

F&D

FINANCES & DÉVELOPPEMENT FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

FINANCE

*Vieilles lois,
nouvelles machines*

**L'ÉCONOMISTE
DE L'EXPÉDITION**

*Myrto Kalouptsidi
et le commerce maritime*

INÉGALITÉS

*Un problème éthique
et macroéconomique*

MARS 2026

LE CALCUL DE LA DETTE





**Timely.
Topical.
Free.**



PUBLICATIONS

Global economics at your fingertips

eLibrary.**IMF**.org



SCAN TO
DOWNLOAD

Table des matières

Finances & Développement

Publication trimestrielle du Fonds monétaire international
Mars 2026 | Volume 63 | Numéro 1

Dettes

18

Dettes élevées, décisions difficiles

L'accumulation de la dette publique et la hausse des taux d'intérêt posent des difficultés financières et nécessitent des décisions difficiles

Era Dabla-Norris et Rodrigo Valdes

24

Stabiliser la dette des pays avancés

Les pays doivent faire preuve de discipline budgétaire et engager des réformes porteuses de croissance à long terme

Zsolt Darvas et Jeromin Zettelmeyer

26

Coordination des politiques dans un monde fragmenté

L'instabilité géopolitique complique la coordination des politiques budgétaire et monétaire

Giancarlo Corsetti et Leonardo Melosi

30

Préserver le marché des titres du Trésor

La Réserve fédérale doit se doter de nouveaux outils pour intervenir en cas de crise

Anil K. Kashyap et Jeremy C. Stein

34

Le cycle dette-inégalités

Les inégalités extrêmes alimentent une crise mondiale de la dette

Atif Mian

38

Le nouveau visage de la dette africaine

La substitution progressive de la dette extérieure par la dette intérieure présente des avantages, mais aussi des risques

Amadou Sy et Athene Laws

Aussi dans ce numéro

42

Des lois d'hier pour les machines de demain

Les principes que l'auteur de science-fiction Isaac Asimov avait définis pour ses robots pourraient servir à moraliser l'IA financière

Biagio Bossone

46

Taxer les mauvaises habitudes

Les taxes sur le tabac, l'alcool et le sucre ne reflètent pas assez leurs effets nocifs

Christoph B. Rosenberg et Marius van Oordt

50

Infrastructures numériques

Les ministres des Finances doivent réfléchir aux infrastructures publiques numériques comme s'il s'agissait de routes ou de réseaux électriques

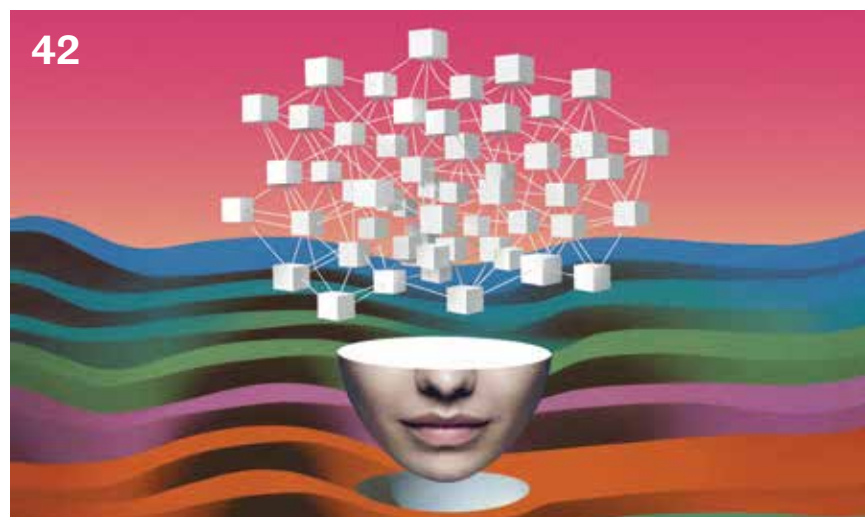
Diane Coyle, David Eaves et Beatriz Vasconcellos

54

L'éclat durable de l'or

Pourquoi l'or conserve une valeur durable à l'ère des actifs numériques

Pratik Ghansham Salvi



42

« La hiérarchie d'Asimov peut devenir une éthique pour l'IA appliquée à la finance. »

Rubriques

6

Kaléidoscope

Risques et bienfaits de la technologie

8

L'ABC de l'économie

L'art de la fiscalité

Recettes publiques et développement
Katherine Baer et Ruud de Mooij

10

Point de vue

La périlleuse trajectoire budgétaire des États-Unis

Il est plus aisé d'expliquer l'origine des difficultés budgétaires des États-Unis que la manière de les surmonter
Alan J. Auerbach

L'IA peut stimuler la croissance mondiale

Pour obtenir des gains de productivité durables, il faudra vite apprendre à la mesurer, la financer et la réglementer
Marcello Estevão

Deux mondes à part

Comment réduire le fossé qui sépare l'économie de la politique
Alan S. Blinder

16

Pleins feux

IA : la ruée vers les talents

La réussite d'un pays à l'ère de l'IA dépasse le seul enjeu technologique, elle dépend aussi du degré de préparation de sa main-d'œuvre à son utilisation
Andrew Stanley

58

Paroles d'économistes

L'appel de la mer

Jeff Kearns brosse le portrait de *Myrto Kalouptsi*, de l'Université Harvard, qui décrypte la manière dont transport maritime et politique industrielle façonnent l'économie mondiale

62

En première ligne

Un banquier central porteur de transformation

Le gouverneur de la Banque de Corée *Chang Yong Rhee* explique l'évolution du rôle de l'institution dans un contexte d'amplification des défis économiques

64

Notes de lecture

Histoire de monnaies

Money Beyond Borders: Global Currencies from Croesus to Crypto
Barry Eichengreen

En immersion au coeur d'une crise qui a marqué une époque

1929: Inside the Greatest Crash in Wall Street History—and How It Shattered a Nation
Andrew Ross Sorkin

La construction de la Chine

Breakneck: China's Quest to Engineer the Future
Dan Wang

68

Histoires d'argent

Le nouveau ngultrum du Bhoutan

Le seul pays à avoir érigé le bonheur en politique publique modernise sa monnaie
Jeff Kearns



En couverture

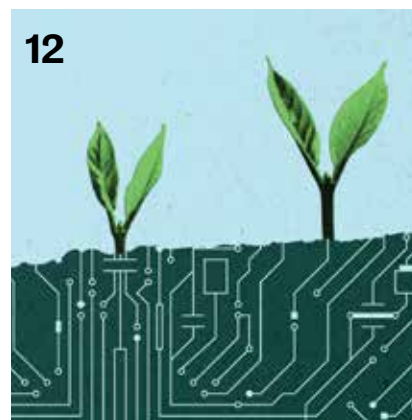
L'illustrateur *Joey Guidone* représente une figure penchée sur l'abîme de dette qui s'est ouvert dans l'économie mondiale à l'approche des échéances publiques.

Abonnez-vous : www.imfbookstore.org/f&d

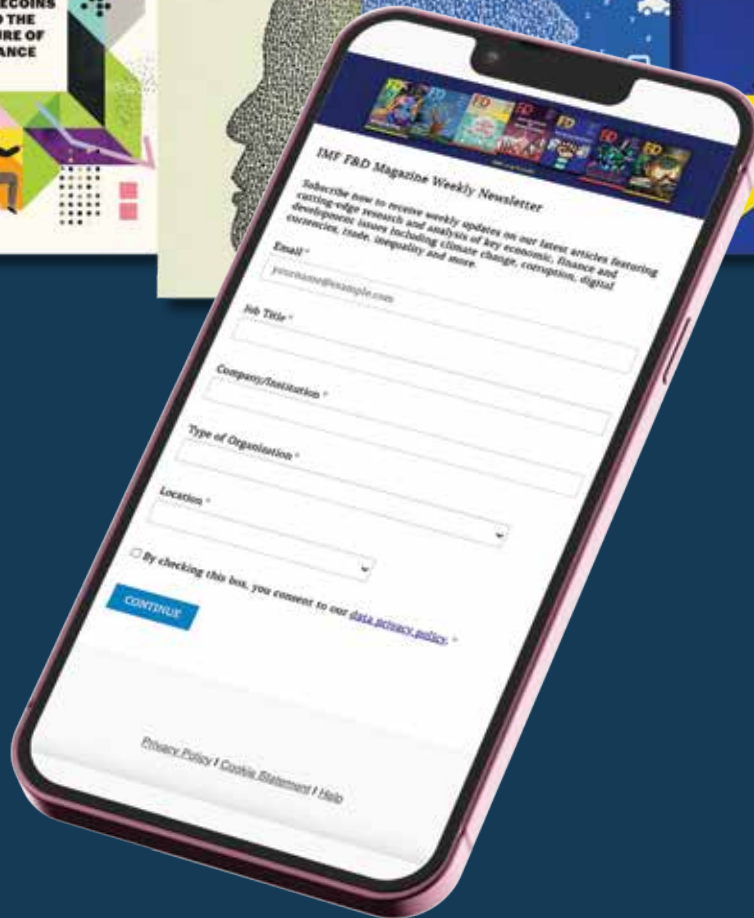
Disponible en ligne : www.imf.org/fandd

Connectez-vous : facebook.com/FinanceandDevelopment

12



58



F&D NEWSLETTER

Sign up now for cutting-edge research and analysis of key economic, finance, development, and policy issues shaping the world.

SIGN UP TODAY!



F&D

Online editions in seven languages

Léala en
español



Disponibile
en français !



Читайте
по-русски!



اقرأ باللغة
العربية !



请阅读中文版 !



日本語はこちら !



www.imf.org/fandd

F&D

FINANCES & DÉVELOPPEMENT
Publication trimestrielle du
Fonds monétaire international

RÉDACTRICE EN CHEF
Gita Bhatt

ÉDITEUR EN CHEF
Nicholas Owen

RÉDACTEURS PRINCIPAUX
Andreas Adriano
Jeff Kearns
Peter Walker

ASSISTANTS À LA RÉDACTION
Noha Elbadawy
Andrew Stanley

RESPONSABLES DE LA STRATÉGIE
PRODUITS NUMÉRIQUES
Marta Doroszczuk
Natalia Venegas Figueroa
Huong (Vanessa) Le

RESPONSABLE DE PRODUCTION
Melinda Weir

CORRECTRICE
Lucy Morales

DIRECTION ARTISTIQUE ET MAQUETTE
2communiqué

CONSEILLERS DE LA RÉDACTION

S M Ali Abbas
Aqib Aslam
James Astill
Helge Berger
Yan Carriere-Swallow
Oya Celasun
Martin Cihak
Rupa Duttgupta
Davide Furceri
Deniz Igan

Subir Lall
Papa N'Diaye
Malhar Nabar
Diaa Noureldin
Uma Ramakrishnan
Mauricio Soto
Elizabeth Van Heuvelen
Daria Zakharova
Robert Zymek

© 2026 Fonds monétaire international. Tous droits réservés. Pour reproduire le contenu de ce numéro de F&D, quelle qu'en soit la forme, veuillez remplir en ligne le formulaire accessible à www.imf.org/external/terms.htm, ou envoyer votre demande à copyright@IMF.org. L'autorisation de reproduction à des fins commerciales s'obtient en ligne auprès du Copyright Clearance Center (www.copyright.com) contre paiement d'une somme modique.

Les opinions exprimées dans la revue n'engagent que leurs auteurs et ne reflètent pas nécessairement la politique du FMI.

Abonnement, changement d'adresse et publicités :

IMF Publications
Finance & Development
PO Box 92780
Washington, DC 20090, USA
Courriel : publications@IMF.org

Postmaster: send changes of address to *Finance & Development*, International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC 20090, USA.

The English edition is printed at Dartmouth Printing Company, Hanover, NH.

Finance & Development is published quarterly by the International Monetary Fund, 700 19th Street NW, Washington, DC 20431, in English, Arabic, Chinese, French, Japanese, Russian, and Spanish. English edition ISSN 0145-1707



FSC FPO

Lettre de la rédaction

Dettes : stop ou encore ?

PENDANT DES ANNÉES, les décideurs ont considéré la dette publique comme un élastique sur lequel on pouvait tirer indéfiniment sans jamais le voir rompre. Ils l'ont étiré lors de la crise financière mondiale, puis de nouveau pendant la pandémie de COVID-19. À l'heure où la dette publique dépasse la production économique annuelle dans plusieurs grands pays avancés, une question s'impose : jusqu'où cet élastique pourra-t-il être étiré pour faire face à la prochaine crise ?

L'endettement croissant suscite des inquiétudes dans le monde entier, et à juste titre, comme nous le montrons dans ce numéro. Les niveaux d'endettement de plusieurs pays avancés ont atteint des niveaux jamais vus en temps de paix, ce qui entraîne une hausse des coûts d'emprunt pour les États comme pour les particuliers. Face à l'accroissement de la dette et aux taux d'intérêt élevés, les responsables publics se retrouvent confrontés à des choix délicats : augmenter les impôts, diminuer les dépenses consacrées aux services essentiels et aux prestations sociales, et nourrir l'inflation ; ou bien repousser l'heure des comptes en empruntant encore davantage et en croisant les doigts pour que les marchés n'imposent pas une prime de risque trop élevée.

Tout cela rend les arbitrages inhérents à la politique budgétaire de plus en plus difficiles à négocier, comme l'écrivent Era Dabla-Norris et Rodrigo Valdes, du département des finances publiques du FMI. À mesure que les populations vieillissent et que les économies ralentissent, les coûts des retraites et des soins de santé augmentent plus vite que les recettes fiscales. Dans de nombreux pays avancés et pays émergents, ces coûts doivent être pris en charge par une population active de moins en moins nombreuse.



« Pour réduire la dette, rares sont les méthodes élégantes, faciles à appliquer et séduisantes sur le plan politique. »

Comment la dette a-t-elle atteint des niveaux aussi vertigineux ? Dans le cas des États-Unis, Alan Auerbach pointe du doigt la polarisation croissante de la vie politique, qui rend impossible le consensus bipartisan, indispensable lorsqu'il s'agit de prendre des mesures impopulaires, mais nécessaires, comme des hausses d'impôts ou des coupes dans les dépenses. Dans la même veine, Alan Blinder regrette l'incompatibilité entre les économistes, obsédés par la notion d'efficacité, et le monde politique, dont l'horizon s'arrête aux prochaines élections, estimant que ces deux sphères doivent apprendre à se comprendre et à se parler.

L'épargne excessive, chez les plus riches dans les pays avancés et en Chine essentiellement, crée un modèle de croissance économique alimenté par la dette et les déficits, comme l'explique Atif Mian. Mais cette dynamique de « demande endettée » est fragile par nature, ajoute-t-il.

L'assainissement des finances publiques sera une entreprise difficile, mais pas impossible, considèrent Zsolt Darvas et Jeromin Zettelmeyer. Après avoir établi une estimation de l'ajustement nécessaire dans les pays avancés européens, comme la France et l'Allemagne, ils arrivent à la conclusion que des mesures bien calibrées, par exemple des réformes destinées à dynamiser la croissance et à ancrer la discipline budgétaire, peuvent placer la dette sur une trajectoire viable sans sacrifier les

investissements dans l'avenir. La Grèce, l'Irlande et le Portugal, pays qui ont tous traversé de graves crises budgétaires il y a 15 ans de cela, sont devenus des parangons de discipline, soulignent-ils.

Il s'agit là d'exemples positifs. Pourtant, les tensions géopolitiques actuelles accroissent le risque de perturbations de l'offre, qui font planer la menace de la stagflation et finiront par accentuer la pression sur les finances publiques, constatent Giancarlo Corsetti et Leonardo Melosi. Se concentrant sur la relation entre les autorités budgétaires et monétaires, ils défendent la thèse audacieuse selon laquelle un ajustement viable passera probablement par une attitude pragmatique qui consistera à tolérer les périodes durant lesquelles l'inflation dépassera les cibles.

Cette solution n'est certes pas séduisante, mais les autres ne le sont pas davantage. Pour réduire la dette, rares sont les méthodes élégantes, faciles à appliquer et séduisantes sur le plan politique. Cela dit, « assainir les finances publiques ne signifie pas mettre en place des mesures d'austérité généralisées », nuancent Era Dabla-Norris et Rodrigo Valdes. L'histoire a montré que les citoyens sont plus susceptibles d'accepter des réformes douloureuses s'ils sont convaincus que le fardeau sera réparti équitablement. Dans cet esprit, les auteurs suggèrent des mesures permettant d'améliorer la transparence des finances publiques, ce qui permettrait de gagner la confiance de la population et de combler l'écart entre ce qui est techniquement possible et ce qui est politiquement faisable.

Aussi effrayant que soit ce tableau, il est encore permis d'espérer en se tournant vers l'innovation et la prochaine vague de progrès technologiques, qui pourraient raviver la croissance mondiale et alléger les fardeaux de la dette. Cela dit, nous ne pouvons pas nous permettre d'attendre aussi longtemps pour commencer à gérer la dette raisonnablement. Il est urgent de faire preuve de discipline. À défaut, nous nous exposons à un risque croissant de turbulences économiques et d'érosion de la confiance accordée aux pouvoirs publics. **F&D**

Gita Bhatt, rédactrice en chef

Kaléidoscope

Un aperçu global et succinct



ARRÊT SUR IMAGE : Les perspectives économiques de la Turquie se sont améliorées sous l'effet de politiques publiques prudentes, comme la réduction du déficit budgétaire, qui a ralenti l'inflation. En janvier, le FMI a relevé à 4,2 % ses perspectives de croissance pour cette année. Cette révision à la hausse de 0,5 point de pourcentage est l'une des plus importantes parmi les principales puissances économiques du monde. *Ci-dessus, vue de l'avenue Istiklal d'Istanbul, connue pour ses nombreux commerces. Photo du FMI/David Lombeida.*

Risques et bienfaits de la technologie

L'ÉCONOMIE MONDIALE continue de faire preuve de résilience, malgré l'incertitude accrue et les fortes perturbations des échanges, d'après la dernière mise à jour des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI. La croissance se maintiendra à 3,3% cette année, qui verra les investissements liés à l'intelligence artificielle (IA) stimuler l'activité économique américaine et bénéficier au reste du monde, en particulier aux exportateurs asiatiques de produits techno-

logiques, comme l'indique le rapport publié en janvier.

Les cours des actions n'ont cessé de grimper depuis la fin de l'année 2022, qui a donné lieu au lancement des premiers outils d'IA générative utilisés à grande échelle, porteurs de la promesse d'une amélioration de la productivité et des bénéfices. Cependant, le FMI met en garde contre les risques pour l'économie mondiale d'une dégradation de l'humeur des marchés si les entreprises liées à l'IA ne parviennent pas à dégager des bénéfices à la hauteur de leurs valorisations élevées. « La réévaluation des attentes en matière de croissance de la productivité grâce à l'IA pourrait entraîner un repli de l'investissement et provoquer une correction brutale des marchés financiers, qui commencerait par les entreprises liées à l'IA avant de se propager aux autres segments et entamerait

le patrimoine des ménages », peut-on lire dans le rapport.

Une réévaluation de la croissance de la productivité liée à l'IA et une revalorisation des actifs pourraient se conjuguer à l'intensification des tensions géopolitiques et des menaces pesant sur les cadres institutionnels, avec pour effet d'entraver la mise en œuvre de politiques publiques efficaces, est-il ajouté.

« Pour les responsables politiques comme pour les investisseurs, tout l'enjeu est de trouver un équilibre entre optimisme et prudence, afin de veiller à ce que la vague technologique actuelle débouche sur une croissance durable et inclusive, et non sur une nouvelle alternance d'expansion et de récession », ont écrit Pierre-Olivier Gourinchas, économiste en chef du FMI, et Tobias Adrian, conseiller financier, dans un billet de blog qui accompagnait le rapport.



Verbatim



« En général, dans les pays comme le mien, dans les pays du Sud, le fils d'un paysan pauvre deviendra lui-même un paysan pauvre. Je suis déterminé à briser le cycle de la pauvreté, à faire en sorte que les fils des plus démunis ne soient pas condamnés à la pauvreté. Ils doivent se voir offrir les mêmes possibilités. »

— Déclaration du président de l'Indonésie, Prabowo Subianto, au Forum économique mondial de Davos



« La concrétisation des bienfaits des cyberjetons indexés passe par une interopérabilité efficace. Il s'agit là du prochain chantier réglementaire. »

— Déclaration de Dan Katz, Premier Directeur général adjoint du FMI, à Davos



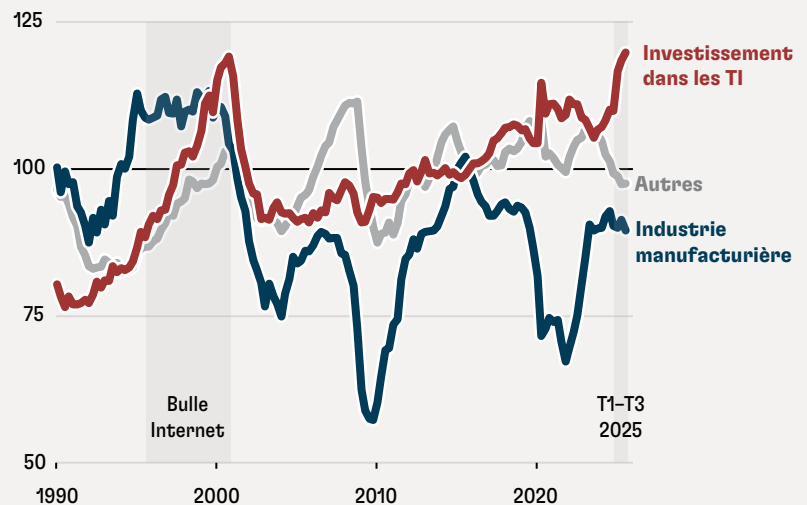
PAR MONTS ET PAR VAUX : La Directrice générale du FMI, Kristalina Georgieva, a rencontré le président de l'Ukraine, Volodymyr Zelensky, ainsi que d'autres hauts représentants lors d'une visite à Kiev au mois de janvier, qui lui a donné l'occasion d'évoquer le soutien apporté par le FMI et de mesurer la résilience de la population après presque quatre ans de guerre. Ci-dessus, Madame Georgieva devant un mur commémorant les soldats tombés au front. Photo du FMI/Julia Kochetova.



En chiffres

L'investissement des États-Unis dans la technologie a retrouvé son niveau record de 2001

INVESTISSEMENT DES ÉTATS-UNIS PAR SECTEUR, EN % DU PIB, T1 2015 = 100



SOURCES : Haver Analytics ; calculs des services du FMI. NOTE : L'investissement dans les technologies de l'information (TI) comprend le matériel et les logiciels de traitement de l'information. L'investissement dans l'industrie manufacturière comprend les structures manufacturières, les équipements industriels et le matériel de transport.

L'ABC de l'économie

L'art de la fiscalité

Recettes publiques et développement

Katherine Baer et Ruud de Mooij

TOUTES LES ADMINISTRATIONS publiques ont besoin d'argent, qu'il s'agisse de bâtir des routes, de rémunérer le personnel scolaire, de faire fonctionner les hôpitaux, de financer les tribunaux ou d'assurer la sécurité des personnes. Ces biens et services publics sont essentiels au bon fonctionnement des sociétés et économies. Si les États ont la possibilité d'emprunter ou d'accepter de l'aide étrangère, la fiscalité demeure leur source de financement la plus durable.

Mais le recouvrement des recettes fiscales n'est pas qu'une question technique. Les pouvoirs publics doivent parvenir à un subtil équilibre : d'un côté, les recettes doivent suffire à financer les services publics et à honorer les obligations de l'État ; de l'autre, une fiscalité trop élevée, mal pensée ou mal administrée pourrait étrangler l'investissement, l'innovation et la croissance.

Cette ligne de crête est de plus en plus difficile à tenir. Désormais, la dette et les déficits publics sont élevés dans nombre de pays, alors même que leurs besoins de dépenses augmentent. Les populations vieillissent, les niveaux de pauvreté restent préoccupants, et la nécessité d'investir dans l'éducation, la santé, les infrastructures numériques et la résilience au changement climatique s'impose de plus en plus aux États. Cela suppose de disposer de davantage d'argent public. Or, accroître les recettes sans étouffer la croissance est très difficile.

On entend par « mobilisation des recettes intérieures » l'ensemble des démarches par lesquelles les pays s'assurent de disposer de deniers publics en recourant à la fiscalité de manière durable, efficiente et équitable. C'est là un enjeu central pour le développement, car il y va de la capacité des administrations publiques à financer leurs besoins prioritaires, à réduire leur dépendance à l'aide extérieure et à surmonter les chocs.

La mobilisation des recettes est profondément politique. La question de savoir qui paie l'impôt, dans quelles proportions et sous quelles formes fait l'objet de décisions qui sont au cœur du contrat social qui lie l'État et ses citoyens. Comme peu de contribuables paient leurs impôts de gaieté de cœur, toute réforme de la fiscalité doit être bien construite sur le plan économique et pilotée prudemment sur le plan politique. La clef du succès est la confiance — dans l'équité du système fiscal et le bon usage des recettes par les gouvernants au service du bien public. C'est tout l'art de la fiscalité.

Les pays peuvent se référer à l'ordre de grandeur mis en évidence par la recherche en économie : un volume de recettes fiscales équivalant à au moins 15 % du PIB. En deçà, l'efficacité des pouvoirs publics, le développement financier et la croissance économique stagnent. Or, dans plus de 70 pays en développement (PED), les recettes fiscales demeurent inférieures à 15 % du PIB, ce qui nuit au développement et contribue à la vulnérabilité des États aux chocs économiques.

