifs des pays d'Europe de l'Ouest vers leurs colonies et anciennes colonies. Il s'agissait notamment de financer la construction de chemins de fer et autres infrastructures. Au cours de cette période, l'excédent courant britannique a navigué entre 4 et 8 % du PIB, tandis qu'au Canada, en Australie ou en Argentine, les déficits étaient fréquemment à deux chiffres en pourcentage du PIB (graphique 1). Ces déséquilibres ont perduré plusieurs décennies, mais on voit que la période a été mouvementée pour l'Argentine, à la suite notamment d'un premier défaut souverain, en 1890.

Graphique 1. Excédents et déficits courants durant la première mondialisation financière
(en % du PIB)

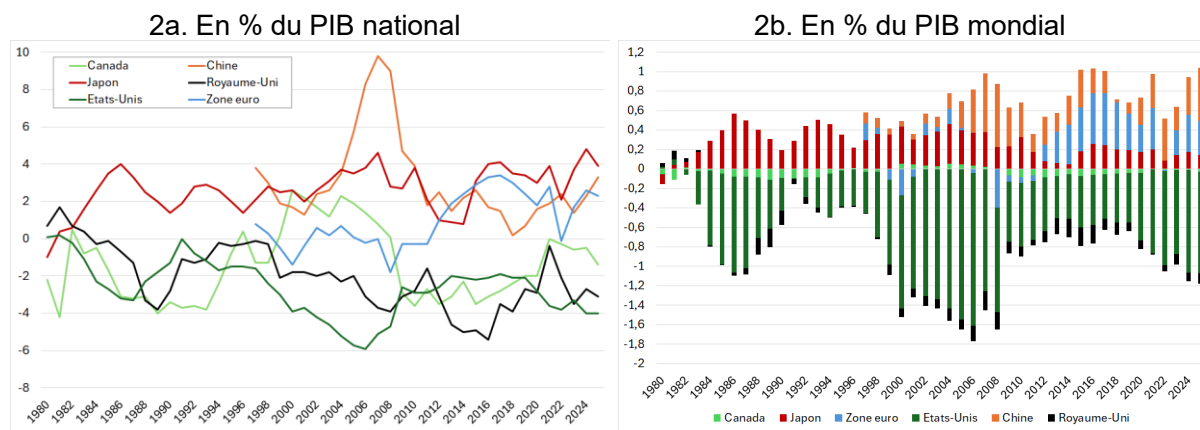


Source : [Bordo \(2006\)](#) citant un livre de Obstfeld et Taylor (2003).

Au XXI^e siècle, les déséquilibres de comptes courants ne paraissent pas, à première vue, différents de ceux du XIX^e : mêmes ordres de grandeur, même persistance (graphique 2a). Toutefois, l'historien [Michael Bordo \(2006\)](#) pointe trois différences : (i) les pays en déficit ne sont plus nécessairement des pays émergents ou à faible revenu (et le pays dominant, les États-Unis, est en déficit, alors que le Royaume-Uni du XIX^e siècle était en excédent), (ii) les flux de capitaux bruts ont explosé par rapport aux flux nets (il y a donc beaucoup de flux de capitaux dans les deux sens, le net étant égal au solde courant), et (iii) le flottement des monnaies devrait théoriquement permettre une résorption plus rapide des déséquilibres, ce qui ne semble guère être le cas.

Vingt ans après Michael Bordo, on peut ajouter que (iv) les déséquilibres persistent, en dépit des efforts du G20 pour les réduire, et (v) l'excédent chinois, qui n'est pas exceptionnel en pourcentage du PIB domestique ([bien que ce point soit débattu](#)), est grandissant en part du PIB mondial (graphique 2b) car le PIB de la Chine est passé de 3 % du PIB mondial en 1997 à 16,6 % en 2025, en dollars courants.

Graphique 2. Soldes extérieurs courants des pays du G7 et Chine, 1980-2025



Source : auteur, à partir des données du Fonds monétaire international.

Pourquoi se préoccuper des déséquilibres ?