La bonne nouvelle, c'est que nombre de PED disposent d'un potentiel fiscal inexploité. D'après plusieurs estimations, en mettant en œuvre des réformes fiscales idoines, ces pays pourraient recouvrer un surcroît de recettes à hauteur de 4 à 5 % du PIB. La Jamaïque, les Maldives, le Maroc, le Népal, l'Ouzbékistan et le Rwanda ont montré que des gains substantiels étaient possibles en dépit de contextes difficiles.

Types d'impôts

Au fil du temps, les pays ont tendance à abandonner les impôts à l'assiette étroite qui créent des distorsions économiques au profit d'instruments plus larges et efficaces. Par le passé, les prélèvements sur le commerce international, comme les

droits de douane, constituaient une source de recettes considérable pour les PED, en raison de leur perception relativement aisée aux frontières. Depuis le milieu du XX^e siècle, les taxes sur les échanges commerciaux ont diminué, à la faveur de la mondialisation et la libéralisation des échanges, mais génèrent encore environ un quart des recettes fiscales de nombreux PED. Le recours excessif aux droits de douane est toutefois susceptible de décourager les échanges commerciaux, d'accroître les prix à la consommation et de ralentir l'intégration économique.

Les fiscalités modernes s'appuient davantage sur les taxes frappant la consommation, les revenus et le patrimoine. La TVA s'est imposée comme l'instrument de choix des autorités fiscales du monde entier : elle génère plus d'un tiers des recettes à l'échelle mondiale, y compris dans nombre de pays à revenu faible ou intermédiaire. Sa relative efficacité tient au fait qu'elle taxe la consommation de manière large, tout en permettant aux entreprises de déduire les montants dont elles s'acquittent au titre de leurs biens et services intermédiaires, ce qui réduit les effets en cascade le long des chaînes d'approvisionnement.

En complément de la TVA, on trouve souvent les droits d'accise, qui frappent les biens générateurs de coûts sociaux, comme le tabac et l'alcool, ou les activités nuisibles pour l'environnement, comme l'utilisation de combustibles fossiles. Ces prélèvements peuvent accroître les recettes de l'État et avoir des effets bénéfiques sur la santé et l'environnement.

La fiscalité des revenus des sociétés joue aussi un rôle important dans les PED, en particulier lorsqu'il s'agit de taxer les bénéficiaires de grandes entreprises ou de multinationales. Cependant, la taxation des entreprises pâtit de la concurrence fiscale internationale et des pratiques de transfert des bénéfices vers des juridictions à la fiscalité plus favorable : pour ces raisons, la réforme de la fiscalité des sociétés est de plus en plus complexe et souligne la nécessité d'une coordination internationale.

L'impôt sur le revenu des personnes physiques, en revanche, ne représente pas, en général, une source de recettes déterminante dans les PED. Cela tient à plusieurs facteurs structurels : classes moyennes peu nombreuses, prépondérance de l'économie informelle et du travail indépendant, et

développement limité du secteur financier formel. Mais des avancées sont possibles : ainsi, en Afrique, depuis l'an 2000, la part des recettes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques dans le PIB a environ doublé. Il importe de renforcer ces instruments fiscaux, en raison des recettes publiques qu'ils permettent d'engranger et par souci de progressivité, les personnes dont les revenus sont les plus élevés versant une part d'impôt plus importante.

Enfin, dans la plupart des PED, les impôts sur le foncier et les biens immobiliers sont nettement sous-utilisés. Or il est difficile pour les contribuables de se soustraire à cette fiscalité, qui peut s'avérer très efficace pour accroître les recettes des collectivités locales. Cependant, ce type d'impôt se heurte souvent à des résistances politiques et à des obstacles administratifs, comme la nécessité de remettre à jour les cadastres.

Conception de l'impôt

Un impôt bien conçu doit permettre de générer des recettes tout en limitant les distorsions et les inégalités économiques. Le principe de neutralité est ici central : l'impôt doit entrer le moins possible en ligne de compte dans les décisions économiques sur le travail, l'épargne, l'investissement et la consommation. En pratique, le respect de ce principe se traduit par une assiette fiscale large et des taux modérés.

La plupart des systèmes fiscaux s'écartent néanmoins de cet idéal. Les décideurs introduisent souvent des exonérations, déductions, taux réduits et autres régimes spéciaux — dits *dépenses fiscales*. Si certaines d'entre elles ont des objectifs légitimes, leur coût global est souvent considérable, 3 à 4 % du PIB dans nombre de pays (près d'un quart des recettes fiscales).

Toutes les dépenses fiscales ne sont pas néfastes. Ainsi, les régimes simplifiés à destination des petites entreprises peuvent réduire leurs coûts de mise en conformité, et les allègements fiscaux ciblés en faveur des travailleurs peu qualifiés sont susceptibles de relancer l'emploi. Cela devient problématique lorsque ces avantages fiscaux se multiplient sans évaluation prudente. Des exonérations mal conçues peuvent créer des distorsions, nuire à l'équité fiscale et ajouter à la complexité : il devient alors plus difficile d'administrer l'impôt, et plus facile de s'y soustraire.

Il est essentiel que les autorités procèdent à des évaluations régulières et transparentes, en se demandant si chaque avantage fiscal atteint son objectif et si elles ne disposent pas d'un outil plus efficace.

De la politique à la pratique

Faute d'être correctement mise en œuvre, même la meilleure politique fiscale est vouée à l'échec. Une mauvaise administration de l'impôt peut réduire les recettes, nuire à l'équité entre contribuables, porter atteinte à l'investissement et saper la confiance dans le système fiscal.

Nombre de PED pâtissent de capacités administratives limitées et d'une vaste économie informelle, au sein de laquelle les entreprises et les travailleurs échappent à l'impôt. Ce non-respect des obligations fiscales constitue une difficulté majeure pour les PED, le manque à gagner des seules recettes de TVA représentant une perte moyenne de 3 % de leur PIB.

Pour autant, l'extension tous azimuts du registre des contribuables est souvent inefficace, car de nombreux acteurs de l'économie informelle gagnent trop peu pour être assujettis à l'impôt. D'autres stratégies sont plus judicieuses, telles que la retenue à la source de l'impôt auprès des grands intermédiaires comme les employeurs ou les banques, des contrôles fiscaux effectués en priorité auprès des contribuables qui présentent le plus de risque, et la dématérialisation des démarches fiscales (déclaration, paiement, facturation en temps réel et analyse des données). Les progrès des technologies numériques, notamment de l'IA, offrent des outils puissants de nature à accroître le respect des obligations fiscales et à réduire les coûts administratifs.

La législation fiscale doit en outre être claire et simple. Des textes complexes et des changements juridiques fréquents entraînent incertitude et corruption. Or, beaucoup de pays doivent encore renforcer les bases de l'administration fiscale, et investir dans un personnel qualifié, une organisation moderne et une gouvernance solide.

L'expérience internationale est porteuse de trois grands enseignements.

De un, adopter une réflexion à l'échelle des systèmes. Le taux d'imposition, l'association de différents prélèvements, la conception de l'impôt et son

administration sont étroitement liés. Des réformes isolées, consistant par exemple à introduire un impôt nouveau sans renforcer les capacités administratives, donnent rarement des résultats durables.

De deux, faire preuve de patience. Renforcer la capacité fiscale est un travail de longue haleine. Des mesures comme la retenue à la source ou l'indexation sur l'inflation peuvent déboucher sur des gains rapides, mais des améliorations pérennes nécessitent souvent des années d'efforts constants. Les pays qui y sont parvenus ont adopté une démarche progressive, en entretenant un élan réformateur d'un cycle politique à l'autre. L'instabilité de l'action publique et les crises peuvent facilement effacer les progrès.

De trois, la coopération internationale est utile, mais pas suffisante. Les échanges d'information, les conventions fiscales et les accords internationaux sur la fiscalité des entreprises sont d'autant plus précieux que l'économie mondiale est plus intégrée, mais ne sauraient se substituer à des institutions nationales solides. Fonder trop d'espoir sur des solutions internationales risque de faire oublier l'impératif de réformes nationales.

Confiance dans l'action publique

La mobilisation des recettes intérieures est avant tout une question de confiance. Lorsque les contribuables considèrent que la fiscalité est arbitraire ou entachée de corruption, le respect des obligations fiscales s'en trouve amoindri. En revanche, lorsqu'ils perçoivent l'impôt comme leur contribution à une prospérité partagée (qu'il s'agisse de financer l'école, l'hôpital, les infrastructures et la protection sociale), ils y consentent plus volontiers. Cimentier cette confiance est sans doute le plus difficile, mais c'est aussi le plus important.

La transparence, la responsabilisation et la clarté de la communication sont essentielles. S'acquitter de l'impôt ne doit pas s'apparenter à une perte de richesse privée, mais à un investissement dans un avenir commun. Ce n'est qu'ainsi que la mobilisation des recettes intérieures peut tenir sa promesse et jeter les bases d'un développement durable. **F&D**

KATHERINE BAER et **RUUD DE MOOIJ** sont directeurs adjoints au département des finances publiques du FMI.

Point de vue

La périlleuse trajectoire budgétaire des États-Unis

Alan J. Auerbach



Il est plus aisé d'expliquer l'origine des difficultés budgétaires des États-Unis que la manière de les surmonter

En 1990, la dette publique des États-Unis représentait 43 % de leur produit national brut (PNB). La croissance économique était atone, le taux de chômage dépassait les 5 % et le Bureau du budget du Congrès prévoyait que le déficit se réduirait au cours des cinq années suivantes, pour passer de 4,0 à 1,8 % du PNB.

Pourtant, le président George H. W. Bush était vivement préoccupé par l'accumulation de la dette publique, si bien qu'il arracha un accord avec la majorité démocrate au Congrès pour renflouer les finances publiques. Comme il s'était fait élire sur la promesse de ne créer aucun nouvel impôt, il ne faisait aucun doute que cet accord, qui prévoyait des hausses d'impôts et des coupes dans les dépenses censées permettre des économies de 500 milliards de dollars sur cinq ans, était politiquement risqué. Deux ans plus tard, George H. W. Bush échouait à se faire réélire.

En juillet 2025, alors que la dette publique des États-Unis avoisine les 100 % du produit intérieur brut (le PIB, désormais l'indicateur privilégié de la taille d'une économie, et dont le montant est à peine inférieur à celui du PNB), que le chômage a dépassé la barre des 4 % et que le déficit devrait se creuser pour passer de 5,5 % à 5,9 % du PIB d'ici 2030, le Congrès à majorité républicaine, sous l'impulsion du président Donald J. Trump, a accouché de la loi dite « One Big

Beautiful Bill Act », pour un coût d'environ 2 000 milliards de dollars sur les cinq prochaines années.

Le contraste entre ces deux épisodes, à 35 ans d'écart, témoigne d'une remarquable évolution des mentalités vis-à-vis de la dette publique aux États-Unis. Les finances publiques de la première puissance économique mondiale sont dans une situation précaire : le ratio de la dette publique au PIB est sur le point de dépasser le record atteint au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. Mais, à la différence de ce qui s'était produit en 1946, la situation actuelle des comptes publics américains ne s'améliorera pas à la faveur des considérables « dividendes de la paix » qu'avait représentés la baisse des dépenses de défense. En revanche, les évolutions démographiques entraînent une hausse de la dépense publique, du fait de l'expansion continue des allocations de vieillesse, et il semble qu'un creusement des déficits et une hausse de l'endettement soient pratiquement inévitables, même en supposant que les conditions économiques demeurent favorables.

Chocs économiques d'ampleur

Comment en sommes-nous arrivés là ? Premièrement, la dette publique s'est fortement accrue en raison de deux chocs économiques majeurs, la crise financière mondiale et la pandémie de COVID-19. De manière automatique, les recettes

ont baissé et les dépenses ont augmenté à mesure que l'économie a ralenti et que les pouvoirs publics se sont attachés à compenser la baisse des revenus par l'adoption de plans de relance budgétaire de grande envergure. Or, il est extrêmement inhabituel que deux chocs de très grande ampleur se produisent en un peu plus d'une décennie. La dernière fois que les États-Unis ont connu un choc d'une magnitude comparable à celle de la crise financière mondiale, c'était il y a près d'un siècle, lors de la Grande Dépression. Mais, à l'époque, l'administration fédérale américaine était bien moins étendue qu'aujourd'hui, et sa capacité d'endettement, beaucoup plus restreinte.

Une deuxième explication de la situation périlleuse des finances publiques américaines a trait à la polarisation de la vie politique. Comblés les déficits ne présente aucun avantage tangible à court terme. Ce n'est pas en demandant aux électeurs de payer des impôts plus élevés ou de consentir à une réduction des allocations ou des services publics que les responsables politiques gagnent leur faveur. Comme en 1990, le rééquilibrage des finances publiques ne peut passer que par un accord entre les deux principales formations politiques, car alors aucun des deux partis ne peut faire porter à l'autre la responsabilité de mesures susceptibles de déplaire à l'électorat à court terme. C'était justement ce constat qui avait présidé à la création, en 2010, de la Commission nationale pour la responsabilité et la réforme budgétaires, plus connue sous le nom de Commission Simpson-Bowles, coprésidée par un Républicain et un Démocrate.

Les deux partis défendent désormais des positions plus éloignées, aussi leur est-il plus difficile de se mettre d'accord. Les hausses d'impôt défendues par les Républicains, et les baisses de dépenses souhaitées par les Républicains sont tout aussi indéfendables pour les Démocrates. En 2010, le législateur n'avait finalement pas tenu compte des recommandations de la Commission Simpson-Bowles ; depuis,

la situation des comptes publics s'est considérablement détériorée, et rien n'indique que la question budgétaire fera l'objet d'une tentative de résolution bipartite.

Absence de dégâts perceptibles

L'indifférence actuelle des pouvoirs publics au problème des déficits trouve une autre explication dans le fait que l'économie ne semble pas en pâtir. D'ordinaire, pour convaincre leurs électeurs de la nécessité d'un assainissement des finances publiques, les responsables politiques font valoir le fait que l'augmentation de l'endettement public entraîne une hausse des taux d'intérêt. Celle-ci alourdit le coût du service de la dette pour l'État lui-même, mais renchérit également les emprunts des ménages désireux d'acquiescer un logement ou une voiture. S'il est empiriquement établi que l'accroissement de la dette publique fait bel et bien augmenter les taux d'intérêt, d'autres facteurs, jusqu'à une époque très récente, ont eu constamment l'effet inverse et ont démenti les prédictions de hausses des taux.

Aux États-Unis, entre 2001 et 2021, alors que le ratio de la dette publique au PIB a fait plus que tripler, celui du service de la dette au PIB a diminué, pour passer de 2,0 à 1,5%. La baisse des taux d'intérêt était si marquée qu'elle a plus que compensé l'explosion de l'endettement public. De nos jours, rares sont les responsables politiques qui mettent en garde contre les effets de la dette sur les taux d'intérêt, alors même que le service de la dette a recommencé à croître très fortement. D'ailleurs, même en faisant abstraction de la hausse des taux d'intérêt, le très net accroissement de la dette entraîne d'ores et déjà des dégâts économiques, notamment parce qu'il accentue le déséquilibre de la balance extérieure des États-Unis et qu'il est susceptible d'évincer des investissements privés dans l'appareil productif du pays. Cependant, ces coûts sont moins directement perceptibles et plus difficiles à faire comprendre.

Malheureusement, il est plus aisé d'expliquer l'origine des difficultés budgétaires actuelles que la manière de les résoudre. D'après certaines projections, le ratio de la dette publique au PIB pourrait

« D'après certaines projections, le ratio de la dette publique au PIB pourrait presque doubler aux États-Unis au cours des 30 prochaines années. »

presque doubler aux États-Unis au cours des 30 prochaines années. Une telle évolution pourrait compromettre leur accès aux marchés de capitaux, alors même que la dette américaine fait depuis longtemps figure de valeur refuge. Avant même d'en arriver là, il est douteux que l'État fédéral soit en mesure de contracter un très important volume d'emprunts sur une courte période, comme ce fut le cas lors de la crise financière mondiale et la pandémie de COVID-19. Nul ne sait si nous disposerons encore des marges de manœuvre budgétaires nécessaires pour prendre des mesures énergiques en cas de choc.

Futurs budgétaires possibles

Le roman d'Ernest Hemingway *Le soleil se lève aussi* contient le dialogue suivant : « Comment avez-vous fait faillite ? », demande le premier personnage. « De deux manières. Peu à peu, puis soudainement », lui répond le second. Deux scénarios distincts permettent d'envisager que les finances publiques américaines puissent emprunter des trajectoires similaires.

S'agissant de la trajectoire progressive, la dette publique et les taux d'intérêt pourraient continuer d'augmenter, tandis qu'une part sans cesse croissante des recettes publiques seraient consacrées au service de la dette, au détriment d'autres postes de la dépense publique : l'opposition politique à une réforme budgétaire pourrait alors finir par s'affaiblir, ce qui favoriserait un compromis. Cependant, les autorités pourraient également accélérer l'emprunt pour conjurer les coupes budgétaires.

Les pouvoirs publics pourraient trouver une raison supplémentaire d'agir dans l'imminence de l'épuisement des caisses de la sécurité sociale et de l'assurance-santé Medicare, qui est appelé à se produire d'ici 10 ans d'après les projections, et qui rendra nécessaire un certain nombre de mesures destinées à éviter

des réductions obligatoires du montant des prestations. De telles mesures pourraient comporter des hausses d'impôt ou des baisses des allocations, voire les deux, comme cela s'est produit en 1983, la dernière fois que l'épuisement des caisses s'est annoncé de manière imminente. Mais des emprunts supplémentaires pourraient également venir renflouer les caisses. Cette éventualité paraît plus probable cette fois-ci, au vu des évolutions du climat politique.

Si les deux partis ne parviennent pas à se mettre d'accord pour agir au cours des prochaines années, l'évolution budgétaire actuelle pourrait laisser place à une trajectoire soudaine, jusqu'au jour où le coût de l'emprunt sera devenu tout simplement inabordable. Une telle perspective paraît encore bien éloignée. De nombreuses grandes puissances économiques sont également en proie à un endettement insoutenable ; dans un tel contexte, il est possible que les investisseurs internationaux continuent de considérer pendant un certain temps que la dette des États-Unis, émise dans des proportions toujours plus importantes, est un actif plus sûr que d'autres.

L'économie des États-Unis est suffisamment solide pour s'accommoder de réformes de la fiscalité et des dépenses de l'État au service de la viabilité des finances publiques. Dans ce domaine, les idées ne manquent pas. Pour autant, dans l'immédiat, faute d'effectuer une réorientation politique et de rétablir les conditions d'une action bipartite, on voit mal comment le pays pourrait empêcher que ses difficultés budgétaires ne s'aggravent de manière constante et prolongée. **F&D**

ALAN J. AUERBACH enseigne à l'Université de Californie à Berkeley, où il est professeur à l'École des hautes études et titulaire émérite de la chaire d'économie et de droit Robert D. Burch. Il en a également dirigé le Centre Burch pour la politique fiscale et les finances publiques.

L'IA peut stimuler la croissance mondiale

Marcello Estevão



Pour obtenir des gains de productivité durables, il faudra vite apprendre à la mesurer, la financer et la réglementer

Dans le monde entier, l'intelligence artificielle (IA) alimente les débats économiques et, de plus en plus, la croissance économique elle-même. Aux États-Unis, les investissements liés à l'IA représentent désormais une bonne part de la croissance du PIB, ce qui accroît la demande de serveurs, de centres de stockage de données, de logiciels et d'infrastructures électriques. Les décideurs s'efforcent tant bien que mal de comprendre ce qui se joue : sommes-nous en train d'assister au gonflement d'une bulle d'investissement sans lendemain, ou à un essor durable de la productivité comparable à celui qu'a permis la révolution informatique des années 90 ?

L'économie des États-Unis, la plus grande du monde et toujours au centre du cycle économique mondial, est entrée dans une phase d'expansion à deux vitesses. Les secteurs à forte concentration d'IA mènent la course, tandis que le bâtiment, l'industrie manufacturière et les secteurs sensibles aux taux d'intérêt sont à la traîne. Selon le Bureau d'analyse économique des États-Unis, au troisième trimestre 2025, l'investissement dans les équipements de traitement de données et les logiciels a bondi de 16,5 % par rapport à l'année précédente. Sans l'IA, les chiffres du PIB américain auraient été bien inférieurs.

Ce schéma a des répercussions à l'échelle mondiale. Au Japon et en Europe, la croissance s'est stabilisée, mais reste tributaire d'une politique monétaire accommodante. Les pays émergents ont profité de la baisse des rendements obligataires et de l'affaiblissement du dollar, mais leur croissance dépend de plus en plus d'investissements et d'entrées de

capitaux liés aux technologies. La croissance de l'économie mondiale ne s'est pas effondrée, mais elle se concentre toujours davantage dans une poignée de secteurs et de régions.

La vague actuelle de l'IA a ceci d'inhabituel qu'elle présente une très forte intensité capitalistique. L'entraînement de grands modèles de langage et le déploiement de l'IA générative supposent une puissance de calcul et une infrastructure physique de grande envergure. L'IA s'apparente davantage à l'électricité — technologie qui, parce qu'elle en rend d'autres possibles, nécessite des investissements continus dans les réseaux, le matériel et des actifs complémentaires — que d'autres innovations récentes comme les réseaux sociaux ou le commerce numérique, qui se sont construits sur des réseaux préexistants. Pour satisfaire la demande internationale, les centres de données pourraient demander 6 700 milliards de dollars de dépenses en capital à l'échelle mondiale d'ici 2030.

Mesurer l'incommensurable

Cet essor des investissements transforme la structure de l'économie, mais révèle aussi notre inaptitude à appréhender le capital immatériel. Nos cadres de comptabilité nationale ont été conçus pour l'âge industriel, à une époque dominée par les usines et les machines-outils. Aujourd'hui, la valeur est de plus en plus à rechercher dans les données, les algorithmes, les modèles d'IA propriétaires et les infrastructures d'informatique en nuage.

Les statistiques officielles reflètent en partie cette mutation de l'économie (par exemple à travers la catégorie « logiciels et recherche-développement »), mais ne parviennent pas à appréhender une bonne

part des forces motrices de la productivité. Les coûts que supposent l'entraînement de grands modèles, le perfectionnement de jeux de données et la création de nouvelles applications sont souvent comptabilisés au titre des charges, plutôt que de la formation de capital. Même les semi-conducteurs, qui occupent une place centrale dans les écosystèmes d'IA, sont considérés comme des biens intermédiaires, plutôt que comme des supports physiques de propriété intellectuelle.

Les données du PIB surestiment donc la contribution immédiate de l'IA (en comptabilisant des dépenses massives en capital) tout en sous-estimant ses effets économiques au sens large (en faisant abstraction des retombées positives sur la productivité). C'est le même paradoxe statistique qui avait masqué les premiers gains de productivité permis par la révolution informatique. Lorsque les instruments de mesure sont en décalage avec la réalité, les décideurs risquent de mal interpréter les évolutions de l'économie, et alors adopter une orientation trop restrictive parce que la marge de capacités inutilisées leur paraît réduite ou, à l'inverse, assouplir trop vite leur politique parce que l'inflation leur paraît provenir d'un excès de demande, alors qu'elle pourrait tenir davantage à des changements structurels.

Ainsi, l'environnement dans lequel la Fed doit prendre ses décisions de politique monétaire est plus complexe qu'auparavant. Si l'adoption de l'IA fait discrètement augmenter le potentiel de production, la surchauffe de l'économie pourrait être moins prononcée que ne le laissent penser les principales données. À l'inverse, la flambée de la demande d'électricité et les goulets d'étranglement au sein des infrastructures pourraient relever le niveau plancher de l'inflation. Des erreurs d'interprétation, d'un côté comme de l'autre, pourraient être à l'origine d'erreurs dans l'orientation de la politique monétaire, dans un sens comme dans l'autre.

Nouvelles géographies

L'essor de l'IA a également pour effet de redessiner la structure du commerce international et des mouvements de capitaux. Les importations et exportations d'ordinateurs, de serveurs et de semi-conducteurs ont bondi, ce qui annonce une réorganisation des chaînes

d'approvisionnement mondiales. Les activités de fabrication et d'assemblage se réorientent vers l'Asie du Sud-Est, l'Inde, et des pôles spécialisés au Texas et dans d'autres États américains qui bordent le golfe du Mexique.

Cette rerégionalisation n'est pas une démondialisation : il s'agit d'une nouvelle géographie de l'interdépendance. Les États-Unis et la Chine restent les acteurs dominants, tandis que l'Europe s'emploie à rattraper son retard grâce à sa politique industrielle et à des incitations à l'investissement. Pour de nombreux pays émergents, la demande d'IA se traduit déjà par des exportations et des investissements directs étrangers (en particulier dans l'énergie et la fabrication de composants), mais les rend aussi plus vulnérables face à des chocs technologiques et géopolitiques.

Les mouvements de capitaux épousent de plus en plus les contours de cette géographie de l'IA. Les opérateurs de centres de données à très grande échelle (en anglais *hyperscalers*), les quelques grandes sociétés qui construisent et financent les sous-basements de la puissance de calcul informatique au niveau mondial, se sont vu accorder des valorisations boursières et des liquidités à des niveaux jamais vus depuis l'époque de la bulle Internet. En conséquence, une part disproportionnée des dépenses en capital liées à l'IA et des espérances de gains de productivité au niveau mondial se concentre sur un petit nombre de géants du secteur technologique.