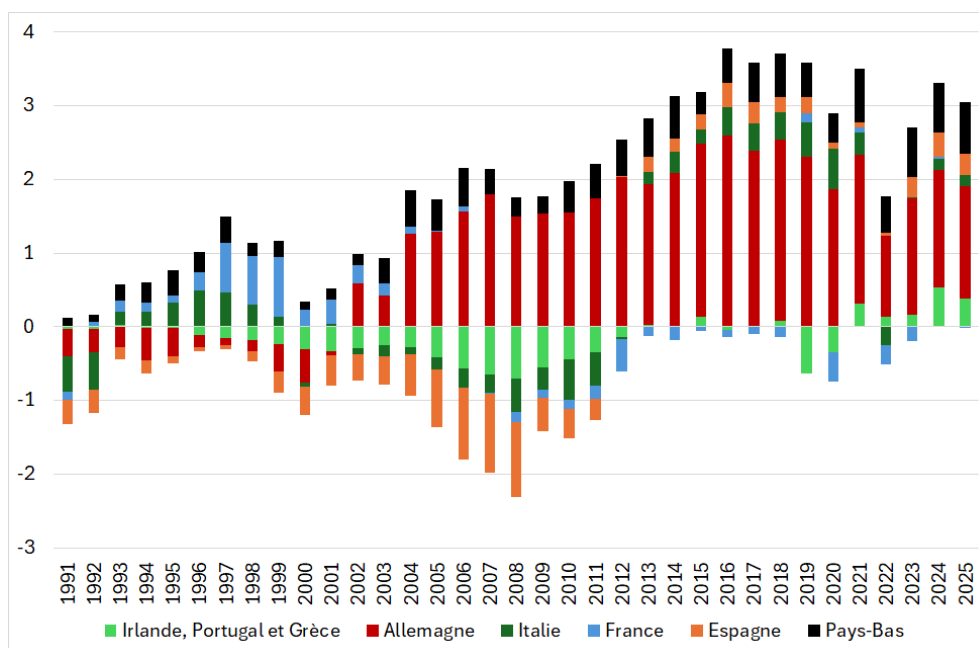
On pourrait se dire que si des pays à forte épargne sont prêts à financer les pays à faible épargne, c'est qu'ils y trouvent un avantage. Cette épargne finance des investissements productifs qui finiront bien par générer des revenus permettant de rémunérer et rembourser les épargnants. Pourquoi dès lors se préoccuper des déséquilibres ? Écartons tout de suite la partie des déséquilibres qui est transitoire, liée au cycle d'activité, et celle qui est durable mais explicable par exemple par la démographie (voir [l'External Sector Report](#) du Fonds monétaire international). Ce sont les déséquilibres excessifs qui sont préoccupants, pour au moins trois raisons.

La première est que ces déséquilibres se résolvent rarement de manière indolore. Deux exemples récents l'illustrent :

- La crise financière mondiale de 2008 a temporairement tari les flux de capitaux et ainsi forcé l'ajustement des comptes courants : le graphique 2b montre un redressement rapide du solde courant des États-Unis, de -1,1 % du PIB mondial en 2008 à -0,6 % l'année suivante. Si 2008 ne fut pas une crise de balance des paiements, le rôle des déficits dans la montée des risques durant la décennie qui a précédé la crise a rapidement été reconnu : l'afflux de capitaux aux États-Unis a maintenu les taux d'intérêt de marché à un niveau bas, incitant les ménages et les intermédiaires financiers à s'endetter de plus en plus, encouragés aussi par la dérégulation (voir [Caballero et Krishnamurthy, 2009](#), [Obstfeld et Rogoff, 2009](#)).
- La crise d'endettement souverain de la zone euro (2010-2015), elle aussi, a entraîné un ajustement brutal des comptes courants de plusieurs pays initialement en déficit, sans que les pays en excédent ne réduisent leur excédent d'épargne (graphique 3). Il en a résulté une insuffisance de demande agrégée dans la zone euro et des pressions déflationnistes durables.

L'arrêt brutal des financements étrangers (« *sudden stop* ») est une cause classique de crise dans les pays accumulant des déficits. Ces crises peuvent entraîner des répercussions négatives dans les autres pays, via les interconnexions commerciales et surtout financières. Dans les pays en excédent, l'absence d'ajustement fait peser un risque déflationniste. En fournissant des financements aux pays en déficits, parfois sans en mesurer complètement les risques, les pays en excédent sont aussi en partie responsables des crises d'endettement.