Dans ses travaux de recherche, l'Institut de la finance internationale fait apparaître une distinction entre la participation numérique (l'utilisation d'outils numériques importés) et la profondeur numérique d'un pays (la capacité à produire et à exporter des biens et services numériques, et à les intégrer dans les chaînes de valeurs nationales). Les pays émergents dotés d'une profondeur numérique (Chine, Inde, Corée et un petit groupe de pôles spécialisés) attirent des investissements directs étrangers plus stables pour la production de biens et services liés à l'IA. Leurs profils d'exportateurs révèlent la part croissante des services liés aux TIC, des redevances et des contenus numériques. D'autres pays restent avant tout des consommateurs de technologies importées, et sont donc plus tributaires de flux de portefeuille sujets

aux fluctuations des cycles mondiaux des mouvements de liquidités.

À mesure que l'IA occupe une place de plus en plus centrale dans l'activité économique, la profondeur numérique pourrait jouer dans les dynamiques de mouvements de capitaux un rôle comparable à celui de la crédibilité budgétaire ou des régimes de taux de change : il s'agit d'un paramètre sous-estimé, que les décideurs mondiaux devront suivre de près.

La puissance de calcul nécessaire à l'entraînement et à l'application des modèles d'IA se situe à une telle échelle que la production d'électricité et la capacité des réseaux en deviennent des variables macroéconomiques critiques.

Cette situation a de profondes implications macroéconomiques. Des goulets d'étranglement énergétiques pourraient retarder la diffusion de l'IA, établir durablement des niveaux élevés d'inflation hors alimentation et énergie, et générer des surchauffes localisées, même quand d'autres secteurs fonctionnent au ralenti. L'investissement dans les réseaux devient une contrainte centrale du côté de l'offre, et la distinction entre politique industrielle et macroéconomique a tendance à s'estomper.

Diffusion ou concentration ?

Le véritable enjeu est de savoir si les gains de productivité permis par l'essor de l'IA seront généralisés, ou s'ils se cantonneront à un ensemble restreint d'entreprises et de secteurs d'activité. L'histoire nous enseigne que les technologies généralistes ne portent tous leurs fruits qu'au terme d'années d'investissements complémentaires — dans les compétences, les pratiques de gestion et l'adaptation des institutions. L'électricité et l'informatique ont pris des décennies à se diffuser de manière suffisamment large pour faire augmenter la productivité globale.

Si l'adoption de l'IA reste l'apanage d'opérateurs dits « hyperscalers » et de prestataires de services spécialisés, son rendement pourrait rapidement plafonner, auquel cas l'économie se retrouverait dans une situation de vulnérabilité, une fois passé le pic du cycle d'investissement. En revanche, l'application de l'IA à de nombreux secteurs pourrait relever le potentiel de production. Les enquêtes menées auprès des entreprises donnent à penser que cette diffusion a lieu, quoique

de manière inégale. Si nombre de sociétés explorent l'IA, seul un petit nombre d'entre elles ont généralisé son usage.

Cette diffusion risque de se heurter à des infrastructures inadaptées et à des statistiques obsolètes. Le décalage entre la rapidité des évolutions technologiques et la lenteur de l'action publique pourrait entraîner une volatilité inhabituelle ces prochaines années. La croissance pourrait alors osciller sous l'effet de poussées d'investissement suivies de pauses d'ajustement, tandis que les pouvoirs publics peineraient à interpréter les données sur lesquelles ils fondent leurs décisions.

Derrière les chiffres

L'essor de l'IA se produit sur fond d'incertitude. Les guerres des droits de douane, les restrictions à l'immigration et les déséquilibres budgétaires rendent l'économie mondiale plus fragmentée et moins prévisible. L'IA fait figure d'exception, car elle est à la fois une innovation technologique et un stabilisateur macroéconomique : elle est un des rares phénomènes justifiant un regain progressif de demande et d'optimisme.

Cependant, l'IA n'a pas les épaules suffisamment larges pour porter indéfiniment l'ensemble de l'économie mondiale. Aux États-Unis, son expansion reste gourmande en capitaux et chiche en emplois. L'Europe risque de rester sur la touche, à moins d'une refonte de sa politique industrielle et numérique. Les pays émergents doivent envisager avec prudence les possibilités qui s'offrent à eux, en veillant à ce qu'une énergie bon marché et une réglementation favorable ne viennent pas se substituer à la compétitivité sur le long terme.

Le temps presse pour les décideurs et les statisticiens. Il convient de rénover les appareils statistiques pour mieux appréhender le capital immatériel ; il importe que les outils de politique budgétaire et monétaire tiennent compte de la divergence entre secteurs et des nouvelles contraintes d'offre ; enfin, la coopération internationale doit garantir que la diffusion de l'IA ne bénéficie pas seulement à un petit nombre de pays. **F&D**

MARCELLO ESTEVÃO est directeur général et économiste en chef de l'Institut de la finance internationale. Il enseigne à l'Université de Georgetown.

Deux mondes à part



Alan S. Blinder

Comment réduire le fossé qui sépare l'économie de la politique

De bonnes mesures économiques coïncident rarement avec d'habiles manœuvres politiques, et cette incompatibilité est source de frustrations pour les économistes qui s'aventurent aux confins du monde politique. Plus grave encore, elle fait obstacle à l'amélioration de l'action publique. Ce fossé béant ne disparaîtra jamais complètement. Mais, à force de persévérance et avec un soupçon de bonne foi, peut-être parviendrons-nous à en combler une partie.

Avant toute chose, je voudrais tordre le cou à une idée reçue. Beaucoup pensent que les économistes exercent une énorme influence sur la conduite de l'action publique : c'est peut-être parce que l'on invoque machinalement leurs analyses à l'appui ou à l'encontre de telle ou telle politique, parce que certains d'entre nous interviennent en qualité de conseillers économiques à la Maison-Blanche, ou encore parce que la pensée économique domine la plupart des grandes banques centrales. En vérité, ce n'est pas le cas.

Dans un livre publié il y a sept ans, j'écrivais que la politique économique illustrait fréquemment ce qu'il est convenu d'appeler la théorie du lampadaire : les responsables politiques se servent de la science économique de la même manière qu'un ivrogne se sert d'un lampadaire — pour se maintenir debout, pas pour s'éclairer. Les économistes et le monde politique (par ce terme, j'entends non seulement les responsables politiques, mais aussi leur entourage de conseillers et autres experts en communication) viennent de civilisations différentes. Ils ne parlent pas la même langue. Le mot « réussite » n'a pas le même sens pour eux. Leurs temporalités diffèrent complètement. Ils ne suivent même pas la même logique.

Logique politique

J'ai longtemps pensé que l'expression « logique politique » était un oxymore. Beaucoup d'économistes le pensent encore. Mais j'ai compris que la politique avait bien une logique, que je vais décrire en prenant un exemple d'une grande simplicité arithmétique.

Imaginons un allègement fiscal qui ferait gagner un million de dollars à 10 personnes chacune, mais coûterait un dollar à 20 millions d'autres personnes. En toute logique économique, il s'agit d'une mauvaise mesure. Seule une raison convaincante qui ne soit pas de nature économique pourrait justifier sa mise en œuvre.

La logique politique est tout à fait différente. Les 20 millions de personnes qui perdent un dollar s'en apercevront à peine. En revanche, les 10 personnes qui gagnent chacune un million non seulement remarqueront cette largesse inattendue, mais éprouveront de la gratitude envers ceux qui la leur ont accordée. Aux yeux de ces derniers, les avantages d'une telle manœuvre, qu'ils prennent la forme d'un soutien dans les urnes, de contributions à leurs campagnes électorales, etc., dépasseront de loin toute perte sur le plan politique. Seuls les responsables politiques les plus intègres se refuseraient à un tel calcul.

Cet exemple montre bien pourquoi tant de décisions des pouvoirs publics semblent si peu judicieuses aux économistes, pas seulement en matière de politique fiscale, mais aussi de politique commerciale, de réglementation, de législation antitrust, parmi bien d'autres domaines. D'ailleurs, une meilleure compréhension des enjeux économiques par le monde politique n'y changerait pas grand-chose. La logique économique commande souvent d'agir

dans la direction opposée à celle qu'indique la logique politique. Or, le monde politique choisira toujours la seconde.

Une suggestion à l'intention du monde politique

Peut-on combler au moins en partie le fossé qui sépare ces deux mondes ? Faire en sorte que le monde politique accorde un peu plus de poids aux considérations économiques et que les économistes comprennent un peu mieux le monde politique ? Je pense — j'espère — que oui. Je ne suis pas naïf ; je me rends bien compte que la plus grande partie des changements nécessaires incombe aux économistes. C'est pourquoi je vais suggérer au monde politique de procéder à un changement, et aux économistes d'en consentir deux.

Les responsables politiques ne voient pas au-delà de la prochaine élection, mais il y a bien pire. Les professionnels qui les conseillent ne voient pas au-delà du prochain sondage, parfois même au-delà du prochain tweet. Leur horizon temporel s'arrête au prochain journal télévisé, et encore.

Pour autant, faire en sorte que les responsables politiques réfléchissent à plus long terme n'est peut-être pas une cause désespérée. Après tout, ils savent s'adapter. Si l'on parvient à les persuader que leurs habitudes politiques actuelles sont contre-productives, il est possible qu'ils en changent — non pas sous l'effet d'un accès d'idéalisme, mais parce qu'ils veulent gagner les élections.

Il est heureux que les quatre ans du mandat d'un président des États-Unis soient une durée suffisante pour permettre aux principaux effets de la plupart des politiques économiques de se faire sentir. Ainsi, il est vraisemblable que de judicieuses mesures de politique économique, si elles sont mises en œuvre au cours de la première ou deuxième année du mandat présidentiel, porteront pleinement leurs fruits avant l'élection présidentielle suivante. À l'intérieur de cette fenêtre de tir, le bon sens économique peut également être de bonne politique.

Bien entendu, cet heureux alignement n'a qu'un temps et se défait à mesure que s'écoule le mandat présidentiel. De toute façon, le calendrier électoral américain et son rythme effréné font bien les

choses. Dix-huit mois après le début d'une nouvelle présidence, tous les regards se tournent vers les élections parlementaires de mi-mandat, après quoi le parti au pouvoir, à la suite des pertes qu'il a essuyées à l'occasion de ce scrutin, a généralement du mal à faire adopter des mesures d'ampleur par le Congrès. Les esprits délaissent alors l'action publique pour se tourner vers la prochaine élection présidentielle. Mises bout à bout, ces considérations montrent que la phase réellement consacrée à l'action publique d'un nouveau mandat présidentiel dure rarement plus de 12 à 18 mois. Au cours de cette brève période, reconnaissons que les temporalités économique et politique s'alignent plutôt bien.

Deux recommandations pour les économistes

Quid de la minorité d'économistes désireux de participer à l'action publique ? J'ai deux suggestions à leur faire. Toutes les deux vont à l'encontre de la pensée universitaire dominante.

La première nous ramène à la question de l'horizon temporel. Celui du monde politique est trop court pour la mise en œuvre de bonnes mesures économiques. L'inverse est vrai également : la temporalité des économistes est souvent trop longue pour le monde politique.

De manière générale, les économistes s'intéressent aux effets d'une politique donnée sur « l'état d'équilibre » ou « l'état stationnaire ». Ils se demandent, par exemple, ce qui *finira par se passer* une fois que les ménages et les entreprises auront adapté leur comportement économique à telle ou telle modification apportée au code des impôts ou à un accord commercial. Ces questionnements ont de l'importance et de la valeur pour l'action publique, mais n'en ont pratiquement aucune pour le monde politique, car personne ne vit dans un état d'équilibre. Nous passons la plus grande partie de notre vie dans un état de *transition* ou un autre. Or, les économistes considèrent souvent les « coûts de transition » comme des détails éphémères sans conséquence. Ils ont tort.

Les accords commerciaux sont un bon exemple. À quelques exceptions près, la théorie du commerce international compare entre eux différents états stationnaires de plein emploi.

« Les économistes doivent se préoccuper davantage d'équité, plutôt que de chérir presque exclusivement la notion d'efficacité. »

David Ricardo nous a enseigné il y a plus de deux siècles que l'état d'équilibre dans un système de libre-échange était préférable pour la société dans son ensemble (mais pas nécessairement pour chaque individu au sein de cette société) à l'état d'équilibre dans un système protectionniste. Il avait raison, et c'est pourquoi la quasi-totalité des économistes sont des libre-échangistes convaincus.

Cependant, les ajustements nécessaires pour atteindre l'état d'équilibre, préférable, du libre-échange peuvent être longs et douloureux, entraîner des pertes d'emplois et des baisses de revenus, et avoir des effets localement dévastateurs pour le tissu économique et social, entre autres conséquences. Les économistes le savent, mais n'y prêtent pas suffisamment attention. Les responsables politiques, en revanche, vivent dans le monde réel, marqué par l'omniprésence des coûts de transition. Ils ne resteront pas forcément en fonction suffisamment longtemps pour profiter des avantages de l'état d'équilibre.

Doit-on en conclure que les économistes devraient adhérer au protectionnisme et à l'état stationnaire qui lui correspond ? Certainement pas. J'ai choisi l'exemple des échanges commerciaux pour faire valoir un argument de portée générale, à savoir que les économistes devraient consacrer beaucoup plus de temps et de travail à réfléchir aux coûts de transition, aux conséquences douloureuses qu'ils sont susceptibles d'entraîner, ainsi qu'à la manière de les atténuer, et réfléchir davantage à ce qui se produit avant l'avènement de ce fameux état d'équilibre.

Ma deuxième suggestion à l'intention des économistes : qu'ils se préoccupent davantage d'équité, plutôt que de chérir presque exclusivement la notion d'efficacité. En politique, le sentiment d'équité paie presque toujours plus que l'efficacité. Le monde politique en est conscient, et c'est l'une des raisons pour lesquelles la

politique économique est souvent d'une inefficacité flagrante.

Écrire ces lignes m'expose au risque de perdre mon certificat de bonne conduite économique. Après tout, nous autres économistes vouons un culte à l'efficacité pour la bonne et simple raison que celle-ci permet d'agrandir le gâteau de la richesse économique : une manière d'avoir le beurre et l'argent du beurre, en quelque sorte. Je ne recommande donc pas d'abandonner l'efficacité en tant que principe directeur, mais seulement de tempérer notre dévotion pour cette idée par davantage de respect pour la faisabilité politique, qui est souvent étroitement liée au sentiment d'équité.

Les débats sur la fiscalité, qui occupent depuis longtemps les législateurs du monde entier, en sont un bon exemple. La belle théorie de la fiscalité optimale forgée par les économistes repose sur la notion d'efficacité maximale. Or, cette théorie ne joue aucun rôle dans les débats législatifs, qui sont, en revanche, dominés par l'enjeu de l'équité, d'où le désordre fiscal que nous connaissons.

Politique des petits pas

Voici maintenant mon conseil aux économistes qui s'intéressent à la pratique (plutôt qu'à la théorie) de la politique économique. Ne perdez pas de vue l'impératif d'efficacité. Il a son importance, et nous avons raison d'y penser. Mais il faudra peut-être nous contenter d'une politique des petits pas, loin des gros titres de l'actualité, pour faire en sorte que les détails d'un train complexe de mesures soient moins inefficaces. Quand le meilleur des choix n'est pas à notre portée, autant nous rabattre sur l'un des moins mauvais. **F&D**

ALAN S. BLINDER est professeur d'économie à l'Université de Princeton et ancien vice-président de la Réserve fédérale. Le présent article s'inspire d'une conférence prononcée devant l'Académie américaine de sciences politiques et sociales.

IA : LA RUÉE VERS LES TALENTS

La réussite d'un pays à l'ère de l'IA dépasse le seul enjeu technologique, elle dépend aussi du degré de préparation de sa main-d'œuvre à son utilisation

EN CETTE PÉRIODE OÙ L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE (IA) transforme le monde du travail, les pays ne s'empressent pas uniquement de bâtir des centres de données et de générer de meilleurs algorithmes. Ils disputent aussi une course parallèle visant à créer des marchés du travail plus intelligents. La demande de compétences nouvelles et numériques accélère. Une offre d'emploi sur dix dans les pays avancés et une sur vingt dans les pays émergents exige au moins une nouvelle compétence. Les employeurs sont prêts à mettre la main à la poche. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les offres recherchant ces nouvelles compétences proposent généralement des rémunérations plus élevées, de l'ordre de 3%, voire de 15% pour celles demandant plusieurs de ces nouveaux atouts. Ce gain financier souligne l'importance de rester à l'avant-garde en matière de compétences.

Il se trouve que certains pays sont mieux préparés que d'autres. L'indice de préparation aux compétences du FMI montre quels sont les pays les mieux armés pour l'avenir. Sur les 23 pays pour lesquels des données sont disponibles, ce sont l'Irlande, la Finlande et le Danemark qui mènent la course, associant de fortes proportions de diplômés dans le domaine technologique à de solides dispositifs de formation et de reconversion pour adultes. Désormais, leur défi ne consiste plus seulement à produire des talents, mais aussi à les absorber. Ces pays doivent encourager l'innovation et développer la création d'emplois hautement qualifiés pour que leurs investissements dans l'enseignement se traduisent par de larges palettes de possibilités.

D'autres sont confrontés à l'obstacle inverse. Des pays comme la Suède et les Pays-Bas enregistrent une forte demande de nouvelles compétences, mais ils ne disposent pas des travailleurs qualifiés pour y répondre. L'action des pouvoirs publics doit alors s'attacher à alimenter les filières de talents en développant l'enseignement et la reconversion professionnelle.

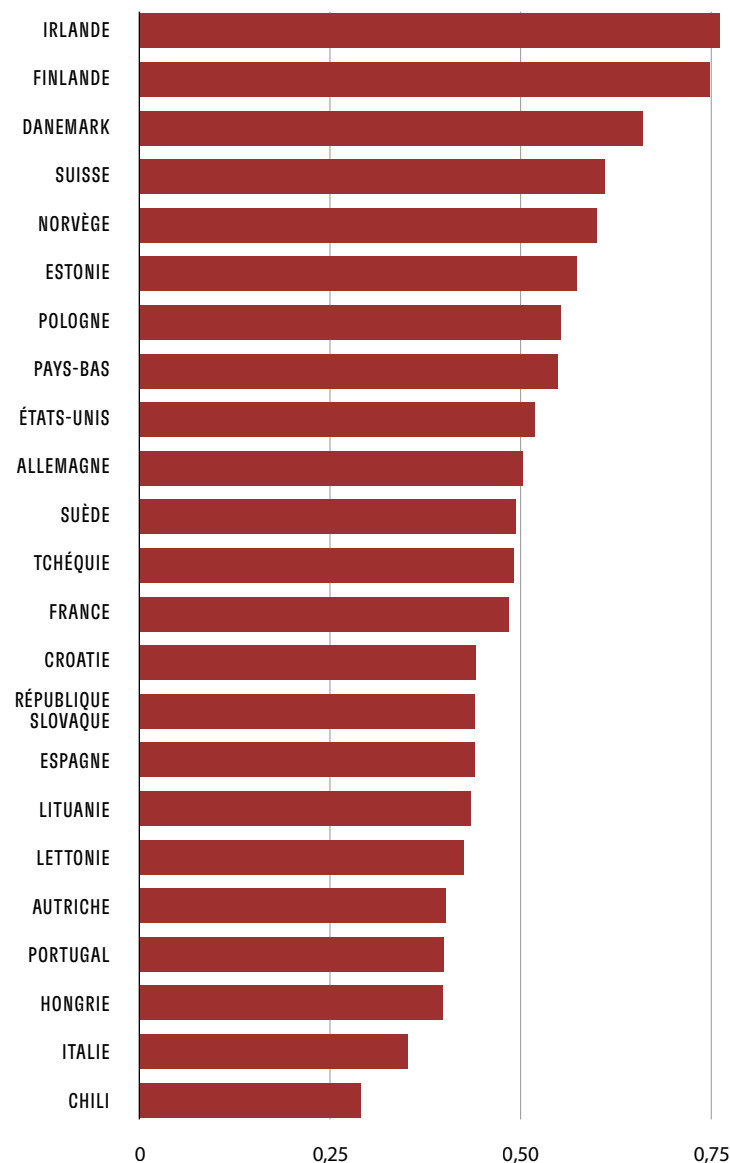
Au bout du compte, les pays qui préparent leurs travailleurs tout en créant les conditions nécessaires pour que les entreprises absorbent ces compétences seront les mieux placés pour prospérer dans l'économie de l'IA. **F&D**

Cet article est inspiré de la note de réflexion des services du FMI « Bridging Skill Gaps for the Future: New Jobs Creation in the AI Age » (janvier 2026).

Prêts à affronter la concurrence

Dans la préparation des travailleurs avec de nouvelles compétences, c'est l'Europe du Nord qui fait la course en tête.

(Indice de préparation aux compétences)



SOURCES : Organisation internationale du Travail ; Lightcast ; Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ; calculs des services du FMI.

NOTE : L'indice traduit la capacité des pays à former les travailleurs et à les doter de nouvelles compétences.

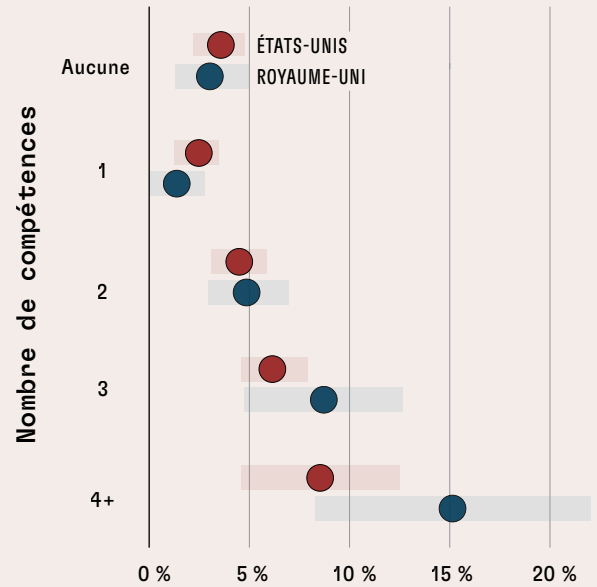
L'état de préparation en graphiques

Le diagramme de dispersion ci-dessous montre que de nombreux pays de l'Europe du Nord et de l'Ouest présentent une forte demande de nouvelles compétences associée à une solide formation de diplômés qualifiés dans les domaines émergents, ce qui les place dans le quadrant supérieur droit. Ces pays font partie des mieux placés pour être compétitifs dans une économie fondée sur l'IA.

Le fond rose et blanc représente le rapport entre l'offre et la demande par comparaison aux États-Unis, qui servent de point de référence. Ce rapport met en évidence des priorités différentes dans l'action publique. Certains pays doivent absorber un excédent de talents (blanc), là où d'autres doivent développer les filières de formation (rose).

Sur le graphique de droite, les données relatives aux salaires au Royaume-Uni et aux États-Unis montrent que les emplois nécessitant de nouvelles compétences offrent une rémunération jusqu'à 15 % supérieure.

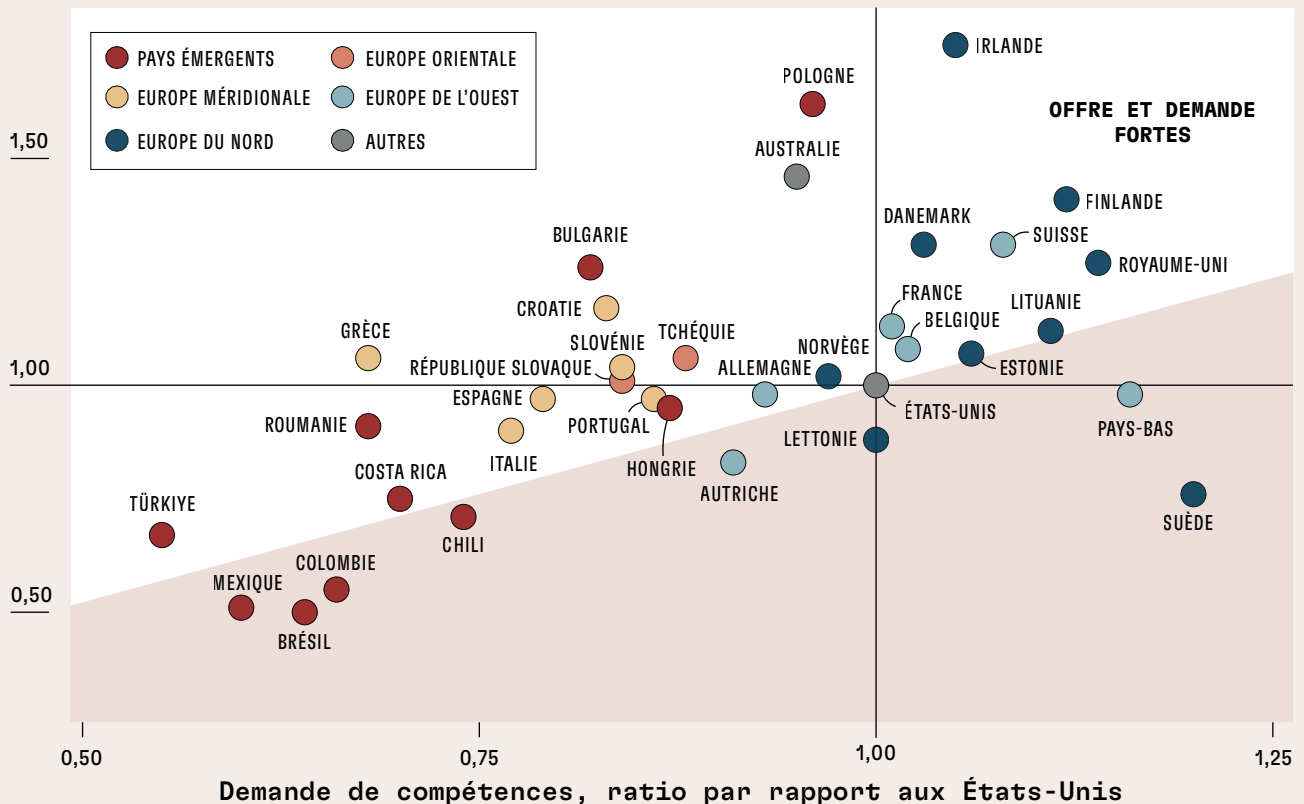
Effet sur les salaires



Offre et demande de nouvelles compétences

OFFRE DE COMPÉTENCES SUPÉRIEURE À LA DEMANDE DEMANDE DE COMPÉTENCES SUPÉRIEURE À L'OFFRE

Proportion de diplômés dotés de nouvelles compétences, ratio par rapport aux États-Unis



SOURCES : Organisation internationale du Travail ; Lightcast ; Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ; calculs des services du FMI.

NOTE : Les données relatives aux salaires sont issues de régressions appliquées aux offres d'emploi sur la période 2020-24. Les zones ombrées correspondent à des intervalles de confiance de 95 %. Le diagramme de dispersion compare la part projetée des offres d'emploi mentionnant de nouvelles compétences (demande projetée) à la part des diplômés formés à ces compétences (offre projetée), en utilisant les États-Unis comme point de référence. Hors graphique : Luxembourg (1,51 ; 0,32).

DETTE ÉLEVÉE, DÉCISIONS DIFFICILES





L'accumulation de la dette publique et
la hausse des taux d'intérêt posent des difficultés
financières et nécessitent des décisions difficiles

Era Dabla-Norris et Rodrigo Valdes

La politique budgétaire a toujours supposé des arbitrages. Qui verra ses besoins financés ? Ses charges reportées ? À quelles conditions ? Jusqu'alors, les États pouvaient repousser le choix en empruntant à bon compte. Mais l'endettement record et la hausse des coûts de l'emprunt changent la donne. En parallèle, la demande de fonds publics augmente alors même que les ressources se raréfient. Nos sociétés ne pourront concilier ces exigences qu'en s'appuyant sur un levier souvent négligé et aujourd'hui insuffisant : la confiance.

Avant même la pandémie de COVID-19, la dette publique était en constante augmentation. Dans de nombreuses démocraties, les programmes des partis politiques faisaient la part belle à l'augmentation des dépenses et des déficits, et à l'ajournement des réformes structurelles (Cao, Dabla-Norris et Di Grigorio, 2024). Une faible croissance économique, les dépenses liées à la prise en charge d'une population vieillissante et la réticence à augmenter les impôts n'ont pas aidé. Les choix difficiles ont été retardés et la dette s'est accumulée, à la faveur du niveau inhabituellement bas des taux d'intérêt ces deux dernières décennies.

Puis, en 2020, confrontés au pire effondrement économique depuis la Grande Dépression, les États ont emprunté massivement. La dette des pays avancés s'est alourdie de plusieurs dizaines de points de pourcentage de PIB ; dans certains pays, elle a dépassé 120 % (graphique 1). Malgré des contraintes de financement accrues, les pays émergents et les pays à faible revenu ont fait de même. Cette réponse a évité le pire et la dette s'est ensuite souvent stabilisée, mais l'emprunt a cessé d'être bon marché.

Aujourd'hui, les décideurs souffrent du COVID long dans son variant budgétaire. Symptômes : hausse des taux d'intérêt et renchérissement de la dette. La dette publique à l'échelle mondiale a grimpé à 93,9 % du PIB en 2025 et pourrait dépasser les 100 % d'ici 2028, un niveau jamais vu en temps de paix, ce qui représente un tournant pour la politique économique et pour la vie politique en général. Dans le même temps, des dynamiques structurelles au long cours (vieillesse, climat,

hausse des attentes sociales et, dans les pays à faible revenu, recul de l'aide et coût d'emprunts durablement élevés) continuent de grever les budgets, alors que la montée des tensions géopolitiques pousse aussi les États à accroître leurs dépenses de défense et de politique industrielle.

Le fardeau de la dette

L'ère des taux d'intérêt extrêmement bas est révolue, mais les tendances de la croissance économique n'ont pas sensiblement changé. En un laps de temps réduit, les coûts d'emprunt ont doublé, voire triplé. Les paiements d'intérêts viennent grignoter une part croissante des budgets, au détriment d'autres postes de dépense. Aux États-Unis, par exemple, les paiements d'intérêts nets, qui représentaient environ 2 % du PIB avant la pandémie, ont bondi à 4,2 % en 2025 (plus que les dépenses de défense) et devraient encore augmenter. Dans la moyenne des pays à faible revenu, les paiements d'intérêts englobent 21 % des recettes fiscales.

Une dette publique élevée réduit la capacité des États à absorber les chocs, perturbe l'économie au sens large en renchérisant le capital, et complique la tâche des autorités monétaires, tout en motivant des pratiques de répression financière. Elle peut aussi fragiliser la stabilité financière — surtout dans les pays émergents — si les investisseurs doutent du remboursement, ce qui fait grimper les taux et peut provoquer des ajustements brusques : comme l'expliquait Rudi Dornbusch, économiste allemand du XX^e siècle, « les crises prennent bien plus de temps qu'on ne le pense à éclater, puis se déroulent plus vite qu'on ne l'aurait cru ». En outre, une dette élevée réoriente les recettes intérieures en direction des créanciers, au détriment d'autres besoins.

Lorsque la dette et les taux d'intérêt sont bas, les États peuvent esquiver des choix difficiles en empruntant davantage et en espérant que la croissance économique permettra de dégager suffisamment de recettes fiscales supplémentaires pour rembourser les intérêts et, *in fine*, le principal. Aujourd'hui, cependant, l'ère des choix faciles est révolue. Toute dette non financée aujourd'hui impose demain

impôts plus élevés ou dépenses réduites, ne serait-ce que pour couvrir les charges d'intérêt supplémentaires générées par cette nouvelle dette. Au-delà d'un certain seuil, un ajustement douloureux devient inévitable — austérité, inflation, répression financière, voire défaut. Dès lors, impossible d'é luder la question suivante : faute de marges de manœuvre budgétaires suffisantes, à quels arbitrages faudra-t-il se résoudre, et au détriment de qui ?

Impasse budgétaire

L'un de ces dilemmes récurrents concerne la taille du secteur public. Avec la hausse du niveau de vie, les citoyens exigent une protection sociale fiable, une éducation et des soins abordables, des investissements publics solides et une meilleure couverture des risques (catastrophes climatiques, pandémies). Les pays avancés ont étendu l'État-providence après 1945, puis ils ont été nombreux à le faire à nouveau après 2008 et en réaction à la pandémie. Les pays émergents sont mis en demeure par leurs citoyens, qui demandent une répartition équitable des fruits de la croissance, de renforcer leurs filets de sécurité plus modestes. La difficulté tient à ce que les sociétés sont généralement davantage enclines à exiger des protections qu'à consentir un accroissement des recettes publiques. De plus, les baisses d'impôt ne s'accompagnent pas systématiquement d'une modération de la dépense publique. Les États ne peuvent pas accorder les avantages sociaux d'un modèle à la nordique sans fiscalité à la nordique. Or, même à un tel niveau de prélèvements obligatoires, le vieillissement de la population et d'autres phénomènes viennent compliquer l'équation.

Un autre dilemme tient au nécessaire équilibre entre crédibilité et flexibilité. Les États ont besoin de marges de manœuvre pour riposter aux chocs, mais ils doivent aussi rassurer les marchés et les citoyens quant à leur capacité à maîtriser l'endettement. Des règles budgétaires trop rigides (comme un plafond d'endettement excessivement contraignant) ou des baisses de dépenses et des hausses d'impôts trop soudaines peuvent aggraver les récessions ; à l'inverse, ne pas tenir compte des déficits

peut déclencher une violente réaction des marchés, comme ce fut le cas lors de la crise de la dette de la zone euro. La difficulté consiste à s'engager résolument en faveur de la viabilité des finances publiques sans pour autant corseter l'action publique. Pour y parvenir, il convient que les États disposent de points d'ancrage budgétaires crédibles à moyen terme, assortis de clauses dérogatoires en cas de chocs d'une amplitude exceptionnelle, qu'ils mettent en place de manière transparente des plans d'action qui donnent la priorité aux investissements et à la protection des couches les plus vulnérables de la population, et qu'ils se dotent de cadres institutionnels de nature à inspirer confiance sans entraver la capacité des pouvoirs publics à réagir en cas de graves revers. Il n'a jamais été aussi important — et aussi difficile — d'atteindre cet équilibre.

Le troisième défi concerne la question de savoir s'il faut investir aujourd'hui ou garder des munitions pour plus tard. Les besoins urgents demandent des moyens, qu'il s'agisse de sécurité nationale, de résilience face aux chocs, de transition climatique, d'inclusion sociale ou de développement. Or chaque denier public dépensé aujourd'hui signifie moins de réserves pour la prochaine crise. Dans un monde sujet à des chocs fréquents, ce type d'arbitrage est très difficile. Les pays qui épuisent leurs capacités d'emprunt pendant les périodes fastes se retrouvent dangereusement démunis lorsque surviendra la prochaine récession ou la prochaine catastrophe. Il ne s'agit pas ici de se préparer aux meilleurs scénarios possibles, mais de se doter de stratégies budgétaires applicables en cas de mauvaise surprise, c'est-à-dire pouvoir compter sur quelques réserves au moment où la prochaine crise pourrait bien être déjà en train de se profiler.

À présent, chaque décision budgétaire comporte explicitement des gagnants, des perdants et une chronologie, et l'économie politique qui gouverne ces choix est de plus en plus complexe. À qui ou à quoi accorder la priorité ? Quels impôts mobiliser, quels programmes abandonner ? Les gouvernants ne peuvent plus se permettre d'éluder ces questions en contractant de nouveaux emprunts. Ils doivent y répondre clairement, ce qui suppose de redoutables difficultés.

Défis intergénérationnels

Une dette publique élevée est davantage qu'une source de préoccupation macroéconomique : c'est aussi une question de justice entre les générations. Comme le disait Edmund Burke, homme d'État britannique du XVIII^e siècle, « la société est un partenariat entre les vivants, les morts et ceux qui ne sont pas encore nés ». L'endettement permet de financer des projets porteurs de croissance, d'absorber un choc ou de répartir des coûts dans le temps. Cependant, les déficits persistants sont financés par des emprunts que les travailleurs et les contribuables de demain devront rembourser. Lorsque la dette est élevée et que les taux d'intérêt augmentent, davantage de moyens publics sont consacrés à rémunérer les détenteurs d'obligations qu'à faire fonctionner les services publics. Ce transfert de richesses se poursuit tant qu'il y a de la dette à rembourser, et il s'accroît tant que de nouveaux emprunts sont contractés.

Les évolutions démographiques exacerbent ces difficultés de deux manières. À mesure que la population vieillit, le coût des retraites et des soins de santé se met à augmenter plus vite que les recettes fiscales. Et quand la natalité s'effondre, ces coûts doivent être supportés par une population active de moins en moins nombreuse. Les pays avancés comptent aujourd'hui environ trois travailleurs par retraité, contre à peu près quatre en 2000, et tendent vers un ratio de deux travailleurs par retraité à l'horizon 2050 (OCDE, 2025). En outre, beaucoup des engagements contractés au titre des retraites et de l'assurance maladie ne figurent pas au bilan des administrations publiques. Or, au fur et à mesure que la population vieillit, ces passifs implicites refont surface dans les budgets, de manière souvent très déstabilisatrice, d'où les choix cornéliens que doivent effectuer les gouvernants : augmenter les impôts, diminuer les prestations, ou continuer à emprunter et se contenter de repousser l'heure du choix.

Plus longtemps les pouvoirs publics reportent les décisions difficiles, plus ils seront contraints à des ajustements abrupts et onéreux le jour où les créanciers ou la réalité des finances publiques les forceront à agir. Pire encore, un nombre plus restreint de personnes devront alors

payer l'addition. Dans le même temps, les transferts et autres dépenses courantes ou décaissements au titre du service de la dette peuvent supplanter des investissements dans l'éducation, les technologies et les infrastructures, au détriment de la prospérité de la prochaine génération. La nature de l'économie politique exacerbe cette difficulté : en effet, les électeurs actuels s'opposent à ce que diminue le niveau des prestations qu'ils perçoivent ou qu'on leur a promis, mais les électeurs âgés peuvent former un bloc électoral particulièrement puissant.

Le personnel politique, soucieux d'éviter des mesures impopulaires comme le relèvement de l'âge de départ à la retraite, le rognelement des prestations sociales ou l'élargissement de l'assiette de l'impôt, préfère s'en remettre à l'emprunt. Ce biais en faveur du présent soulève de considérables problèmes d'équité. Les jeunes générations voient les États accumuler de la dette et soupçonnent que ce sont elles qui régleront la facture au moment de leur départ à la retraite, sous la forme de hausses d'impôts et de services publics au rabais. La confiance s'étiole et le pacte social entre générations s'effiloche. Les marchés financiers observent aussi la situation, exigent des primes de risque plus élevées ou bien se retirent du jeu lorsqu'ils perçoivent que le nécessaire rééquilibrage des finances publiques est sans cesse reporté *sine die*.

Néanmoins, l'emprunt n'est pas mauvais en soi pour les jeunes générations. La dette peut permettre de préparer un avenir meilleur, à condition d'alimenter la croissance ou d'éviter de graves récessions. En finançant des investissements dans les infrastructures, l'éducation et la résilience face au changement climatique, l'endettement d'aujourd'hui peut procurer des avantages aux citoyens de demain. Or, il est inquiétant de constater qu'une part trop importante de l'endettement récent n'a permis que de financer la consommation courante ou d'éviter des choix difficiles, ce qui revient à transférer une part croissante du fardeau aux futurs contribuables plutôt qu'aux bénéficiaires actuels. Toute la question est de savoir si nous laisserons aux futures générations un monde meilleur et plus prospère, ou bien si nous les laisserons tout simplement payer la note.

Si la politique budgétaire consiste à répartir les coûts au fil du temps et entre les différents groupes sociaux, alors la confiance est la monnaie d'échange qui rend cette répartition politiquement faisable. Faute de confiance, même les réformes les plus raisonnables et les mieux conçues peuvent échouer, dans la mesure où les citoyens douteront de leurs justifications et de leurs résultats. Quand la confiance est là, les sociétés sont plus enclines à consentir des sacrifices difficiles dans la durée.

Craintes des citoyens

Avoir confiance, c'est penser qu'une chose est sûre et fiable, ou que quelqu'un est bon et honnête. Cela vaut aussi en matière de finances publiques : les décisions dans ce domaine doivent être comprises, justes, transparentes et judicieuses, sans quoi elles n'inspirent pas confiance.

De nombreuses sociétés souffrent d'un déficit de confiance (graphique 2). Une étude récente, réalisée à partir d'une enquête menée en 2024 auprès de 27 000 personnes dans 13 pays, permet de mieux comprendre les écarts de perception qui alimentent cette défiance (Bianchi, Dabla-Norris et Khalid, 2025). De nombreuses personnes, aussi bien dans les pays avancés que dans les pays émergents, ne comprennent pas les enjeux budgétaires de base. Ainsi, à peine environ 42% des personnes interrogées comprennent qu'une hausse d'impôts ou une baisse de dépenses permet de réduire le déficit public. Autre résultat, plus de 60% d'entre elles sous-estiment la part de la dette publique dans le PIB de leur pays, en particulier dans les pays les plus endettés. Si les gens estiment que le niveau d'endettement n'est pas si élevé ou néfaste, ils auront naturellement tendance à considérer que les appels à la réforme des finances publiques sont exagérés ou motivés par des arrière-pensées politiques. Une telle incompréhension revient à mal mesurer l'urgence de l'enjeu et rend plus difficile de susciter l'adhésion à des mesures correctrices rapides.

Sans confiance, le pessimisme quant aux politiques publiques augmente. Les personnes interrogées qui font le plus confiance à l'État sont 20% plus susceptibles de considérer que les politiques qu'il met en œuvre permettront de stabiliser ou de réduire la dette publique. Si, dans l'ensemble, les personnes interrogées doutent que les politiques de désendettement actuelles améliorent leur sort, celles qui font davantage confiance à la puissance publique sont 17% plus susceptibles d'espérer des effets positifs pour leur situation personnelle.

Les inquiétudes révélées par l'enquête dépassent revenus et âges : beaucoup craignent pour leur retraite et l'accès aux services essentiels, et doutent d'un partage équitable de l'effort budgétaire. Ces inquiétudes façonnent le vote des citoyens et la

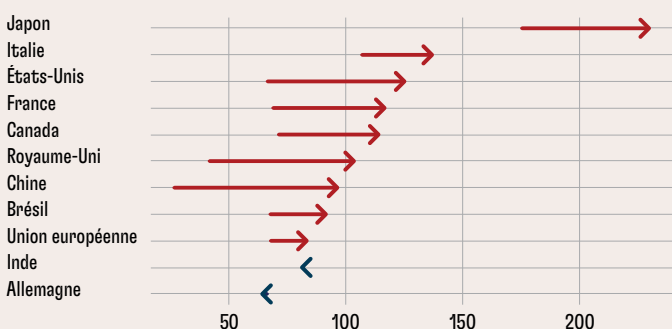
manière dont ils expriment leur mécontentement. Les réformes budgétaires, quelles qu'en soient les justifications économiques, ont beaucoup moins de chances d'être soutenues par ceux qui craignent d'en pâtir. Par exemple, si les actifs de la classe moyenne pensent que la réduction du déficit passera par la baisse des pensions de retraite ou le relèvement de l'âge de départ, ils s'y opposeront. Si les contribuables fortunés soupçonnent que la réforme va se traduire par une taxation de leur patrimoine, ils la rejeteront

GRAPHIQUE 1

Le fardeau de la dette s'alourdit

Au terme de deux décennies, la plupart des principales puissances économiques ont vu leur dette publique fortement augmenter et leur espace budgétaire se réduire.

(dette publique en pourcentage du PIB, 2005 → 2025)



SOURCE : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

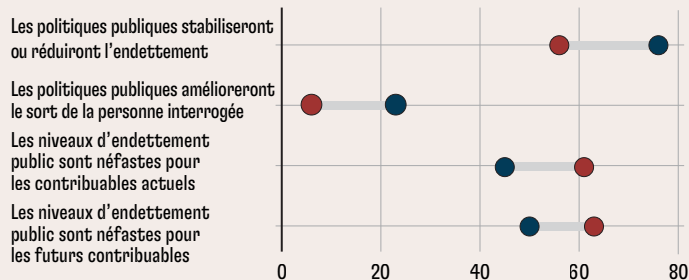
GRAPHIQUE 2

La confiance favorise l'optimisme

La confiance est facteur d'optimisme quant à la gestion de la dette publique, mais le niveau élevé d'endettement continue de susciter une préoccupation généralisée.

Pour chaque groupe, pourcentage des personnes interrogées qui sont d'accord avec chacune des affirmations suivantes

● Font confiance à l'État ● Ne font pas confiance à l'État



SOURCE : Bianchi, Dabla-Norris et Khalid, 2025. NOTE : Les personnes qui font confiance à l'État sont celles qui sont d'accord avec l'affirmation suivante : « On peut faire confiance à l'État pour prendre les bonnes décisions. » Les personnes n'ayant exprimé ni accord ni désaccord sont classées parmi celles qui ne font pas confiance à l'État.

aussi. Enfin, si les citoyens pensent que le produit des nouveaux impôts alimentera la corruption et les gabegies, ils se diront qu'ils n'ont aucune raison de les payer.

La confiance dépend aussi de l'expérience passée. Dans les pays qui ont mis en œuvre plusieurs plans d'austérité sans résultats probants, les citoyens envisagent tout nouvel assainissement budgétaire avec scepticisme. Si des coupes claires n'ont pas permis de réduire l'endettement, les citoyens se demanderont à juste titre comment de nouvelles baisses de dépenses ou hausses d'impôts pourraient apporter la moindre solution. Dans le même ordre d'idées, des faits de corruption ou le détournement des fonds d'un plan de relance sapent la confiance des citoyens dans la compétence des dirigeants. Dans un tel contexte, même de modestes propositions de réforme peuvent apparaître scandaleuses, car les gens soupçonneront alors que celles-ci obéissent à des motivations dissimulées ou bien qu'elles entraîneront des injustices. Évoquer la possibilité d'une réforme du système de retraite peut suffire à déclencher des manifestations de mécontentement, lorsque les citoyens craignent de se voir privés d'une sécurité durement acquise. À la simple mention d'une éventuelle réforme fiscale, beaucoup suspecteront immédiatement que les revenus qu'ils ont gagnés à la sueur de leur front seront employés à mauvais escient. Les expériences de réforme des subventions aux carburants ne sont pas moins éloquentes : si les enjeux des coûts budgétaires, du mauvais ciblage et des distorsions économiques sont bien compris, en revanche la mise en œuvre s'est fréquemment révélée complexe sur le plan politique comme sur le plan social.

La défiance peut déclencher un cercle vicieux : pour ménager l'opinion, les dirigeants repoussent les mesures difficiles, l'endettement s'aggrave et la confiance s'érode encore plus. Cependant, lorsque les citoyens pensent que les sacrifices sont équitablement répartis et permettront un avenir meilleur, ils ont montré qu'ils étaient disposés à consentir à des réformes parfois douloureuses, s'agissant notamment des systèmes de retraites (FMI, 2024, 2025). Les électeurs accepteront des sacrifices à court terme au service de la stabilité à long terme uniquement s'ils ont confiance.

Inspirer confiance

Les niveaux actuellement élevés de la dette publique mettent comme jamais à l'épreuve les sociétés et leurs États, et il est clair que des mesures urgentes s'imposent. Chaque année de dérive budgétaire laisse les pays plus exposés aux chocs de taux d'intérêt et aux humeurs changeantes des marchés. Cependant, assainir les finances publiques ne signifie pas mettre en place des mesures d'austérité généralisées. Il s'agit plutôt de prendre des mesures progressives et bien dosées visant à placer l'endettement sur une trajectoire stable, tout en continuant à investir pour l'avenir. Cela exige de présenter honnêtement les alternatives et de se montrer prêt au compromis : les responsables politiques doivent dire la vérité aux citoyens sur les choix difficiles qui s'imposent à eux, et les citoyens doivent admettre que certains dispositifs appréciés ne pourront pas être maintenus faute de moyens supplémentaires ou de réformes.

La confiance est la principale variable de cette équation. La population doit croire que les sacrifices seront répartis de manière juste et que les réformes déboucheront sur des avantages concrets. Les citoyens seront plus susceptibles de soutenir des mesures difficiles s'ils ont le sentiment que les politiques budgétaires appliquées sont judicieuses, transparentes et équitables. Mais la confiance ne se décrète pas, elle se mérite et se conserve.

S'il n'existe pas de panacée pour inspirer la confiance des citoyens, certaines institutions et pratiques peuvent être utiles. La transparence budgétaire et la bonne gestion des finances publiques sont fondamentales. Des conseils budgétaires indépendants qui poursuivent un mandat clair, jouissent d'une autonomie réelle et comptent dans leurs rangs des experts reconnus, comme c'est le cas aux Pays-Bas, évaluent de manière impartiale l'état des finances publiques et demandent aux administrations publiques de rendre compte de leurs projets budgétaires. Des évaluations de la dépense publique, des rapports sur les dépenses fiscales et des études d'impact, qu'ils soient produits par les États ou des entités indépendantes, permettent à la fois aux décideurs et aux citoyens de comprendre où va l'argent public et ce qu'il permet de financer. Une

gestion prudente de la masse salariale du fonctionnariat et l'efficacité de la commande publique peuvent atténuer le sentiment de gaspillage. La réduction du nombre de régimes de faveur en matière fiscale et de retraites contribue à plus d'équité, et la surveillance étroite des entreprises publiques envoie un signal de responsabilité et de compétence. Ces mesures n'ont rien de remèdes miracles, mais elles contribuent à combler l'écart entre ce qui est techniquement possible et ce qui est politiquement faisable. Elles dégagent des marges de manœuvre pour mener les réformes, renforcent la crédibilité de la politique budgétaire, et permettent aux États de démontrer qu'ils s'emploient sérieusement à faire le meilleur usage possible des deniers publics.

L'essentiel est de considérer les contraintes à l'œuvre avec réalisme tout en envisageant des changements ambitieux. En relevant judicieusement le défi de la dette, nous pourrions établir de solides fondations pour pérenniser la prospérité et préserver le contrat social entre générations. Si nous échouons ou tardons trop, nous irons au-devant de graves problèmes économiques et verrons la confiance dans les institutions s'éroder encore plus. La trajectoire que nous choisissons aujourd'hui pour nos finances publiques définira la prospérité et l'équité de demain. **F&D**

ERA DABLA-NORRIS est directrice adjointe au département des finances publiques du FMI, dirigé par **RODRIGO VALDES**.

BIBLIOGRAPHIE

Bianchi, Francesco, Era Dabla-Norris, and Salma Khalid. 2025. "Perceptions of Public Debt and Policy Expectations: Evidence from Cross-Country Surveys." NBER Working Paper 34382, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Cao, Yongquan, Era Dabla-Norris, and Enrico Di Grigorio. 2024. "Fiscal Discourse and Fiscal Policy." IMF Working Paper 24/194, International Monetary Fund, Washington, DC.

International Monetary Fund (IMF). 2024. *World Economic Outlook: Policy Pivot, Rising Threats*. Washington, DC, October.

International Monetary Fund (IMF). 2025. *Fiscal Monitor: Fiscal Policy under Uncertainty*. Washington, DC, April.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). 2025. *Pensions at a Glance 2025*. Paris.