Graphique 3 : soldes extérieurs courants de quelques pays de la zone euro, 1991-2025
(en % du PIB de la zone euro)



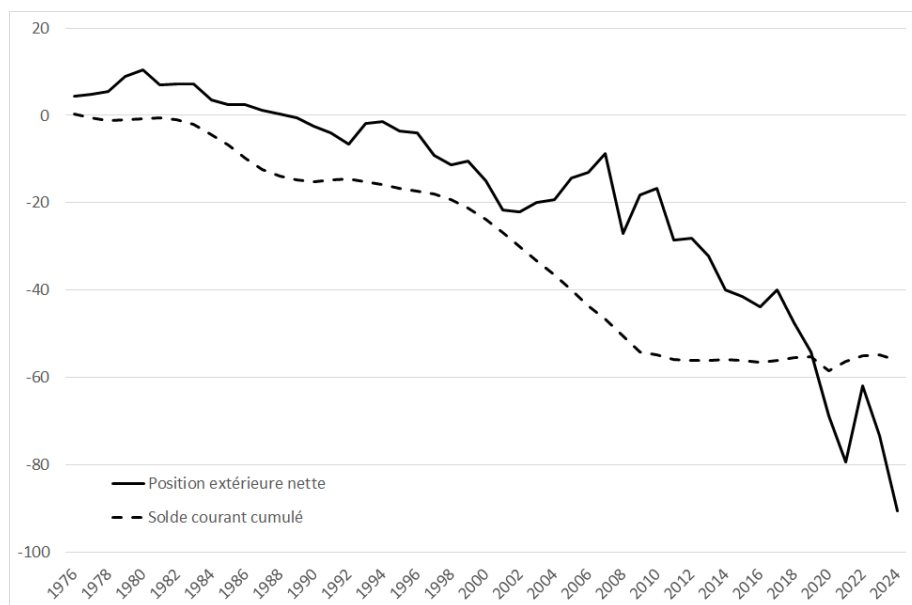
Source : auteur, à partir des données du Fonds monétaire international.

Deuxièmement, les déséquilibres de comptes courants résultent de flux de capitaux bruts massifs sortants et entrants qui sont rarement équilibrés en termes de devises, maturités, liquidité, risque de crédit. Ces différences sur les flux bruts peuvent recéler des risques pour l'économie mondiale.

Dans les années 2000, les États-Unis empruntaient sous forme d'obligations publiques à court terme en dollar pour investir dans des actifs risqués à l'étranger, en monnaies étrangères. Ils jouaient ainsi le rôle d'« assureur mondial », en empochant la différence de revalorisation tendancielle entre leur actif et leur passif ([Gourinchas et Rey, 2014](#)). Cette configuration a, dans les années 2000, permis aux États-Unis d'éviter une détérioration tendancielle de leur position extérieure nette, en dépit des déficits accumulés, tout en jouant un rôle d'amortisseur lors de la crise de 2008 (graphique 4).

La situation s'est cependant retournée après la crise, avec la forte hausse des investissements étrangers dans les fonds propres d'entreprises étatsuniennes. La revalorisation de la bourse américaine s'est traduite par une hausse du passif, et donc une détérioration de la position extérieure nette des États-Unis, alors même que le déficit courant cumulé restait stable en part de PIB (la hausse du PIB en valeur compensant le flux de nouveau déficit). En cas de retournement des marchés actions aux États-Unis, la perte pèsera cette fois sur le reste du monde. Elle sera encore plus lourde si le dollar cesse de jouer son rôle de valeur refuge et se déprécie, comme ce fut le cas brièvement en avril 2025, à la suite de l'annonce des droits de douane « réciproques » de l'administration Trump. Les marchés semblent de plus en plus exprimer des doutes sur la résilience du dollar face aux choix économiques, institutionnels et géopolitiques de l'administration Trump.

Graphique 4 : position extérieure nette et solde extérieur courants cumulé des États-Unis
(en % du PIB)



Sources : FMI, Fred, calculs de l'auteur.

Le problème est que ces investissements aux États-Unis sont souvent réalisés via des fonds d'investissement, avec parfois un effet de levier. En cas de correction des marchés actions, ces fonds perdront de la valeur, faisant fuir souscripteurs et créanciers. Ils devront alors vendre leurs actifs malgré les pertes, aggravant la chute des cours, ou bien tirer sur des lignes de crédit bancaires, ce qui pourrait inciter les banques à restreindre l'octroi de crédit aux entreprises non financières et aux ménages.

L'idée de crises jumelles (conjonction d'une crise de balance des paiements et d'une crise financière) n'est pas nouvelle ([Kaminsky et Reinhart, 1999](#)). Elle prend des formes différentes au cours du temps et le risque pourrait aujourd'hui venir du développement rapide des intermédiaires financiers non bancaires, dont certains sont à la fois fortement endettés et exposés au risque de liquidité (actif moins liquide que le passif). Le déficit extérieur étatsunien n'est plus principalement financé par le secteur officiel (banques centrales, fonds souverains), mais par un secteur privé qui pourrait se révéler plus versatile.