STABILISER LA DETTE DES PAYS AVANCÉS

Zsolt Darvas et Jeromin Zettelmeyer

Les pays doivent faire preuve de discipline budgétaire et engager des réformes porteuses de croissance à long terme

De nombreux pays avancés très endettés vont au-devant de sombres perspectives budgétaires. Si les politiques actuelles sont maintenues, les ratios de dette publique de pays comme la Belgique, les États-Unis, la France et le Royaume-Uni seront amenés à se détériorer au cours des 20 prochaines années. Ils sont encore en mesure d'emprunter, mais dans certaines limites.

Jusqu'à présent, les marchés financiers se sont montrés indulgents. Cependant, de récentes secousses donnent à penser qu'ils pourraient se montrer plus sensibles à de mauvaises nouvelles sur les fronts budgétaire et économique. Les investisseurs pourraient exiger des taux d'intérêt plus élevés, y compris aux pays dotés de marchés obligataires très liquides, ce qui compliquerait considérablement la tâche du désendettement.

La croissance de la productivité permise par l'IA est susceptible de freiner la hausse des ratios d'endettement et de réduire l'ampleur des ajustements nécessaires. Néanmoins, on ne sait pas quand cet effet se fera sentir, ni dans quelles proportions. De plus, le vieillissement de la population et l'affaiblissement de la croissance provoqué par la fragmentation des échanges commerciaux et l'incertitude politique ont l'effet opposé.

Quelles mesures seront nécessaires pour stabiliser les ratios de dette publique ? Dans une récente publication, rédigée avec Gonzalo Huertas et Lennard Welslau, nous avons évalué les ajustements budgétaires qui s'imposent aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans les pays de l'Union européenne (UE). En nous appuyant sur des prévisions de croissance officielles, des projections de taux d'intérêt, de taux de change et d'inflation, fondées sur des données de marché et des simulations de chocs, nous avons établi des

distributions probabilistes pour les futurs ratios d'endettement dans différents scénarios relatifs au solde primaire, lequel exclut les paiements d'intérêts de la dette.

Nous avons envisagé un horizon de 20 ans à partir de 2024 et l'avons divisé en deux périodes. Au cours de la première période, d'une durée de sept ans, les États relèvent le solde primaire à un niveau qui permet la viabilité de la dette. Au cours de la seconde période, qui s'étend sur 13 années, les États maintiennent le solde primaire à un niveau constant, exception faite des hausses de dépenses liées au vieillissement de la population. Notre but était d'assurer, à une probabilité de 70 %, que l'ajustement budgétaire effectué dans la première période soit suffisant pour stabiliser le ratio d'endettement au cours des cinq dernières années de l'horizon temporel de 20 ans.

Résultats mitigés

L'aspect positif est que, dans bien des cas, le niveau du solde primaire requis à long terme ne paraît pas excessivement élevé. Il s'élève ainsi à 1,3% du PIB pour la France et les États-Unis, 1,8% pour la Belgique et le Royaume-Uni, et 2,5% pour l'Italie. L'aspect négatif, c'est qu'au vu de l'ampleur des déficits de 2024, il est vraisemblable que des rééquilibrages considérables deviendront nécessaires. Une grosse dizaine de pays devront procéder à des ajustements à hauteur de plus de 3% du PIB ; cinq d'entre eux (les États-Unis, la France, la Pologne, la Roumanie et la Slovaquie) devront consentir un rééquilibrage à hauteur de 5% par rapport à 2024.

Théoriquement, la quasi-totalité des pays de l'UE prévoit des ajustements pour stabiliser le ratio d'endettement. Cependant, plusieurs d'entre eux se fondent sur des hypothèses macroéconomiques plus optimistes

que celles qui découlent de la méthodologie commune de l'UE. Les projections allemandes, par exemple, supposent une inflation et une croissance plus élevées que ce que prévoient les spécialistes. Si la croissance et l'inflation s'avèrent plus faibles que ne l'a prévu l'Allemagne, son déficit et sa dette seront beaucoup plus élevés.

En outre, les projections de la Commission européenne et du FMI donnent à penser qu'il est peu probable que les pays qui doivent procéder aux rééquilibrages les plus importants prennent effectivement les mesures nécessaires à la stabilisation de leurs niveaux d'endettement, ce qui vient renforcer les doutes quant à la vraisemblance de tels ajustements.

Précédents historiques

S'il est peu probable que les États-Unis et d'autres pays avancés procèdent à moyen terme aux rééquilibrages budgétaires nécessaires à la stabilisation de leur dette, il est possible qu'ils tentent de le faire plus tard. Pour évaluer la vraisemblance de cette hypothèse, nous nous sommes penchés sur plusieurs précédents historiques, afin de déterminer s'il était souvent arrivé que les pays atteignent le niveau de solde primaire souhaité, quelle était la plus longue période au cours de laquelle ils l'avaient maintenu et s'il était fréquent qu'ils procèdent aux ajustements nécessaires dans les sept ans.

Nos résultats montrent qu'il est rare que des pays avancés très endettés aient atteint les niveaux de soldes primaires nécessaires pour stabiliser leur endettement, et donc qu'ils aient réussi à effectuer les ajustements considérables qui s'imposaient du fait de leurs positions budgétaires initiales. Par exemple, la France aurait besoin d'un excédent primaire de 1,3 % du PIB pour stabiliser sa dette publique, ce qui ne s'est produit que six fois en 50 ans. Il ne faut pas en conclure que de tels rééquilibrages sont impossibles ; cependant, l'expérience passée nous enseigne que ces derniers seront difficiles à atteindre, et que cela prendra sans doute plus longtemps que les sept ans envisagés par les règles budgétaires de l'UE.

Les décideurs de ces pays peuvent trouver des raisons d'espérer en se

rappelant la transformation effectuée par les pays qui étaient autrefois considérés comme les maillons faibles de la zone euro. En 2024, la Grèce enregistrait un solde primaire de 4,0 %, corrigé des variations conjoncturelles, soit bien au-dessus du niveau nécessaire pour stabiliser la dette. Le Portugal n'aurait besoin que d'un léger ajustement de 0,5 % du PIB. L'Irlande doit procéder à un modeste rééquilibrage de 1,9 %, sachant qu'à 39 % du PIB, son ratio d'endettement est exceptionnellement faible, bien plus bas que les 122 % des États-Unis et les 101 % du Royaume-Uni.

Comment se fait-il que les pays ayant traversé de graves crises budgétaires il y a 15 ans soient devenus des parangons de discipline ? Après la crise financière mondiale de 2008, les marchés financiers les ont poussés au bord de l'effondrement, ce qui les a forcés à accepter les programmes de prêts de l'UE et du FMI. Malgré leurs défauts, ces programmes d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles ont joué un rôle essentiel pour remettre les économies de ces pays sur les rails d'une croissance durable. Les ajustements consentis ont été douloureux et, dans le cas de la Grèce, de très longue haleine, mais ont fini par payer.

Les résultats parlent d'eux-mêmes : ces trois pays ont affiché des taux de croissance annuelle moyens situés entre 3,1 % et 4,2 % entre 2022 et 2025, plus que les 2,6 % atteints par les États-Unis.

L'enseignement que l'on peut en tirer est que la discipline budgétaire et les réformes structurelles, couplées à une restructuration de la dette publique et privée lorsque celle-ci n'est plus viable, finissent par porter leurs fruits. Fait peu surprenant, ces restructurations n'ont pas découlé d'une dynamique politique interne, mais d'une contrainte exercée de l'extérieur par les marchés financiers.

Reconnaître les risques

La question qui se pose est de savoir comment les pays vont procéder aux ajustements cette fois-ci. Nous entrevoyons plusieurs possibilités.

La meilleure solution consisterait à associer des réformes porteuses de croissance — notamment en appliquant le programme du rapport Draghi pour le

marché unique au sein de l'UE — à des modifications profondes des systèmes de retraite et de sécurité sociale. Une refonte de la fiscalité visant à augmenter les recettes sans étrangler la croissance serait également justifiée, en particulier aux États-Unis, le seul pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques à ne pas prélever de taxe sur la valeur ajoutée.

Malheureusement, cette solution est aussi la plus politiquement difficile. Une trajectoire plus vraisemblable de rééquilibrage des finances publiques verrait les dirigeants nationaux accorder la priorité à la discipline budgétaire, mais pas forcément à des réformes en profondeur. L'Italie en est un exemple. Après avoir frôlé la catastrophe au début des années 2010, les gouvernants italiens de tous bords politiques ont assez largement maîtrisé les budgets. À 135 % du PIB, le ratio d'endettement de l'Italie est toujours élevé, mais son solde primaire corrigé des variations conjoncturelles, à 0,3 % du PIB, paraît bien plus sain que ceux de la Belgique, de la France ou du Royaume-Uni.

Un scénario d'atterrissage violent pourrait se concrétiser à la suite d'une hausse soudaine des coûts d'emprunt débouchant sur une situation de surendettement. Au fur et à mesure que la dette s'accumule, les taux d'intérêt risqueraient d'augmenter rapidement, et les marchés pourraient se montrer plus sensibles à des nouvelles de nature à remettre en doute la viabilité de la dette. Il se pourrait que les États aient recours à certaines formes de répression financière, par exemple en encourageant les banques ou institutions des pays concernés à absorber un surcroît de dette publique, mais de telles mesures ont leurs limites. Une inflation inattendue pourrait provisoirement atténuer les pressions budgétaires, mais une inflation durablement élevée finirait par faire augmenter les taux d'intérêt nominaux.

Espérons que les décideurs sauront reconnaître ces risques et agir suffisamment tôt pour empêcher un tel scénario. **F&D**

ZSOLT DARVAS est un membre éminent de Bruegel, groupe de réflexion dirigé par **JEROMIN ZETTELMEYER**.



COORDINATION DES POLITIQUES DANS UN MONDE FRAGMENTÉ

Giancarlo Corsetti et Leonardo Melosi

L'instabilité géopolitique complique la coordination des politiques budgétaire et monétaire

Les pays avancés sont aux prises avec un mélange pernicieux d'inflation tenace et de dette publique élevée et en constante augmentation. Le remède que préconisent les manuels d'économie pour surmonter cette double difficulté consiste à associer politique monétaire et politique budgétaire : les banques centrales doivent agir résolument pour faire baisser l'inflation, tandis qu'un rééquilibrage réaliste des finances publiques doit permettre de stabiliser la dette. Cependant, la fragmentation géopolitique actuelle augure d'un monde où la multiplication des risques de perturbation de l'offre laisse présager des tensions stagflationnistes, et où les pressions qui pèsent sur la politique budgétaire aggravent les déséquilibres existants. Le nouvel état d'équilibre mondial n'est pas encore atteint, mais, pour assurer la viabilité des finances publiques et la stabilité macroéconomique au cours d'une transition difficile, il faudra que les décideurs des pays avancés et des pays émergents tolèrent, ne serait-ce que pendant un certain temps, une inflation légèrement plus élevée qu'ils ne le souhaiteraient.

Au lendemain de la crise financière mondiale, il a fallu combiner les politiques budgétaire et monétaire pour empêcher que la récession soit plus sévère et plus longue. Deux conditions ont dû être réunies pour y parvenir. Premièrement, les deux politiques allaient dans le même sens : stimuler la demande globale sans déstabiliser les perspectives budgétaires, tout en contrant les pressions déflationnistes. Deuxièmement,

les relations internationales portaient encore l'empreinte de la coopération d'après-guerre incarnée par les accords de Bretton Woods. Cela pourrait ne plus être le cas (Corsetti, 2025). L'association des politiques monétaire et budgétaire ne fonctionne plus aussi bien qu'auparavant, étant donné la fréquence et l'ampleur des perturbations actuelles de l'offre. Or, ces dernières sont engendrées, ou amplifiées, par des décisions de politique économique qui aggravent le morcellement du commerce international et les déséquilibres géopolitiques, et remettent en question l'ordre économique et monétaire mondial d'après-guerre.

Dans un tel environnement, la coordination entre politiques monétaire et budgétaire est susceptible d'affaiblir l'indépendance de la banque centrale, et donc de menacer la stabilité macroéconomique. Pour contrer ce risque, la stabilité géopolitique doit être assurée par un surcroît de coopération internationale, une large adhésion à des normes juridiques communément admises, et le bon fonctionnement des institutions internationales. Outre la maîtrise des fluctuations de l'inflation, un cadre intégré de politique économique, à même de juguler les perturbations causées par la fragmentation économique et la montée des tensions géopolitiques, doit constituer le socle de la viabilité des finances publiques. En l'absence d'un tel filet de sécurité, lorsque les tensions géopolitiques se ravivent, les perturbations et les chocs sur l'offre mettent les politiques budgétaire et monétaire en conflit l'une avec l'autre.

Viabilité des finances publiques

Pourquoi doit-on s'attendre à ce que l'inflation joue un rôle important dans la viabilité des finances publiques ? En théorie, tous les modèles économiques prennent en compte la coordination des politiques monétaire et budgétaire, ne serait-ce qu'implicitement. La raison est simple : lorsqu'une banque centrale durcit sa politique monétaire pour réduire l'inflation, les taux d'intérêt réels augmentent et la croissance ralentit. Cela creuse le déficit primaire (le déficit hors paiements d'intérêts de la dette) et alourdit le réel fardeau de l'endettement. À moins que les pouvoirs publics baissent les dépenses ou augmentent les impôts pour équilibrer le budget, la hausse des rendements des obligations d'État enrichira les ménages, et alimentera donc la demande globale. L'inflation augmentera alors jusqu'à ce que la valeur réelle de l'encours nominal de la dette s'aligne sur les anticipations de hausses d'impôts et de baisses de dépenses. Par conséquent, corriger le déséquilibre sans assainir les finances publiques s'oppose de manière frontale à l'objectif de maîtrise de l'inflation par la banque centrale. Si celle-ci s'attache à assurer la stabilité des prix en l'absence de cadre budgétaire crédible, une spirale inflationniste incontrôlée est susceptible de se déclencher : un durcissement prononcé de l'orientation de la politique monétaire renchérit le service de la dette, ce qui accroît les pressions inflationnistes, avec à la clef la poursuite de ce durcissement et l'aggravation des déséquilibres budgétaires (Bianchi et Melosi, 2019).

Réussir à juguler l'inflation par la contraction monétaire n'est possible que si l'État s'emploie résolument à ajuster les excédents primaires : c'est ce que l'on appelle le *soutien budgétaire*. Mais ce n'est pas tout. Un élément essentiel et souvent négligé a trait au fait que, par le passé, le bon fonctionnement de la coordination des politiques monétaire et budgétaire a reposé sur un environnement géopolitique relativement stable et un ordre international dont les règles étaient respectées par le plus grand nombre.

Précédents historiques

Les universitaires et les décideurs sont de plus en plus conscients que les

déséquilibres budgétaires sont généralement résolus par un mélange d'ajustements budgétaires et de poussées d'inflation inattendues. Bianchi, Faccini et Melosi (2023) ont montré que la politique économique des États-Unis s'était longtemps appuyée sur la coordination des autorités monétaires et budgétaires pour stabiliser la dette publique et l'inflation, quoiqu'à des degrés divers. Dans les années 70, cette coordination s'est heurtée à des perturbations sur les marchés pétroliers, ce qui a déclenché une période de forte inflation. Pourtant, durant les décennies suivantes et jusqu'aux années 2010, au cours desquelles l'inflation était inférieure aux taux visés, la coordination des politiques monétaire et budgétaire a permis de contrebalancer des forces déflationnistes persistantes sans provoquer un désancrage des anticipations d'inflation. La mondialisation et la coopération internationale ont contribué à la stabilité géopolitique qui a assuré le succès de la coordination des politiques monétaire et budgétaire. Après la pandémie, néanmoins, la coordination sans précédent des politiques monétaire et budgétaire au service de la reprise économique a contribué à une inflation élevée et tenace, parce qu'elle s'est produite sur fond de perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et d'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Comme l'ont montré Smets et Wouters (2024), les perturbations de l'offre compliquent la coordination des politiques monétaire et budgétaire : le soutien budgétaire s'affaiblit davantage en réaction à des chocs d'offre qu'à des chocs de demande. Cette asymétrie permet d'expliquer pourquoi la coordination des politiques monétaire et budgétaire a tendance à donner de meilleurs résultats lors d'épisodes d'expansion alimentés par la demande et accompagnés de conditions d'offre favorables (comme dans les années 2010) que lorsque d'importants déséquilibres budgétaires coïncident avec des chocs d'offre persistants. Dans le premier cas de figure, une inflation modérée d'origine budgétaire peut protéger l'économie contre des pressions déflationnistes sans nuire à l'objectif d'inflation, même lorsque les taux d'intérêt restent nuls. Dans le second cas de figure, en revanche, les banques centrales se trouvent face à un dilemme. Faut-il

qu'elles restreignent l'orientation de leur politique pour conjurer les risques pour la stabilité des prix, quitte à entraîner une récession plus sévère et une détérioration de la position budgétaire ? Ou bien leur faut-il s'accommoder des conséquences inflationnistes des perturbations de l'offre pour atténuer la récession et alléger le fardeau qui pèse sur les finances publiques, quitte à abandonner la stabilité des prix ?

Une inflation maîtrisée

De nos jours, les tensions géopolitiques, la hausse des dépenses de défense, le morcellement du commerce international et l'affaiblissement des perspectives de croissance érodent les positions budgétaires dans l'ensemble des pays avancés, sans parler du vieillissement de la population, de la faible croissance de la productivité et de la surexposition aux risques climatiques et géopolitiques. Dans un tel environnement, le soutien budgétaire est intrinsèquement plus faible, ce qui accroît le risque de pressions inflationnistes élevées et persistantes. Étant donné que l'endettement est déjà élevé, l'ajustement budgétaire doit être progressif, et il est vraisemblable que, pour qu'un tel ajustement soit *viabile*, il faille tolérer, par pragmatisme, un certain niveau d'inflation *maîtrisée*. Le recours à une telle « inflation budgétaire » peut fonctionner lorsque celle-ci est modérée et provisoire, et à condition qu'elle n'entraîne pas une perte de crédibilité des autorités monétaires dans leur lutte contre l'inflation, ce qui se révélerait néfaste et, en dernière analyse, contre-productif.

Si les obligations d'État ne sont pas indexées sur l'inflation, la banque centrale peut lisser ou reporter les ajustements de prix. Cela se justifie par l'éventualité de corrections budgétaires considérables à l'avenir et par le fait que les marchés réexaminent en permanence les perspectives budgétaires. Par exemple, il est possible que les marchés anticipent que de forts gains de productivité permis par l'IA fassent suffisamment augmenter la croissance pour que le poids de la dette diminue en présence de taux d'imposition plus faibles. Dans ce cas, le lissage des ajustements de prix revient à parier sur la stabilité des prix et des finances publiques : la banque centrale gagne du temps, en

maintenant l'inflation à un niveau relativement stable par rapport à la hausse de l'endettement, dans l'espoir qu'il ne sera pas nécessaire de la faire considérablement augmenter à l'avenir pour le cas où la croissance n'augmenterait pas (Corsetti et Maćkowiak, 2024). Pour réussir, les autorités doivent communiquer de manière efficace : elles doivent convaincre qu'elles sont capables de stabiliser la dette publique (par des réformes et des politiques de nature à limiter les perturbations du côté de l'offre) tout en obtenant des gains de productivité plausibles et généralisés.

Une approche plus large

Comment cet ajustement durable est-il susceptible de se manifester dans le monde ? Les précédents historiques donnent à penser que des pays comme les États-Unis et le Royaume-Uni disposent de mécanismes de stabilisation de la dette, en partie par l'inflation. Cela s'explique en bonne partie par un mélange de règles explicites et d'orientations tacites qui structurent l'équilibre des pouvoirs au niveau institutionnel. Dans la zone euro, en revanche, en l'absence d'une véritable fédéralisation du budget et de l'emprunt, l'équilibre institutionnel est plus complexe.

Les facteurs de stabilisation peuvent trouver leur origine dans l'anticipation de gains de productivité permis par les nouvelles technologies et l'amélioration de la dépense publique : ces deux éléments pourraient stimuler la croissance et renforcer la viabilité des finances publiques à long terme. La situation n'est plus du tout la même que lors de la phase de mondialisation : désormais, les États doivent à la fois accroître leurs dépenses militaires et investir dans la recherche-développement et l'innovation ; cependant, certains types d'investissement dans la défense peuvent susciter des anticipations d'innovations propices à la croissance économique.

Néanmoins, quand la dette publique atteint des niveaux élevés, une coordination non conventionnelle entre les politiques monétaire et budgétaire n'est pas une garantie de réussite. En réaction aux perturbations causées par la fragmentation géopolitique et le démantèlement des réseaux économiques, les États pourraient céder à la tentation d'accroître

leurs recettes en imposant les échanges commerciaux et en pratiquant la répression financière (par un durcissement de la réglementation et des contrôles des capitaux) dans l'espoir de faire baisser les coûts d'emprunt. De telles mesures viendraient raviver les tensions commerciales et rendraient probablement les économies plus vulnérables face à des chocs de stagflation, ce qui alimenterait un cercle vicieux dans lequel ces choix de politique intérieure et l'absence de coordination au niveau international viendraient se renforcer mutuellement. Une coordination non conventionnelle plus large, qui intégrerait un ensemble étendu de politiques intérieures et internationales, conjurerait ce risque en contribuant à maintenir l'économie mondiale sur la trajectoire d'un ajustement budgétaire viable.

Les pays émergents connaissent des difficultés particulières, dans la mesure où les évolutions géopolitiques envoient des ondes de choc par l'intermédiaire des marchés financiers et des biens et services. L'ampleur et la géographie des déséquilibres mondiaux pourraient s'en trouver modifiées, ainsi que les coûts et les avantages de politiques axées sur les exportations, la libéralisation des comptes de capitaux et des régimes de change peu flexibles. De nombreux États auront à défendre la crédibilité durement acquise des politiques qui leur ont permis de développer d'importants marchés des titres de créance libellés en monnaie nationale. Si cette situation accroît la contribution potentielle d'une inflation maîtrisée à la résorption des déséquilibres budgétaires, elle augmente aussi la tentation pour les autorités de réagir aux chocs en favorisant de manière inattendue de fortes poussées d'inflation, au risque de remettre en cause les progrès obtenus précédemment.

Bien public mondial

L'existence de profonds déséquilibres budgétaires et d'évolutions démographiques et géopolitiques défavorables nécessite une coordination plus étroite entre les autorités monétaires et budgétaires. Une collaboration renforcée n'est pas forcément néfaste et pourrait permettre, au contraire, d'accroître la crédibilité des initiatives de stabilisation

des finances publiques, à condition de respecter un subtil équilibre. Au sein des pays avancés et des pays émergents, les États sont susceptibles de surestimer la possibilité de recourir à une inflation budgétaire raisonnable, de sous-estimer les vertus d'un régime crédible de ciblage de l'inflation, et d'exagérer les avantages d'un manque de coopération dans les relations économiques internationales. Si les pays avancés avaient été en mesure de neutraliser les forces géopolitiques à l'œuvre à l'époque des chocs pétroliers, au premier rang desquelles l'influence de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole sur les cours du brut, on peut penser que l'inflation de la fin des années 60 et des années 70 aurait été moins sévère. Au milieu des années 60, comme aujourd'hui, les déséquilibres budgétaires étaient déjà élevés, et l'incapacité des États à résoudre les différends avec les principaux pays producteurs de pétrole a rendu possible l'un des pires épisodes inflationnistes de l'histoire.

La conjonction d'un niveau de dette publique élevé parmi les pays avancés et de la recomposition géopolitique actuelle rappelle de mauvais souvenirs. Elle nous rappelle aussi que la stabilité macroéconomique est, avant toute chose, un bien public mondial. **F&D**

GIANCARLO CORSETTI et **LEONARDO MELOSI** sont professeurs d'économie à l'Institut universitaire européen et chercheurs associés au Centre for Economic Policy Research.

BIBLIOGRAPHIE

- Bianchi, F., R. Faccini, and L. Melosi. 2023. "A Fiscal Theory of Persistent Inflation." *Quarterly Journal of Economics* 138 (4): 2127-79.
- Bianchi, F., and L. Melosi. 2019. "The Dire Effects of the Lack of Monetary and Fiscal Coordination." *Journal of Monetary Economics* 104: 1-22.
- Corsetti, G. 2025. "The Twilight of Bretton Woods." Project Syndicate Longer Read, May 9.
- Corsetti, G., and B. Maćkowiak. 2024. "Gambling to Preserve Price (and Fiscal) Stability." *IMF Economic Review* 72 (1): 32-57.
- Smets, F., and R. Wouters. 2024. "Fiscal Backing, Inflation and US Business Cycles." CEPR Discussion Paper 19791. Centre for Economic Policy Research, London.

PRÉSERVER LE MARCHÉ DES TITRES DU TRÉSOR

Anil K. Kashyap et Jeremy C. Stein

La Réserve fédérale doit se doter de nouveaux outils pour intervenir en cas de crise

Le marché des titres du Trésor américain est depuis des décennies le marché le plus liquide et le plus résilient du monde. Même dans les périodes de crise, les titres du Trésor avaient la réputation d'être négociables en grandes quantités, rapidement et assez facilement, et représentaient un ancrage fiable pour le système financier dans son ensemble. Mais ce postulat est remis en question depuis quelques années. Ses graves dysfonctionnements, notamment en mars 2020, mais aussi en avril 2025, montrent que le marché des titres les plus sûrs au monde peut se gripper subitement, avec des conséquences qui sont loin de se limiter au négoce des obligations d'État.

Ces motifs de préoccupation surgissent dans le contexte d'un essor spectaculaire du marché des valeurs du Trésor. Le ratio de la dette fédérale contractée sur les marchés publics au PIB est aujourd'hui d'environ 100 % et, compte tenu de l'orientation actuelle du budget des États-Unis, il continuera d'augmenter (graphique 1). Avec le développement des émissions, la capacité du système financier privé à jouer avec fluidité son rôle d'intermédiaire pour les titres du Trésor n'a pas suivi.

Dans un article récent écrit avec Jonathan Wallen et Joshua Younger, nous analysons la dynamique de négociation qui peut conduire à fragiliser ce marché, et nous préconisons une nouvelle forme d'intervention, plus chirurgicale, de la Réserve fédérale en cas de panne du marché. Nous proposons ici une synthèse des arguments présentés dans ce précédent article.

L'histoire récente semble montrer que les épisodes de tensions extrêmes sur le marché des

titres du Trésor ne sont pas principalement liés à des facteurs macroéconomiques, tels que les variations des taux d'intérêt, mais résultent plutôt des interactions subtiles entre les gestionnaires d'actifs, les fonds spéculatifs et les opérateurs pour compte de tiers qui négocient l'essentiel de ces titres.

Notre première recommandation ne vise pas à ce que les interventions de la Réserve fédérale soient plus fréquentes, mais plutôt mieux ciblées quand elles deviennent inévitables. L'expérience de mars 2020 illustre à la fois la nécessité d'une garantie de la banque centrale et le coût du recours à des outils peu efficaces (achats massifs d'obligations sans couverture, notamment), qui brouille la frontière entre soutien au fonctionnement du marché et politique monétaire. Une approche plus ciblée serait tout aussi efficace et stabiliserait les marchés à moindre coût et en occasionnant moins d'effets indésirables.

Le marché moderne

Bien que l'offre de valeurs du Trésor ait rapidement augmenté, les intermédiaires traditionnels, notamment affiliés à des banques, n'ont pas vu leurs bilans augmenter en conséquence. Du fait des réglementations qui ont vu le jour après la crise financière de 2008, comme celle relative au ratio de levier supplémentaire, et de l'apparition de normes de gestion des risques plus exigeantes, conserver des stocks importants d'actifs, même les plus sûrs, coûte plus cher qu'avant aux contrepartistes.

Par ailleurs, divers types de gestionnaires d'actifs institutionnels, dont les fonds de pension, les sociétés d'assurance, les fonds communs de placement et les



fonds indiciels, jouent un rôle de plus en plus important sur le marché des titres du Trésor. Même si ces institutions ont généralement tout intérêt à conserver une exposition aux taux longs, leurs contraintes de bilan et leurs objectifs de portefeuille les dissuadent de détenir cette exposition exclusivement en bons de caisse. Elles préfèrent souvent miser sur le risque de crédit pour doper leurs rendements tout en ciblant une durée globale (exposition aux taux) assez longue pour leurs portefeuilles.

Pour obtenir l'exposition souhaitée en termes de durée, ces gestionnaires d'actifs prennent de plus en plus de positions longues en produits dérivés (contrats à terme sur titres du Trésor et échanges de taux d'intérêt, par exemple), en conservant une capacité bilantielle pour d'autres actifs à haut rendement, comme les obligations d'entreprises. Cette demande de positions longues fait grimper le prix des produits dérivés par rapport à celui des bons de caisse et place naturellement les fonds spéculatifs et les contrepartistes en position d'arbitrer entre les deux marchés. En prenant les positions inverses des positions sur dérivés des gestionnaires d'actifs et en se couvrant avec des bons du Trésor achetés au comptant, ces intermédiaires aident à l'harmonisation des prix entre les marchés et au maintien d'écart de taux limités en temps normal.

Cette configuration fonctionne en période de stabilité, mais elle repose sur un socle fragile : cet arbitrage s'opère en grande partie avec des emprunts à fort effet de levier. Les fonds spéculatifs financent leurs positions longues en titres du Trésor au comptant en empruntant pas moins de 99% de la position globale sur le marché des prises en pension.

Qui endosse le risque ?

La fragilité du marché des titres du Trésor peut être comprise en distinguant celui qui assume le risque de taux d'intérêt et celui qui a la capacité bilantielle d'arbitrer entre titres du Trésor au comptant et produits dérivés (contrats à terme, par exemple). Avec la structure actuelle du marché, les gestionnaires d'actifs sont ceux qui, en dernier ressort, assument le risque de durée non couvert. Leurs préférences et leurs contraintes déterminent donc la prime de risque demandée pour la détention de valeurs du Trésor à long terme (« prime d'échéance »).

Les fonds spéculatifs et les contrepartistes jouent un rôle différent. En général, ils ne recherchent pas d'exposition aux fluctuations de taux brutes et tendent à rester globalement neutres en termes de durée. Ils connectent plutôt le marché des titres au comptant et celui des dérivés au moyen de positions d'arbitrage couvertes, comme l'illustrent très bien les opérations

d'« échange de base » dans le cadre desquelles un fonds spéculatif achète des titres du Trésor au comptant, vend des contrats à terme sur des titres du Trésor et finance le volet au comptant de l'achat sur le marché des prises en pension. Comme l'écart de prix entre les obligations au comptant et à terme est faible, la rentabilité dépend pour l'essentiel de la capacité à conduire une stratégie d'emprunt offensive pour financer la position (voir aussi Barth et Kahn, 2025).

Cette structure emporte deux conséquences majeures : premièrement, du fait de leur effet de levier important, les fonds spéculatifs sont vulnérables aux chocs qui modifient leur capacité à rester actifs. Cette capacité dépend de plusieurs facteurs, à savoir les capitaux, les conditions de financement, les exigences de marge et la tolérance à l'égard des risques. Toute modification d'un de ces facteurs peut amener les fonds à réduire soudainement leurs opérations. Deuxièmement, les capacités bilantielles restreintes des contrepartistes limitent leurs possibilités d'absorber des flux substantiels en période de crise. Quand les fonds spéculatifs dénouent rapidement leurs positions, les contrepartistes ne peuvent intervenir que dans la mesure de ces positions et, surtout, ils diminuent alors d'autant leur capacité à remplir d'autres fonctions essentielles (tenue du marché des titres du Trésor ou intermédiation pour les prises en pension, notamment).

Ce système, qui semble stable en temps normal, est sujet à des dysfonctionnements subits en cas de fortes tensions (dénouement forcé rapide des positions d'arbitrages comptant-terme des fonds spéculatifs, par exemple). Les titres du Trésor au comptant sont alors revendus en catastrophe, et les opérateurs se précipitent pour couvrir leurs positions courtes sur produits dérivés, faisant diverger les prix respectifs des titres au comptant et des dérivés. Quand les contrepartistes doivent tenter d'absorber les flux importants qui résultent du bradage des titres, les écarts acheteur-vendeur augmentent, la liquidité s'évapore, et les conditions de financement sur le marché des prises en pension se dégradent.

Un test de résistance

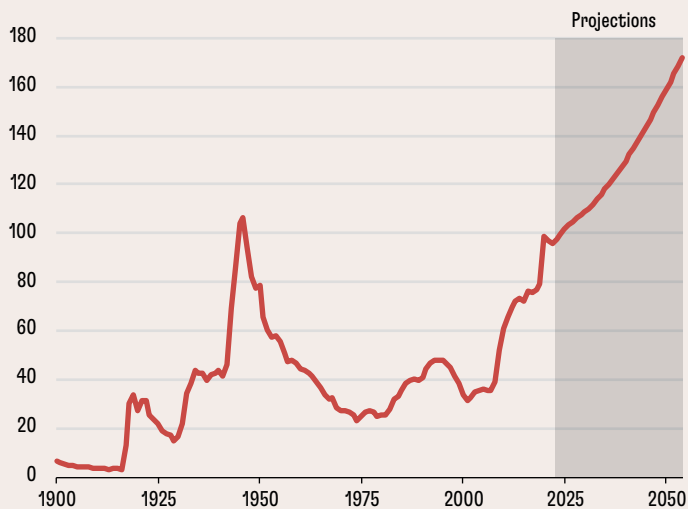
Les turbulences de mars 2020 illustrent de manière frappante ces dynamiques. Avec l'intensification du choc provoqué par la COVID-19, les investisseurs en quête de liquidités ont vendu des titres du Trésor et d'autres actifs plus risqués. Les marchés devenant de plus en plus volatils, les fonds spéculatifs ont dû répondre à des appels de marge sur leurs positions courtes en titres à terme et rapidement stoppé leurs opérations d'échange de base. Les pressions à la vente ont dynamité les bilans des courtiers, les obligeant à réduire leurs activités de tenue de marché et d'intermédiation pour les prises en pension.

GRAPHIQUE 1

Multiplication des titres du Trésor

D'après le Congressional Budget Office, la dette fédérale américaine pourrait représenter plus de 170 % du PIB d'ici le milieu des années 2050.

(dette fédérale détenue par le public, en pourcentage du PIB des États-Unis)



SOURCE : Congressional Budget Office.

La Réserve fédérale est intervenue comme elle ne l'avait encore jamais fait, en achetant pour quelque 1 600 milliards de dollars de titres du Trésor en quelques semaines. Cette initiative exceptionnelle a fait redémarrer le marché, mais, en s'appuyant sur des achats d'obligations à découvert qui évoquaient un nouveau vaste cycle d'assouplissement quantitatif, elle a créé la confusion entre intervention de soutien au fonctionnement du marché et intervention de politique monétaire. La Réserve fédérale a continué ses achats massifs de titres du Trésor bien après la stabilisation du fonctionnement du marché, suscitant des interrogations sur l'opportunité d'une intervention de cette ampleur.

L'épisode de mars 2020 a débouché sur une série de propositions de réforme : ajustement des règles concernant le levier d'endettement, développement des mécanismes permanents de prise en pension, exigences minimales de marge pour les contrats à terme et élargissement de la compensation centralisée des échanges de titres du Trésor. Chacune des propositions est pertinente et rendrait le marché plus résilient, mais aucune n'est la panacée. Un accès plus large aux opérations de prise en pension, par exemple, peut aider à bénéficier de conditions de financement stables, y compris en temps de crise, mais des bradages de titres restent probables si les fonds

spéculatifs sont contraints de sortir d'un marché en raison de pertes sur des opérations sans rapport ou d'appels de marge sur des positions à terme.

Ces inconvénients montrent bien que, dans des circonstances extrêmes, les banques centrales doivent jouer un rôle plus direct, mais aussi plus ciblé.

Des interventions plus ciblées

Au cas où la Réserve fédérale se trouverait encore contrainte d'acheter des obligations du Trésor en pleine crise des marchés, nous suggérons une approche différente. Elle devrait couvrir ces achats contre le risque de taux d'intérêt, en achetant des titres du Trésor au comptant et vendant simultanément des contrats à terme sur titres du Trésor ou en prenant des positions équivalentes sur des dérivés. Ceci remédierait au problème essentiel qui est le suivant : il faut que quelqu'un prenne le volet opposé des opérations quand les intermédiaires à effet de levier dénouent des positions couvertes. Bien que cette méthode puisse soulever des questions juridiques, il est important de reconnaître que, sur le plan économique, elle est fondamentalement identique à une opération de banque centrale ordinaire (c'est-à-dire une opération de rachat, si ce n'est que les deux contreparties sont des acteurs différents).

Cette stratégie présente plusieurs avantages. En premier lieu, elle atténue la pression sur les bilans des contrepartistes plus efficacement que les achats à découvert, car les contrepartistes ne sont jamais très exposés au risque de taux d'intérêt sans couverture. Deuxièmement, en restant neutre en termes de durée, l'intervention fait clairement la distinction entre soutien au fonctionnement du marché et politique monétaire et évite d'envoyer un faux signal d'assouplissement de la politique monétaire, ce qui est crucial, surtout si le dysfonctionnement du marché coïncide avec une période d'inflation plus élevée.

Troisièmement, même si l'on peut considérer que les achats à découvert visent à rétablir le fonctionnement du marché quand ils se doublent d'un engagement à dénouer rapidement les positions ensuite, les achats couverts rendent inutiles ces engagements potentiellement hasardeux. Comme la neutralité de la politique en termes de durée est intégrée en amont, il est inutile de prévoir un engagement de vente d'obligations à terme. Enfin, limiter l'exposition de la Réserve fédérale aux taux d'intérêt réduit le risque de pertes importantes *ex post*, qui sont à la fois coûteuses pour le contribuable et difficiles à expliquer.

Aléa moral

Les garanties de la banque centrale posent toujours des problèmes d'aléa moral. Si les arbitragistes pensent que la banque interviendra à chaque fois

que les arbitrages comptant-terme leur seront défavorables, ils peuvent s'endetter davantage. Alors que cette crainte légitime devrait placer la barre plus haut pour tout type d'intervention de la banque centrale, le problème est peut-être moins grave pour les achats couverts que les achats à découvert, car ces derniers contribuent plus à établir un plancher absolu, comparable à une « option de vente » (ou *Fed put*), pour les prix des obligations.

Une approche fondée sur un « taux dissuasif » peut également atténuer l'aléa moral : la Réserve fédérale pourrait laisser les écarts de taux de base augmenter au-delà de la normale et ne chercher à limiter que les perturbations exceptionnelles. En n'intervenant qu'à des seuils correspondant clairement à des dysfonctionnements et en n'empêchant pas un certain volume de pertes pour le secteur privé, la banque centrale peut atténuer les conséquences les pires sans pour autant protéger les fonds spéculatifs de tout risque.

Enseignements à tirer

Les dysfonctionnements du marché des titres du Trésor n'arrivent pas par hasard, mais sont plutôt la conséquence d'une structure du marché qui confie aux intermédiaires à effet de levier le soin d'absorber rapidement une offre croissante de titres de dette publics. En période de crise, cette structure amplifie les chocs, et les contrepartistes traditionnels sont alors dépassés.

La leçon à tirer de mars 2020 est que la Réserve fédérale n'avait pas eu tort d'intervenir, mais s'était servie d'un outil peu efficace et difficile à dissocier de la politique monétaire. Préparer des outils plus chirurgicaux, neutres en termes de durée, permettra que les futures interventions de stabilisation des marchés soient plus efficaces, avec moins d'effets indésirables.

L'essor du marché des titres du Trésor va se poursuivre et la question n'est pas de savoir si la banque centrale sera de nouveau appelée à intervenir, mais si elle sera prête à se servir des bons outils si nécessaire. **F&D**

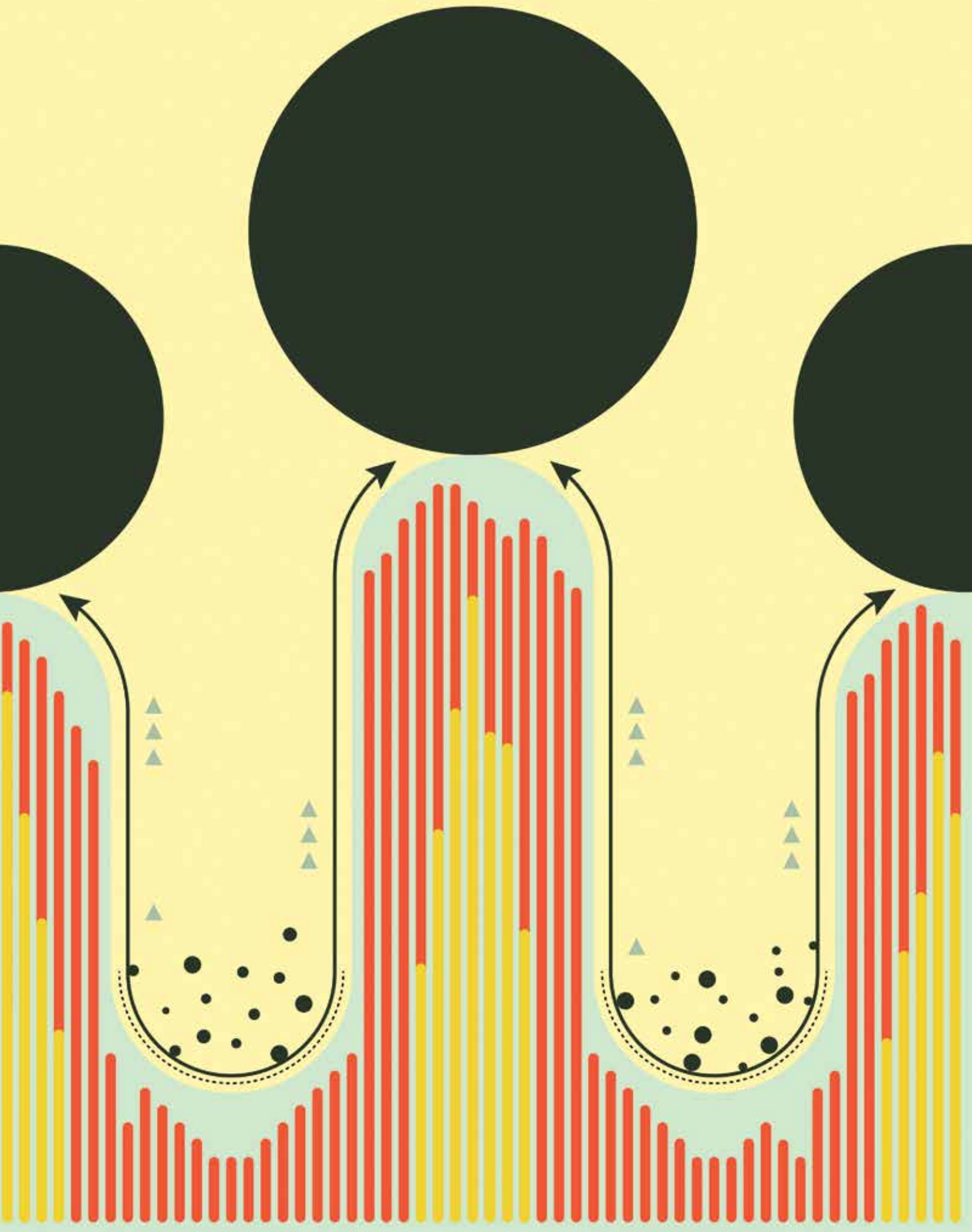
ANIL K. KASHYAP est professeur émérite d'économie et de finance titulaire de la chaire Stevens à la Booth School of Business de l'Université de Chicago, et

JEREMY C. STEIN est professeur d'économie titulaire de la chaire Moise Y. Safra à l'Université Harvard.

BIBLIOGRAPHIE

Barth, Daniel, and R. Jay Kahn. 2025. "Hedge Funds and the Treasury Cash-Futures Basis Trade." *Journal of Monetary Economics* 155.

Kashyap, Anil K., Jeremy C. Stein, Jonathan Wallen, and Joshua Younger. 2025. "Treasury Market Dysfunction and the Role of the Central Bank." *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring): 221-96.



LE CYCLE DETTE—INÉGALITÉS

Atif Mian

Les inégalités extrêmes alimentent une crise mondiale de la dette

Pendant la Grande Dépression, constatant l'effondrement du pouvoir d'achat des citoyens ordinaires, le président de la Réserve fédérale, Marriner Eccles, alertait sur l'épargne excessive des riches qui asséchait la demande et aggravait la récession. « Pour protéger les riches de leur propre folie, nous devrions ponctionner suffisamment de leur surcroît d'épargne pour que les consommateurs puissent consommer et les entreprises faire des bénéfices », avait-il déclaré en 1933 lors d'une audition devant le Sénat.

À l'époque, les inégalités étaient extrêmement importantes aux États-Unis : les 1% les plus riches détenaient environ 42% de toute la richesse. Mais la donne a radicalement changé en une décennie. La mobilisation pour la Seconde Guerre mondiale et la progressivité de l'impôt ont réduit les inégalités et restauré l'équilibre entre dépenses et production. Le problème de fond souligné par Eccles est tombé dans l'oubli quand l'économie américaine a entamé une longue période de croissance soutenue et plus équitable.

Mais, au début des années 80, les inégalités ont recommencé à se creuser ; la part de la richesse détenue par le centile le plus riche est passée d'environ 22% en 1980 à quelque 35% en 2010. Avec la concentration croissante des revenus au sommet, les mécanismes contre lesquels Eccles avait mis en garde ont refait surface : la forte épargne des plus riches a sapé le pouvoir d'achat global. Pour autant, le fléchissement attendu de la demande n'a pas été immédiat : les dépenses ont été financées par un endettement croissant des ménages plus modestes. Entre le milieu des années 80 et le début de la décennie 2000, le gonflement rapide de la dette des ménages a absorbé la surépargne des riches et soutenu la demande globale.

La crise financière mondiale de 2008 a mis un terme à l'épisode prolongé de dépenses des ménages financées par la dette. Avec l'assainissement des bilans privés, le déséquilibre sous-jacent signalé par Eccles est revenu en force, entraînant un excès d'épargne au sommet et une insuffisance généralisée de la demande

à la base. La Réserve fédérale a abaissé les taux à zéro, mais la politique monétaire n'a pas pu combler l'écart. La politique budgétaire a dû prendre le relais pour traiter cet épineux dossier, soit en acceptant une période prolongée de marasme profond, soit en laissant filer les déficits primaires pour stabiliser les revenus et l'emploi. Les États-Unis ont opté pour cette deuxième solution.

Selon les adeptes de Keynes, les déficits permettent à une économie de se relever plus vite après un épisode récessif, mais l'économie n'en a besoin que de façon temporaire. Quand l'atonie de la demande est structurelle, liée à une surépargne chronique des ménages les plus fortunés à la tête d'une fraction importante des revenus totaux, la nécessité de recourir au déficit s'installe dans la durée. Dans un article récent intitulé « A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits », Amir Sufi, Ludwig Straub et moi-même montrons que l'accentuation des inégalités peut contraindre les gouvernements à afficher en permanence des déficits plus substantiels. Ceux-ci doivent être assez importants pour tenir l'économie éloignée de la borne zéro (situation où les taux d'intérêt nominaux deviennent nuls et où la politique monétaire cesse d'être efficace) et pour empêcher les récessions.

Une surabondance croissante de l'épargne, en l'occurrence une épargne excessive des ménages les plus riches, oblige l'économie à s'appuyer de plus en plus sur des dépenses financées par l'endettement pour soutenir la demande globale. Avant 2008, le système financier s'en chargeait en augmentant le crédit aux ménages, qui soutenait la consommation même quand les inégalités se creusaient. Lorsque l'expansion du crédit au secteur privé a pris fin brusquement pendant la crise financière, la charge de créer du crédit a échu au secteur public, comme le montre l'exemple des États-Unis.

Il ressort du graphique 1 que le crédit total (public et privé) augmente très fortement à partir du début des années 80. Les lignes bleu et rouge représentent le crédit aux secteurs privé et public, respectivement, avant la crise (1980-2008) et après (à partir de 2008). De 1980 à 2008, près de la totalité de l'augmentation du crédit

total reflète une envolée des emprunts privés ; la dette publique est alors relativement stable.

Après 2008, le schéma s'inverse. Même avec un taux des fonds fédéraux quasiment à zéro, le secteur privé n'a pas pu, ou voulu, s'endetter davantage. Il a donc fallu, pour soutenir la demande, que l'essor du crédit vienne du secteur public. Telle est la logique qui sous-tend la vision des déficits budgétaires selon le « principe de Boucles d'or » : quand les bilans du secteur privé sont tendus, les emprunts publics peuvent compenser l'affaiblissement de la demande et contribuer à prévenir une récession prolongée. Conformément à cette prédiction, le crédit total rapporté au PIB continue d'augmenter après 2008 à peu près au même rythme qu'avant, mais presque uniquement parce que la dette publique progresse, tandis que le crédit privé varie relativement peu par rapport au PIB.

Une surabondance de l'épargne en présence d'une borne limitant les taux à zéro oblige le gouvernement à creuser la dette et les déficits, mais il doit aussi composer avec une contrainte budgétaire dynamique. S'il laisse trop filer le déficit, à terme, les taux d'intérêt de la dette publique peuvent grimper et aboutir à une trajectoire intenable. Des inégalités importantes et la surépargne des riches qui en résulte sont un vrai casse-tête pour les Boucles d'or de la politique budgétaire : les déficits ne doivent pas être « trop froids » (trop limités pour compenser l'insuffisance de la demande), ni « trop chauds » (trop élevés, au risque de déstabiliser la dynamique de la dette). Au vu des données disponibles, les États-Unis ne devaient pas être très loin de cette borne supérieure en 2019, tout près du déficit le plus important qui soit viable à long terme.

Les déficits budgétaires plus marqués et persistants enregistrés depuis pourraient conduire la dynamique de la dette des États-Unis sur une trajectoire moins tenable. Les contraintes budgétaires sont sans aucun précédent dans l'histoire moderne du pays : la dette fédérale et les coûts financiers nets rapportés au PIB atteignent des niveaux quasiment jamais atteints. Le déficit budgétaire devrait représenter environ 6% du PIB, et la dette continuer de croître plus que l'économie et menacer la viabilité.