La troisième raison de se préoccuper de déséquilibres importants et persistants est qu'ils peuvent révéler des distorsions économiques, voire des politiques délibérées bloquant les ajustements, ce qui génère des externalités négatives pour les pays partenaires. Le cas le plus évident est l'intervention sur le marché des changes, lorsqu'un pays bloque l'appréciation de sa monnaie en augmentant, directement ou indirectement, ses réserves de change, tout en stérilisant lesdites interventions pour également bloquer l'inflation qui en résulterait. Les subventions à la production en Chine, évaluées à environ 4 % du PIB par an par [Garcia-Macia et al. \(2025\)](#), associées à une politique active de substitution aux importations, sont souvent mentionnées comme empêchant l'excédent courant chinois de se résorber. À cela s'ajoute un excès persistant d'épargne en Chine, en lien avec une couverture encore insuffisante de la population en termes d'assurance maladie et de retraite ([Lardy, 2025](#)). Les entreprises chinoises sont incitées à produire trop par rapport à une demande domestique qui ne décolle pas.

Les entreprises dans les pays partenaires de la Chine protestent contre une violation des règles du jeu de l'économie mondiale et demandent, parfois avec succès, des protections commerciales qui sont sous-optimales du point de vue collectif. Dans certains pays, l'excès ou la persistance de déficits (et donc, d'entrées de capitaux étrangers) peut aussi contribuer à une mauvaise allocation du capital, notamment via un développement excessif des secteurs de la finance, de la construction et de l'immobilier (voir [Obstfeld et Rogoff, 2005](#) et [Benigno et al., 2025](#) pour les États-Unis, et [Giavazzi et Spaventa, 2010](#), et [Gopinath et al., 2017](#), pour la zone euro)

Un planificateur mondial saurait quoi faire

Aux erreurs statistiques près, il n'existe pas de déficit dans un pays sans excédent dans un autre pays. Ainsi, les pays en déficit et ceux en excédent n'ont pas besoin de se mettre d'accord : il suffit qu'un camp réduise son déséquilibre pour qu'automatiquement le déséquilibre se réduise dans l'autre camp.

Toutefois, une stratégie unilatérale serait très risquée pour l'économie mondiale. Imaginons par exemple que l'administration américaine décide de réduire rapidement son déficit budgétaire. Les ménages américains ayant peu de marge de manœuvre pour réduire leur épargne (qui est déjà faible), il en résulterait un ralentissement de la demande mondiale de biens et services, et donc un affaiblissement de la croissance, aux États-Unis mais aussi dans les pays excédentaires, dont la croissance repose en partie sur les exportations. Certes, le redressement de la trajectoire budgétaire américaine pourrait détendre les taux d'intérêt sur les marchés. Mais il n'est pas sûr que cela suffise à soutenir la croissance mondiale durant l'ajustement.

Symétriquement, supposons que la Chine et la zone euro trouvent le moyen de réduire rapidement leurs taux d'épargne ou, dans le cas de la zone euro, d'augmenter leur taux d'investissement. L'impact serait favorable sur la croissance mondiale. Cependant, l'épargne nette mise à disposition des pays en déficit – notamment des États-Unis – serait réduite, faisant monter les taux d'intérêt sur les marchés. Par ailleurs, la demande augmenterait non seulement pour des biens échangeables (qui, par définition, peuvent être importés), mais aussi pour les biens et services non échangeables, dont les prix augmenteraient. Les banques centrales réagiraient en resserrant leurs politiques monétaires. Du fait des risques accumulés dans le secteur financier, une hausse marquée des taux d'intérêt pourrait entraîner des risques d'instabilité financière.

C'est pourquoi une stratégie coordonnée est nécessaire, reposant sur des engagements cohérents de politiques économiques. Ainsi, une réduction simultanée et progressive du déficit budgétaire américain et de l'excédent d'épargne en Chine et en zone euro pourrait permettre à la fois de préserver (voire raffermir) la croissance mondiale et de maintenir les taux d'intérêt réels à un niveau relativement bas, comme l'a montré le Fonds monétaire international dans son [World Economic Outlook d'avril 2025 \(encadré 1.2\)](#).

La présidence française du G7 s'efforcera de rapprocher les points de vue sur le caractère excessif ou non des déséquilibres, les politiques susceptibles de les réduire et, enfin, les mesures à prendre pour limiter le risque d'une correction abrupte et désordonnée des déséquilibres. Les progrès réalisés en format G7 permettront utilement d'engager le dialogue avec la Chine et plus généralement avec les grandes économies émergentes, dans le cadre notamment de la présidence étatsunienne du G20. Ces travaux s'appuieront sur les analyses quantitatives du Fonds monétaire international et de l'OCDE.