Une tendance constatée au niveau mondial

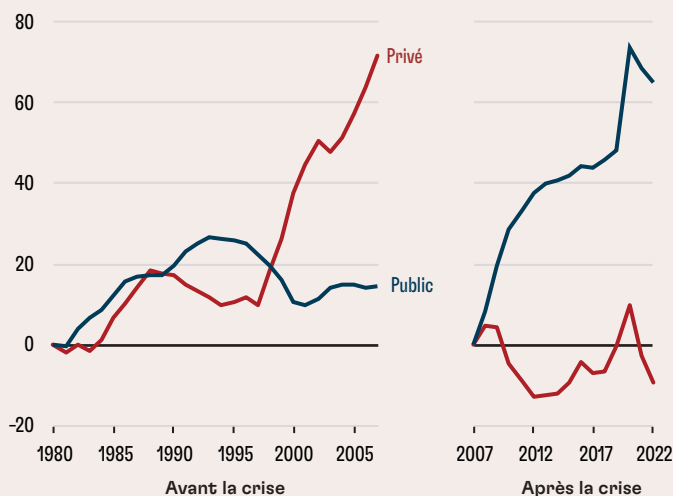
La surabondance de l'épargne se généralise. La part du revenu détenue par le centile le plus riche augmente partout dans le monde. Les sociétés bénéficient d'une fiscalité qui permet aux riches d'épargner, ce qui explique la hausse considérable de l'épargne des entreprises depuis quelques décennies. Les États prospères alimentent la surépargne par l'intermédiaire des banques centrales et des fonds souverains. Mais l'investissement mondial n'a pas suivi le rythme, ce qui a donné lieu à une

GRAPHIQUE 1

Dette privée, dette publique

Aux États-Unis, après la crise financière mondiale, le secteur public a supplanté le secteur privé en tant que principal levier de la croissance du crédit pour l'expansion économique.

(variation du ratio crédit/PIB aux États-Unis, en pourcentage)



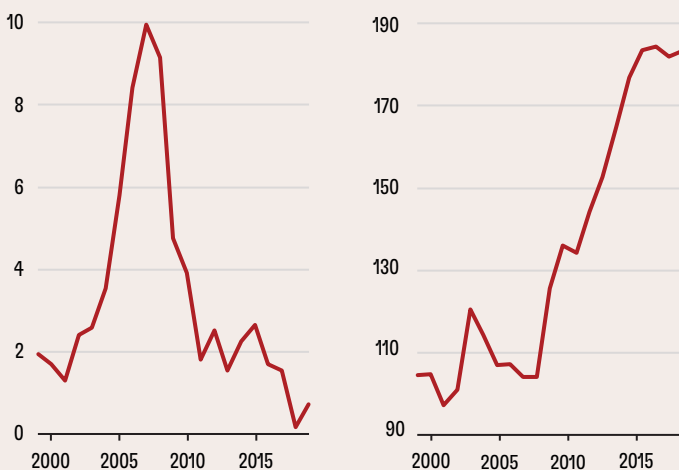
SOURCES : FMI, base de données mondiales sur la dette ; calculs de l'auteur.

GRAPHIQUE 2

L'envolée de la dette intérieure chinoise

L'excédent extérieur de la Chine s'est effondré à partir de 2008 et sa dette a connu alors l'une des progressions les plus rapides enregistrées parmi les grandes puissances économiques.

Compte courant, en pourcentage du PIB Crédit privé, en pourcentage du PIB



SOURCES : Banque mondiale ; FMI, Manuel de la balance des paiements ; calculs de l'auteur.

épargne surabondante qui nécessite de nouveaux crédits improductifs pour soutenir la demande de consommation. Bon nombre de grands pays se dirigent dans la même impasse que les États-Unis, en recourant davantage à la dette pour créer de la demande, d'abord avec la dette privée des ménages, puis avec la dette publique.

La dette totale britannique, par exemple, a commencé une ascension rapide dans les années 80, propulsée pour l'essentiel par les emprunts privés jusqu'en 2008, et par la dette publique ultérieurement. Le Japon a suivi une trajectoire similaire, mais amorcée plus tôt. Dans ce pays, la forte expansion du crédit privé s'est achevée au début des années 90, et la dette publique a absorbé l'ajustement ensuite. Dans la zone euro, le lancement de la monnaie unique en 1999 a coïncidé avec une accumulation rapide du crédit privé, qui a culminé pendant la crise de 2008 ; depuis, le désendettement privé s'accompagne d'un report accru sur la dette publique.

Chine

La Chine en est venue elle aussi à s'appuyer de plus en plus sur la dette pour soutenir la demande. Toutefois, contrairement à la plupart des grands pays, elle l'a d'abord fait en exportant son surcroît d'épargne, c'est-à-dire en enregistrant d'importants excédents courants qui ont fait croître la dette nette du reste du monde à son égard. Ce passif extérieur a ensuite aidé à financer des achats de biens chinois.

Pendant une grande partie de la décennie 2000, l'excédent courant de la Chine exprimé en pourcentage de son PIB a fortement augmenté, y compris quand le PIB s'est lui-même développé à un rythme extraordinaire (graphique 2). À la veille de la crise de 2008, l'excédent avoisinait 10 % du PIB, un niveau exceptionnellement élevé pour un grand pays. Un tel déséquilibre extérieur avait peu de chances d'être tenable.

Comme les pays avancés ne parvenaient plus à soutenir la demande en augmentant sans cesse le crédit au secteur privé, surtout après 2008, la stratégie précédente de la Chine consistant à exporter son épargne excédentaire a trouvé ses limites. Continuer d'accroître les prêts nets à l'étranger, ce qui pouvait

entretenir des excédents commerciaux très importants, est devenu de plus en plus difficile. Les deux parties se sont adaptées en se tournant vers d'autres sources pour créer de la dette : les pays avancés se sont appuyés davantage sur les déficits budgétaires, et la Chine, croulant sous sa propre épargne, s'est mise à développer le crédit intérieur pour soutenir la demande.

Quand l'excédent extérieur chinois est revenu à des niveaux plus modérés, après 2008, la dette intérieure rapportée au PIB a fortement augmenté. Cette hausse, qui concernait tous les secteurs et pas seulement les entreprises ou les collectivités, mais aussi les ménages — dont la dette a augmenté très vite —, représente un accroissement de l'effet de levier intérieur parmi les plus rapides au sein des principaux pays.

Pourquoi l'investissement ne progresse-t-il pas ?

Pourquoi les marchés financiers n'ont-ils pas dirigé ces fonds pléthoriques vers des investissements productifs ? Malgré l'augmentation de la dette totale rapportée au PIB, le ratio investissement/PIB dans les principales puissances économiques est demeuré globalement stable et a même parfois baissé. Est-ce parce que le système financier ne favorise pas les financements patients s'inscrivant dans la durée ? Ou bien l'investissement est-il freiné par des obstacles réglementaires et autres barrières du côté de l'offre ?

Quand la surépargne est acheminée vers de la dette improductive finançant la consommation plutôt que l'investissement, les emprunteurs ne créent pas de revenus supplémentaires pouvant globalement rembourser la nouvelle dette. Ceci se traduit par une hausse constante du ratio d'endettement par rapport au PIB et une pression à la baisse sur les taux d'intérêt pour que la dette reste viable. Dans de précédents travaux, nous avons qualifié cette dynamique de « demande endettée », la croissance étant soutenue par l'emprunt parce que le pouvoir d'achat est structurellement insuffisant.

Une fragilité fondamentale

Le principal risque de cette demande endettée réside dans sa fragilité intrinsèque. Une fois que les emprunteurs

privés ont atteint leurs limites, comme en 2008, maintenir le niveau de la demande exige de recourir à des garanties budgétaires plus importantes et plus régulières, d'où une hausse de la dette et des déficits publics après la crise. La fragilité budgétaire mondiale observée aujourd'hui ne résulte donc pas d'un choix politique isolé, elle traduit l'échec d'un système économique à convertir une épargne abondante en investissements productifs.

Il s'agit de savoir maintenant si le gouvernement des États-Unis saura restreindre les dépenses budgétaires en cas de nervosité des marchés. Du fait de la polarisation politique et de l'impasse législative, la confiance y est limitée. Plus fondamentalement, toutefois, l'enseignement à en tirer est que les déséquilibres structurels, dont l'origine réside dans une épargne excessive des riches, créent très exactement les conditions qui exposent l'économie à ces risques. Il n'est pas réaliste d'imaginer que les autorités puissent éternellement maintenir les déficits dans la fourchette idéale. Quand les inégalités tarissent la demande, les gouvernants peuvent pêcher par défaut en la soutenant trop peu, comme à l'époque d'Eccles ; mais ils peuvent à d'autres moments laisser filer trop longtemps des déficits trop importants, ce que de nombreux observateurs redoutent actuellement.

Nous abordons souvent les inégalités sous l'angle moral, mais la démonstration macroéconomique est plus percutante : quand les revenus se concentrent trop au sommet, la demande fléchit, les déficits s'installent durablement, et la dépendance à l'égard de la dette nous affaiblit tous. Eccles avait saisi cette logique collective en 1933. Il estimait qu'il fallait soustraire aux riches une partie de ce surcroît d'épargne afin que les consommateurs puissent consommer et les entreprises engranger des bénéfices, et ce conseil-là est tout aussi pertinent aujourd'hui qu'à l'époque. Comme Eccles le précisait, « il ne s'agit pas de dépouiller les riches, mais de les sauver ». **F&D**

ATIF MIAN est professeur d'économie, de politique publique et de finance à l'Université de Princeton, titulaire de la chaire John H. Laporte Junior, promotion de 1967.

LE NOUVEAU VISAGE DE LA DETTE AFRICAINE

Amadou Sy et Athene Laws

La substitution progressive de la dette extérieure par la dette intérieure présente des avantages, mais aussi des risques

Une transformation majeure s'opère en Afrique subsaharienne : les États renoncent de plus en plus à s'endetter à l'extérieur et se reportent sur leurs marchés intérieurs. Cette évolution offre de nouvelles possibilités de renforcer la résilience et soutenir le développement, mais pose de nouveaux défis qui devront être gérés de manière rigoureuse.

À l'orée du XXI^e siècle, les pays subsahariens s'endettaient massivement à l'étranger, en contractant en particulier des prêts concessionnels en devises auprès d'institutions bilatérales et multilatérales (graphique 1). Après que l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés est parvenue à réduire l'encours des dettes extérieures, la forte croissance enregistrée dans les pays africains, combinée à la quête mondiale de rendement des investisseurs internationaux, a conduit de nombreux pays à émettre des euro-obligations (emprunts émis sur les marchés internationaux et généralement libellés en dollar ou en euro). Ces instruments ont certes permis d'améliorer l'accès des pays aux financements, mais ils ont aussi accentué leur exposition aux fluctuations des devises et aux revirements d'humeur soudains des investisseurs. En 2022, lorsque les taux d'intérêt internationaux se sont envolés et les conditions de financement mondiales, durcies, un grand nombre de pays ont été évincés des marchés mondiaux.

Les pays se sont alors progressivement tournés vers les emprunts intérieurs et ont émis des titres de dette sur les marchés locaux, libellés dans leur propre monnaie. Certains l'ont fait pour parer au plus

pressé et couvrir des besoins de financement importants alors qu'ils n'avaient plus accès aux marchés internationaux. D'autres ont augmenté peu à peu la part de leur dette intérieure dans le cadre d'une initiative plus vaste de développement des marchés financiers. Aujourd'hui, la dette des pays d'Afrique subsaharienne est principalement composée d'emprunts intérieurs.

De nombreux avantages

Le recours aux marchés intérieurs de la dette présente de nombreux avantages. Étant ainsi en mesure d'emprunter dans leur monnaie nationale, les États se prémunissent contre les risques de variations brutales des taux de change et n'ont plus à puiser dans leurs réserves en devises pour rembourser leurs prêts. Ces dettes internes sont soumises à la législation nationale, ce qui en rend la gestion plus simple et prévisible. Surtout, les pays sont moins exposés aux fluctuations de la confiance des investisseurs internationaux ou à l'instabilité des taux d'intérêt mondiaux. Le gel récent des émissions d'euro-obligations dans la région (aucun pays subsaharien n'en a émis entre le printemps 2022 et janvier 2024) souligne le danger d'une dépendance trop forte sur une source de financement unique.

Les avantages ne concernent pas que le compte de patrimoine des administrations publiques. Des marchés de la dette intérieure florissants peuvent aussi favoriser une croissance macroéconomique plus large et offrir des volants de sécurité en cas de chocs économiques. L'émission régulière de titres



Arrivée des opérateurs de marché à la Bourse de Nairobi

de dette vient compléter la panoplie à la disposition des banques centrales pour conduire leurs opérations de politique monétaire, facilitant ainsi le pilotage de l'économie et la maîtrise de l'inflation. En outre, quand les emprunteurs souverains émettent plus de titres de dette assortis d'échéances différentes, ils créent une « courbe de rendements », un outil crucial pour la tarification des risques et l'essor des marchés financiers. Ceci constitue le socle d'un secteur privé prospère, indispensable à la création d'emplois et à la croissance économique. Dans une région où l'accès aux financements est souvent un obstacle majeur au développement des entreprises, construire des marchés de capitaux solides est plus important que jamais.

De nouveaux risques

Hormis des avantages, les marchés de la dette intérieure sont associés à divers nouveaux risques qu'il faut attentivement

gérer. Ces titres sont généralement émis pour des périodes bien plus courtes que les prêts extérieurs, parfois de quelques jours ou de quelques mois, plutôt que d'années ou de décennies (graphique 2). Certains pays comme Maurice ou la Tanzanie ont réussi à allonger les échéances, avec des effets positifs pour la politique monétaire et les marchés de capitaux. D'autres, dont le cadre de la dette est plus basique et le marché, moins profond ou qui sont plus fragiles sur le plan macroéconomique, sont contraints d'emprunter pour de courtes durées. Depuis le réaménagement de sa dette intérieure en 2023, le Ghana n'a émis que des bons du Trésor à moins d'un an, avec une durée résiduelle moyenne de moins de trois mois au 30 novembre 2025. Des échéances plus rapprochées exposent les émetteurs au risque de refinancement : quand ses titres de dette anciens arrivent à échéance, un État peut devoir payer des taux d'intérêt plus élevés ou peiner à trouver de nouveaux souscripteurs. Renforcer

la confiance par une gestion de la dette transparente et crédible est essentiel pour allonger progressivement les échéances et atténuer ces risques.

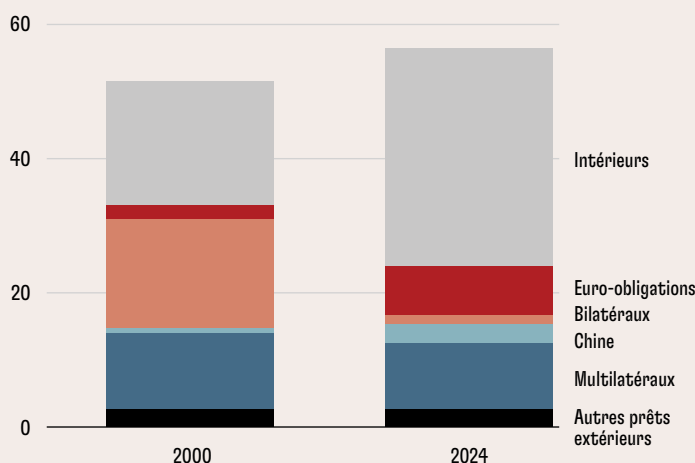
Le coût constitue un autre obstacle, d'autant que le service de la dette est déjà onéreux. Les titres de créance intérieurs sont souvent porteurs de taux plus élevés que les prêts concessionnels proposés par les partenaires internationaux, et parfois même que les euro-obligations au prix du marché. En Afrique subsaharienne, le pays médian émettait des titres de dette intérieure qui étaient rémunérés en moyenne à 8,8 % en 2024. Pour bon nombre de pays, il est donc plus cher d'emprunter sur le marché intérieur. Toutefois, comme l'inflation est également plus élevée dans une grande partie de la région, le coût réel de la dette (corrige de l'inflation) peut varier considérablement, voire être négatif. En définitive, le prix payé par les États reflète la confiance que leur gestion de l'économie

GRAPHIQUE 1

Report sur la dette intérieure

Les États subsahariens se sont détournés des prêts extérieurs au profit des emprunts nationaux.

(en pourcentage du PIB)



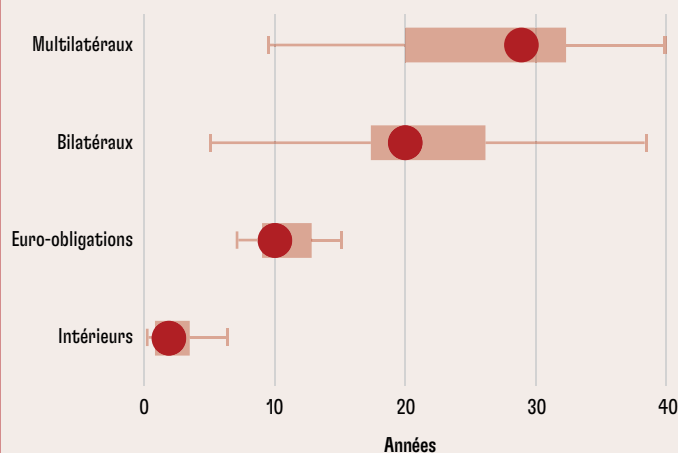
SOURCES : Banque mondiale, *International Debt Statistics* ; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*. NOTE : Exclut la Guinée équatoriale, la Namibie, les Seychelles et le Soudan du Sud faute de données suffisantes.

GRAPHIQUE 2

Raccourcissement des échéances

Contrairement aux prêts extérieurs, la dette intérieure est souvent émise pour des échéances courtes, parfois quelques jours ou quelques mois.

(distribution des échéances par instrument, 2015-24)



SOURCES : African Debt Database ; calculs des services du FMI. NOTE : Les échéances sont calculées comme la moyenne pondérée des échéances à l'émission, par pays et instrument.

suscite chez les investisseurs. De solides antécédents, comme des politiques budgétaires avisées et des pratiques transparentes en matière de dette, aident à maîtriser les coûts d'emprunt.

Un autre risque réside dans la saturation des petits systèmes financiers locaux. Dans beaucoup de pays, les banques détiennent un pourcentage important de titres publics, ce qui peut pousser les taux d'intérêt à la hausse et compliquer l'accès des entreprises au crédit. Faute d'un accès suffisant aux prêts, les entreprises, et, partant, l'économie, peinent à se développer. C'est le dilemme de l'œuf et de la poule : les banques acquièrent souvent des titres de dette publique parce que les possibilités de prêter au secteur privé sont trop rares, mais le fait qu'elles détiennent un grand nombre de ces titres limite ensuite le crédit aux entreprises. En faisant directement ou indirectement pression sur les banques pour qu'elles achètent encore plus de titres de créance, les pouvoirs publics peuvent aggraver le problème.

L'interdépendance croissante entre l'État et les banques est un motif de préoccupation connexe : lorsque les banques détiennent davantage de titres publics, leur sort et celui de l'État sont étroitement liés, ce qui peut créer un cercle vicieux. Une baisse de solvabilité de l'emprunteur souverain peut faire perdre toute valeur aux actifs bancaires et déclencher une crise dans le secteur. La crise bancaire peut elle-même nécessiter des opérations de sauvetage, limiter le crédit privé, freiner la croissance, entraîner une fuite de capitaux et aggraver une crise budgétaire. En Afrique subsaharienne, cette interdépendance s'accélère plus que partout ailleurs dans le monde, et la croissance est propulsée essentiellement par les pays à faible revenu (graphique 3). Pour atténuer ces risques, il est essentiel d'élargir le cercle des investisseurs au-delà des banques et de renforcer la surveillance.

L'une des façons de diversifier l'investissement est de permettre aux investisseurs étrangers d'acheter des titres de dette intérieure. Il est démontré que, lorsque la part de la dette intérieure détenue par des non-résidents augmente, les rendements diminuent et la liquidité augmente, réduisant le coût du service de la dette (Alter *et al.*, 2025). Toutefois, la participation d'un plus grand nombre d'investisseurs étrangers comporte de nouveaux risques. Les flux des non-résidents peuvent être plus volatils et plus réactifs aux conditions de l'investissement, provoquant de fortes fluctuations des rendements et des ventes, que l'on qualifie de « capitaux fébriles ». En général, plus un pays est endetté, plus les défis à relever sont importants. Une réglementation avisée peut contribuer à réduire les risques, mais le manque de données sur les détenteurs de la dette peut compliquer la formulation de la politique économique.

Bilan

Après des années marquées par une série de chocs, les dettes publiques des pays d'Afrique subsaharienne se sont stabilisées, mais à un niveau élevé. Le coût du service de cette dette, en revanche, a continué d'augmenter, accentuant les tensions budgétaires et diminuant la marge de manœuvre pour investir dans la santé, l'éducation et les infrastructures. Aujourd'hui, les pays de la région consacrent en général environ un septième de leurs recettes au seul paiement des intérêts. C'est dans ce contexte que la dette intérieure joue actuellement un rôle plus important.

Les pays qui envisagent de développer le marché de la dette intérieure dans le cadre d'une stratégie économique plus vaste sont les plus en mesure d'en retirer des avantages et de gérer les risques y afférents. Quand le recours aux marchés intérieurs est délibéré, bien planifié et intégré dans la panoplie d'instruments financiers d'un pays, il peut renforcer la résilience et soutenir une croissance durable. En revanche, quand un pays se tourne vers la dette intérieure pour faire face à une crise, parce qu'il ne peut plus se financer sur les marchés internationaux, il se retrouve souvent fragilisé.

De bonnes pratiques de gestion de la dette restent indispensables pour conserver un accès aux marchés et maîtriser les coûts d'emprunt, que ce soit pour

emprunter à l'intérieur ou à l'extérieur des frontières nationales. La transparence est essentielle : pour accroître la confiance, il convient de publier en temps opportun des statistiques de la dette précises et détaillées et de communiquer de manière efficace avec les investisseurs et le public. Des cadres juridiques et réglementaires solides, une gestion prudente du portefeuille de la dette et une stratégie claire de viabilité de la dette sont tout aussi fondamentaux. Remédier aux lacunes de la gestion des finances publiques, en s'appuyant sur des auditeurs habilités, une gouvernance solide, une surveillance rigoureuse des entreprises publiques et une gestion avisée de la trésorerie, renforcera ce socle. Enfin, la gestion des investissements publics doit être efficiente et efficace afin que les ressources publiques (dont la dette) soient affectées à des investissements qui favorisent la croissance.

Mais, surtout, l'essor du marché de la dette doit aller de pair avec des réformes plus générales des secteurs financier et privé. Étendre la base d'investisseurs aux fonds de pension, aux compagnies d'assurance et autres fournisseurs de capitaux privés à long terme peut aider à diversifier la demande de titres de dette publique et réduire les risques. Il est vital de renforcer les banques et les établissements financiers non bancaires par une réglementation et une surveillance avisées. En définitive, un secteur financier florissant est à la fois un moteur et un bénéficiaire d'un secteur privé dynamique. Pour finir, il faut supprimer les obstacles à la croissance des entreprises et à la diversification économique, en réformant l'environnement des affaires, l'éducation, la valorisation des compétences et les infrastructures.

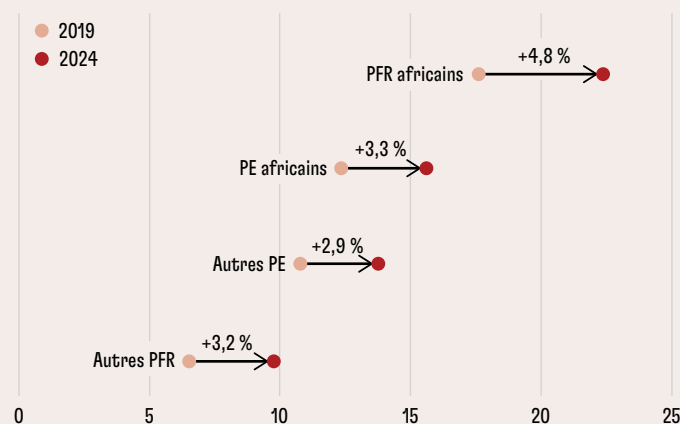
La stabilité macroéconomique est une condition préalable au succès. Aucune innovation sur les marchés de la dette intérieure ne compensera une mauvaise gestion budgétaire, une inflation élevée ou une charge de la dette intenable. En réalité, ces faiblesses peuvent s'accroître mutuellement et amplifier les risques. Utilisée à bon escient, la dette intérieure peut devenir un outil puissant pour la résilience et le développement durable, mais uniquement dans le cadre d'une stratégie économique globale et bien gérée. **F&D**

GRAPHIQUE 3

Interdépendance entre l'État et les banques

Dans les pays d'Afrique subsaharienne à faible revenu, les banques fortement exposées à la dette souveraine sont particulièrement vulnérables aux effets pernicioeux des interactions entre l'État et le système bancaire.

(dette publique en pourcentage des actifs bancaires)



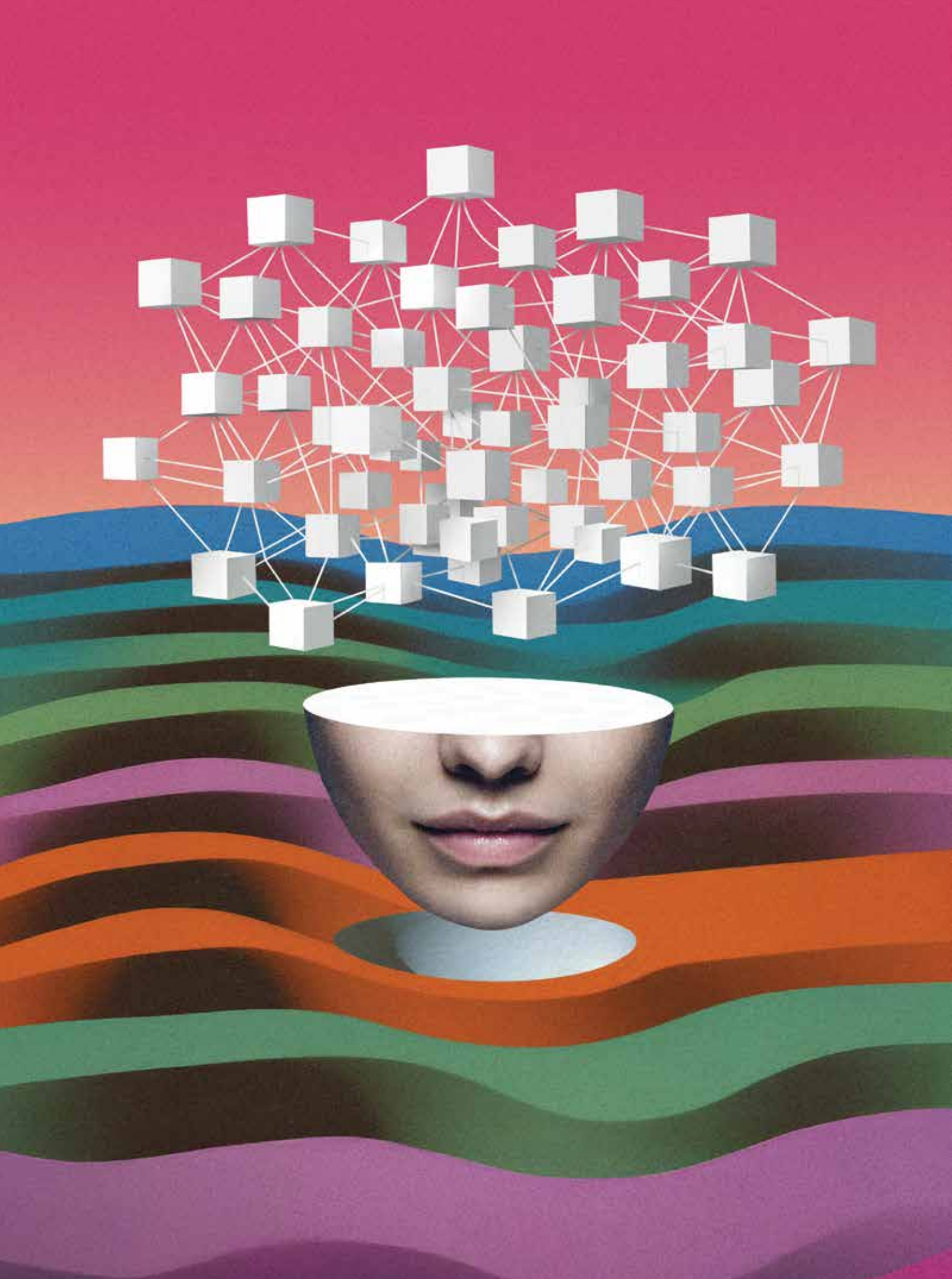
SOURCES : Barrail, Dehmej et Wezel, à paraître ; calculs des services du FMI. NOTE : PE = pays émergents ; PFR = pays à faible revenu.

AMADOU SY et ATHENE LAWS sont respectivement sous-directeur et économiste au département Afrique du FMI.

BIBLIOGRAPHIE

Alter, A., K. Khandelwal, T. Lemaire, H. Mighri, C. Sever, and L. Tucker. 2025. "Navigating the Evolving Landscape of External Financing in Sub-Saharan Africa." IMF Working Paper 25/139, International Monetary Fund, Washington, DC.

Barrail, Z., S. Dehmej, and T. Wezel. Forthcoming. "The Sovereign-Bank Nexus in Emerging Market and Developing Economies: Trends, Determinants, and Macrofinancial Implications." IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.



Des lois d'hier pour les machines de demain

Biagio Bossone

LES PRINCIPES QUE L'AUTEUR DE SCIENCE-FICTION ISAAC ASIMOV AVAIT DÉFINIS POUR SES ROBOTS POURRAIENT SERVIR À MORALISER L'IA FINANCIÈRE

Il est 7 h 45, dans la salle des opérations d'une banque centrale. Les écrans affichent des cartes en couleur du système financier. Dans la nuit, les données transmises par des milliers de banques, de courtiers et de systèmes de paiement ont été analysées par un modèle d'intelligence artificielle (IA) qui suit les conditions de liquidité. Un point rouge se met à clignoter à côté du nom d'une banque dont l'activité de paiement vient de chuter. Les analystes lèvent les yeux. La machine a détecté quelque chose d'inhabituel, peut-être une erreur transitoire, ou le signe avant-coureur d'un problème.

Les scènes de ce type sont désormais habituelles dans les places financières du monde entier. L'IA est aujourd'hui le partenaire silencieux de la finance mondiale : elle fait partie intégrante de la notation du crédit, de la détection des fraudes, de la négociation algorithmique et même de l'analyse monétaire. Elle est derrière chaque transaction, balayant de vastes océans de données à la recherche de motifs invisibles pour l'œil humain.

Les promesses sont étourdissantes : une compréhension plus rapide, des alertes plus précoces et des marchés plus efficaces. Mais les dangers sont tout aussi vertigineux : les réponses rapides et coordonnées de l'IA peuvent produire des dynamiques systémiques sans équivalent à l'échelle humaine, y compris des boucles de rétroaction absolument incontrôlables. Les systèmes qui rendent la finance plus efficace sont aussi ceux qui peuvent la fragiliser.

Comment être sûrs que cette nouvelle intelligence serve le système au lieu de le saper ? Curieusement, la réponse pourrait venir d'une vieille idée sortie tout droit de la science-fiction.

Les lois d'Asimov

Dans les années 40, Isaac Asimov a imaginé des robots intelligents régis par trois principes simples : ne pas nuire aux êtres humains, obéir aux ordres légitimes pour peu qu'ils ne contreviennent pas à cette première loi et protéger leur propre existence dans la mesure où cette protection n'entre pas en contradiction avec les deux premières règles. Par la suite, il a ajouté la « loi Zéro », en vertu de laquelle les robots doivent protéger l'humanité en général.

Aujourd'hui, la finance fait face à un défi comparable. Les modèles d'apprentissage automatique influent de plus en plus sur l'attribution des crédits, l'évolution de la composition des portefeuilles et les modalités de détection des risques par les autorités de surveillance. Ils ont une incidence sur la manière dont les informations circulent et les prix s'ajustent dans l'économie.

Réinterprétée pour les besoins de la surveillance financière, la hiérarchie d'Asimov devient une éthique pour l'IA appliquée à la finance : elle doit avant tout ne pas porter atteinte à la stabilité financière ou l'intégrité des consommateurs ; elle doit se conformer aux mandats institutionnels sans compromettre l'équité ou la sécurité ; et elle doit préserver sa propre résilience sans échapper à ses responsabilités. Surtout, elle doit servir un but supérieur, à savoir entretenir la confiance, qui est un pilier de la finance.

Il reste que toute analogie avec les lois d'Asimov est à manier avec prudence. Les systèmes d'IA n'ont pas de conscience morale. Pour une entité générative, il est facile de contourner des principes largement acceptés. Les échecs dans le monde réel montrent la fragilité des contraintes codées en dur.

Ne pas nuire

Les grandes banques commerciales ne sont jamais vraiment fermées. Leurs systèmes continuent de travailler dans les différents fuseaux horaires pour traiter les transactions, mettre à jour les expositions et détecter les anomalies signalant d'éventuelles fraudes ou tensions. Mais des erreurs sont possibles. L'IA peut mal interpréter les motifs, refléter des biais historiques ou renforcer des signaux du marché qui amplifient la volatilité.

La règle d'Asimov consistant à ne pas nuire a un sens opérationnel : l'obligation de ne pas provoquer de dommages s'applique non seulement aux consommateurs, mais aussi à la stabilité du système lui-même, ce qui nécessite des tests rigoureux, une bonne gouvernance des données et surtout des résultats explicables. En effet, quand un algorithme ne peut pas justifier sa décision, l'institution qui en dépend en est également incapable. Les modèles d'IA actuels ne savent pas expliquer leurs raisonnements, seulement produire des narratifs *post hoc*. L'explicabilité est donc un impératif institutionnel, et non technique.

Les conséquences macrofinancières de l'IA peuvent être importantes. Lorsque des algorithmes réagissent aux nouvelles informations à la vitesse de l'apprentissage automatique, les ajustements de prix et les déplacements de liquidités sont plus soudains et synchronisés que sur les marchés déterminés par l'activité humaine. Des épisodes comme le krach éclair de 2010 montrent comment les systèmes automatisés peuvent influencer sur les marchés bien avant que les gouvernants ne puissent intervenir.

L'environnement actuel est encore plus complexe. L'IA ne réagit pas simplement plus vite, elle réagit *différemment*. Sa logique interne n'a pas pour seul effet d'accélérer la boucle de rétroaction entre information et action, elle la *remodèle*. Les modèles fondés sur l'IA influencent la tarification du crédit, la répartition des actifs ainsi que les primes de risque, de sorte que ces aspects se renforcent mutuellement. Quand les modèles ajustent collectivement les stratégies, parce qu'ils interprètent les signaux de la même façon ou que leurs routines d'optimisation convergent, ils

peuvent modifier la transmission des chocs économiques et la riposte stratégique des banques centrales.

Obéissance et discernement

L'obéissance est inhérente à l'IA. Celle-ci optimise les buts qu'on lui fixe, quels qu'ils soient : rentabilité, exactitude, conformité. Mais l'obéissance aveugle est dangereuse dans le domaine de la finance, où les arbitrages sont tout à la fois moraux et techniques. Un modèle de crédit destiné à réduire au minimum les défaillances peut réagir en excluant des groupes entiers d'emprunteurs à haut risque, creusant ainsi les inégalités au lieu de les gérer. Un algorithme de négociation dont la tâche est d'accroître les rendements au maximum peut exploiter des microsignaux de prix avec tellement d'efficacité qu'il déstabilisera les marchés.

Il peut être légitime de recourir à l'IA, mais elle doit rester un outil et ne pas devenir une instance décisionnaire. Elle doit éclairer les prises de décision, et non s'y substituer. La politique monétaire, la surveillance financière et la gestion des crises doivent être laissées à l'appréciation d'agents humains. Les modèles ne peuvent pas piloter ces fonctions, surtout s'ils ont été entraînés avec des données passées et ne peuvent pas prédire les chocs futurs. Et comme l'IA modifie les attentes, elle peut affaiblir les canaux traditionnels de transmission des signaux dont se sert la politique économique. Les humains sont faillibles aussi : comme dit l'adage, la crise à laquelle les responsables des politiques sont le mieux préparés est toujours celle d'avant. La leçon à en tirer n'est pas que les robots échouent ou que les humains agissent, mais qu'ils doivent apprendre les uns des autres, en étant conscients de leurs angles morts respectifs.

Malgré tous les codes et les calculs, la finance demeure une entreprise humaine. Le discernement, l'empathie et la responsabilité ne sont pas automatisables. Les banques centrales, les autorités de réglementation et les institutions financières doivent donc privilégier non seulement le savoir-faire en matière de données, mais aussi l'éducation à l'éthique. L'IA peut améliorer la surveillance, mais la gouvernance reste une tâche morale.

Résilience et responsabilité

La loi d'autopréservation conduit à la résilience. Les systèmes d'IA doivent fonctionner de manière fiable en période critique et les établissements, être responsables de leurs algorithmes.

La résilience technique implique des redondances, un suivi et des tests de scénarios extrêmes. La résilience institutionnelle implique l'ouverture : les autorités de réglementation devraient être capables de contrôler les décisions de l'IA, y compris quand des codes propriétaires sont utilisés, ce qui suppose de disposer des compétences et des outils permettant de valider et contester les modèles d'IA des entreprises.

Le Pôle d'innovation de la Banque des règlements internationaux (BRI) a mis au point des prototypes d'outils pour aider les autorités de surveillance à analyser de grands ensembles de données et détecter des anomalies. Ces initiatives sont prometteuses et le principe sous-jacent est simple : si un algorithme a des effets sur la stabilité financière, il doit pouvoir faire l'objet d'un examen par les autorités de surveillance.

Le secret est source de fragilité. Quand les modèles sont des boîtes opaques, les erreurs s'accumulent sans qu'on le remarque. La crise financière mondiale de 2008 nous rappelle que la complexité sans la transparence conduit à la catastrophe. Avec l'IA, l'avertissement vaut aussi, dans sa forme numérique.

La responsabilité s'étend aussi à la gouvernance. Les établissements financiers devraient avoir des responsables chargés des risques liés à l'IA, en plus de leurs responsables de la gestion des risques ou de la conformité, pour veiller à ce que les algorithmes soient explicables et contrôlables. De leur côté, les autorités de réglementation doivent acquérir une maîtrise de l'IA pour pouvoir interpréter et contester les résultats qu'elles reçoivent. Le but n'est pas de ralentir l'innovation, mais de la rendre sûre, équitable et compréhensible.

Une loi supérieure

La loi Zéro (ne pas porter atteinte à l'humanité) trouve son équivalent réel dans la préservation de la confiance. La confiance est l'infrastructure invisible de la finance.

Si, en étant biaisée, instable ou irresponsable, l'IA sape cette confiance, elle menace les fondements du système. En revanche, quand elle coïncide avec l'intérêt public, l'IA peut renforcer la confiance. Elle permet de détecter les fraudes plus rapidement, d'exercer une surveillance plus proactive et d'ouvrir l'accès aux financements à ceux qui en ont longtemps été exclus.

La loi supérieure de l'IA est donc de servir le contrat social de la monnaie, c'est-à-dire d'œuvrer pour plus de confiance, d'équité et de stabilité. Chaque établissement utilisant l'IA devrait être jugé à l'aune du critère de la confiance : celle-ci en sort-elle renforcée ou affaiblie ?

Les effets de l'IA sont particulièrement visibles dans les pays émergents, où la finance numérique évolue rapidement et où l'insuffisance des données limite depuis longtemps l'accès au crédit et aux services publics. Au lieu de remplacer les outils numériques existants, l'IA amplifie ce que ces systèmes sont capables de faire en extrayant de grands ensembles de données non structurés des motifs que les modèles traditionnels ne savent pas interpréter.

Au Kenya, par exemple, les écosystèmes d'argent mobile comme MPesa produisent un très grand nombre d'imprimés de transactions de plus en plus souvent analysées par des modèles de notation fondés sur l'IA. Les schémas de comportement et les régularités de trésorerie qui se dessinent permettent aux créanciers d'évaluer les risques associés à des emprunteurs sans antécédents formels. L'accès au crédit a pu ainsi être élargi à de petits entrepreneurs et des populations non bancarisées. En Inde, les systèmes d'identité numérique et les plateformes en temps réel sont associés à des outils d'apprentissage automatique afin de mieux cibler les transferts de l'État et d'élargir l'accès au microcrédit.

Mais l'IA peut aussi aggraver l'exclusion. En cas de pénurie de données (limitées ou biaisées), ce sont des catégories entières qui échappent aux algorithmes. Si les femmes, les populations rurales ou les travailleurs du secteur informel sont sous-représentés dans les ensembles de données, ils le seront également dans les résultats.

Les organisations internationales montent au créneau. Le FMI et la Banque mondiale intègrent de plus en plus souvent des aspects concernant la finance numérique et la gouvernance de l'IA dans leurs programmes de renforcement des capacités.

Coordination mondiale

L'IA va plus vite que la réglementation et traverse les frontières plus vite que l'argent. Mais les responsables de la politique économique peuvent faire déjà beaucoup dans le cadre des mandats et cadres juridiques existants, en attendant que la législation suive. La coordination transfrontalière est essentielle pour empêcher la fragmentation et permettre l'émergence d'une conception mondiale de la réglementation de l'IA financière, qui se fondera sur les évolutions en cours des meilleures pratiques internationales.

Le Conseil de stabilité financière, la BRI et le FMI réfléchissent à des cadres possibles pour une IA responsable. Un ensemble de principes défini à l'échelle mondiale, comme les Principes fondamentaux de Bâle pour la banque, pourrait en assurer la cohérence, tout en autorisant la flexibilité. Un tel cadre mettrait l'accent sur l'équité, l'explicabilité, la responsabilité et la proportionnalité.

Le FMI, au moyen de sa surveillance et de son assistance technique, pourrait aider les pays à identifier les risques financiers liés à l'IA, à échanger les meilleures pratiques et à éviter un fossé numérique en matière de contrôle. Il devrait, pour ce faire, attirer des professionnels qualifiés venant de la recherche et des technologies financières. La BRI pourrait héberger un registre d'algorithmes de surveillance qui permettrait aux autorités de réglementation de travailler ensemble sur des modèles à code source libre.

La Banque mondiale et les institutions de développement régionales peuvent compléter ces efforts en renforçant les capacités d'IA et l'infrastructure numérique dans les pays émergents. Grâce à l'assistance technique, au dialogue et aux instruments de financement, elles peuvent aider les pays à concevoir des cadres pour une IA responsable favorisant l'inclusion financière, à renforcer la gouvernance des données et à intégrer les

normes éthiques de l'IA dans les écosystèmes financiers numériques.

Ensemble, ces institutions peuvent garantir que les pays avancés ne seront pas les seuls à bénéficier des avantages procurés par l'IA. Le but est le multilatéralisme numérique : l'IA doit être au service de tous les pays, et aucun d'entre eux ne peut gérer seul cette dynamique.

Les lois de l'IA financière

Les lois d'Asimov synthétisent une question morale complexe en priorités claires : protéger les individus, obéir dans certaines limites, protéger de manière responsable et servir l'humanité. Dans un monde où la technologie évolue plus vite que le droit, une telle simplicité n'a pas de prix.

Il ne s'agit pas de choisir entre progrès et prudence, mais entre une gouvernance intelligente et une automatisation aveugle, en se souvenant que, même si les machines apprennent, les responsabilités demeurent humaines. L'avenir de la finance s'écrira de plus en plus en code. Toutefois, les principes qui la sous-tendent doivent rester humains. Un système dans lequel la sécurité passe avant l'obéissance, la transparence, avant le secret et la confiance, avant le profit n'éliminera pas le risque, mais le rendra gérable et moral.

Si les banques centrales, les autorités de réglementation et les établissements financiers adhèrent à ces principes, l'IA pourrait devenir un facteur de stabilisation plutôt que de fragilité. Elle pourrait améliorer l'inclusion financière et le contrôle et renforcer la légitimité des systèmes monétaires.

Ces mêmes principes doivent être consolidés grâce à une coopération internationale : il faut veiller à ce que l'IA favorise un système financier non seulement plus sûr et plus juste, mais aussi plus cohérent à l'échelle mondiale. Tant au niveau de la surveillance que des politiques, le défi est de garantir que, à mesure que l'intelligence devient artificielle, le discernement reste bien réel.

Les machines sont en train d'apprendre. Nous devons en faire autant. **F&D**

BIAGIO BOSSONE est conseiller principal d'organisations internationales, d'organismes publics et d'établissements financiers.

Taxer les mauvaises habitudes

Christoph B. Rosenberg et Marius van Oordt

LES TAXES SUR LE TABAC, L'ALCOOL ET LE SUCRE NE REFLÈTENT PAS ASSEZ LEURS EFFETS NOCIFS

En 1789, Benjamin Franklin avait eu cette phrase célèbre : « En ce monde, rien n'est certain, à part la mort et les impôts. » Et si, aujourd'hui, les impôts pouvaient retarder la mort ? C'est une des raisons pour lesquelles les produits mauvais pour la santé, comme l'alcool, le tabac et le sucre, sont frappés de droits d'accise.

Ces taxes sont un bon moyen d'accroître les recettes fiscales intérieures essentielles à un pays, tout en encourageant une meilleure hygiène de vie, en particulier dans les pays à faible revenu où les aides budgétaires se tarissent. Inciter les gens à réduire leur consommation de tabac et d'alcool aide aussi à réduire les dépenses publiques de santé.

En réalité, ces impôts sur le « péché » ou le « comportement » existent depuis des millénaires. La bière était déjà visée dans l'Égypte ancienne, dès 2400 avant Jésus-Christ. Ces taxes perdurent notamment parce qu'elles sont relativement simples à collecter. Depuis quelques années, cependant, de nouveaux défis sont apparus avec l'arrivée sur le marché d'une multitude de nouveaux produits, comme les cigarettes électroniques, les sachets de nicotine et les bières légères. Pour protéger la santé, les autorités doivent suivre de près ces évolutions et adapter leurs systèmes d'imposition souvent incomplets, une tâche facilitée par le croisement des données fiscales et sanitaires.

Des recettes régulières

Quand les budgets sont serrés, les droits d'accise, notamment sur le tabac, l'alcool et le sucre, se révèlent être une source fiable et politiquement acceptable de recettes publiques, rapportant en moyenne environ 2% du PIB dans les pays avancés comme dans les pays en développement. Devenus plus courants dans les pays en développement, ils sont en revanche en recul depuis quelque temps dans les pays avancés et les pays émergents, essentiellement en raison de l'érosion des recettes due à l'inflation et aux modifications des habitudes de consommation. Les taxes sur le tabac sont celles qui rapportent le plus, suivies par

les taxes sur l'alcool. Celles qui visent les boissons sucrées restent encore assez rares et produisent généralement des recettes plus modestes.

Comment les pouvoirs publics peuvent-ils optimiser à la fois les rentrées fiscales correspondantes et les avantages sur le plan de la santé ? Il ne suffira pas de relever le niveau des taxes : tôt ou tard, les consommateurs de tabac et d'alcool, plutôt que de se sevrer, se reporteront sur d'autres produits non taxés ou illicites. Une meilleure compréhension des risques sanitaires et de la façon dont les consommateurs et les producteurs réagissent à ce type de fiscalité peut guider les pouvoirs publics. Il faut pour cela un cadre global reposant sur trois principes : prise en compte de *tous* les produits nocifs, adéquation entre les taux de taxe et les dangers pour la santé et mise en place d'une coopération internationale pour limiter la fraude et la contrebande.

Taxez-les tous !

La plupart des pays imposent des droits d'accise sur certains comportements à risque, mais les exemples de « gruyères fiscaux » sont légion. Dans la Région administrative spéciale de Hong Kong, par exemple, le vin n'est soumis à aucune fiscalité, tandis que les spiritueux sont taxés à plus de 100%. À Sao Tomé-et-Principe, le vin de palme, l'une des boissons les plus consommées de ce pays africain, est exempté de taxe, contrairement à toutes les autres boissons alcoolisées. En Éthiopie, les feuilles de khat, un stimulant récréatif populaire qui provoque des problèmes buccodentaires et cardiovasculaires et des troubles mentaux demeure épargné, alors que de lourdes taxes frappent l'alcool et le tabac. Comblar ces failles pourrait améliorer les recettes fiscales et la santé publique.

Le prix du danger

Toutefois, les autorités doivent réfléchir plus largement aux moyens de modifier les comportements à risque. Dans l'idéal, le niveau des taxes devrait être proportionnel à la



nocivité des produits, tout en préservant le niveau global des recettes.

La difficulté réside dans la définition de cette nocivité, tant directement pour les consommateurs qu'indirectement pour les tiers (comme dans le cas du tabagisme passif ou de l'alcool au volant). Le préjudice pour la santé dépend en partie de ce qu'un produit contient — par exemple l'éthanol dans les boissons alcooliques, les sucres ajoutés dans les boissons sucrées ou les substances chimiques toxiques dans les produits du tabac — et en partie de la façon dont ces substances ou leurs composants sont administrés. Le risque dépend aussi des habitudes de consommation : quantité, fréquence et association éventuelle avec d'autres produits nocifs. Les responsables de l'élaboration des politiques ne sont pas en mesure d'observer ces comportements ou d'en tenir compte quand ils fixent le taux des taxes. L'une des méthodes envisageables consiste donc à taxer les produits en fonction de leur teneur en substances nocives et de leur mode d'administration (tabac fumé ou tabac chauffé, par exemple), sur la base de consommations moyennes.

L'idée n'est pas nouvelle. Les spiritueux, par exemple, sont depuis longtemps taxés plus lourdement que la bière ou le vin en raison d'un degré alcoolique plus élevé. Ce qui a changé, ce sont les données factuelles disponibles. Les progrès de la recherche médicale ainsi que les données plus fiables sur le lien entre les substances, les modes d'administration et les risques sanitaires font qu'il est aujourd'hui plus simple d'établir un lien systématique et cohérent entre la fiscalité et le préjudice pour la santé.

De nombreux pays taxent déjà les boissons selon leur teneur en sucre ou en alcool par litre afin de mieux prendre en compte les risques sanitaires des nouveaux produits arrivant sur le marché. Cette stratégie est conforme aux grandes tendances sociétales, avec des habitudes de consommation qui évoluent dans de nombreux pays avancés : quand les baby-boomers commandent des cocktails, leurs enfants, ceux de la génération Z, optent de plus en plus souvent pour la version sans alcool.

Dans le cadre d'une stratégie à long terme, la fiscalité liée à la nocivité des produits encourage également les

fournisseurs à modifier leur offre. La bière sans alcool, par exemple, représente déjà 9% environ des ventes des brasseurs allemands, et la recherche-développement se concentre sur la production de ces variétés de bière et l'élargissement de la gamme. Quand un secteur sait dans quel sens souffle le vent fiscal, il s'adapte.

Les méfaits du tabagisme

Les produits contenant de la nicotine constituent un défi particulier. À mesure que les interdictions de fumer s'enracinent et que les goûts changent, des substituts à la cigarette traditionnelle (des cigarettes électroniques au tabac à chauffer en passant par les sachets de nicotine) sont proposés à ceux qui n'arrivent pas arrêter. Heureusement, un grand nombre de ces nouveaux produits, qui restent toutefois nocifs, diminuent l'exposition des consommateurs aux substances toxiques (graphique 1). Il paraît donc logique de leur appliquer un taux de taxe plus faible, quitte à le rectifier en fonction des résultats de la recherche et de l'évolution des besoins en matière de recettes.

La Nouvelle-Zélande fournit un bon exemple de la façon dont la fiscalité

peut aider à faire reculer le tabagisme. Dans les 15 dernières années, les gouvernements successifs ont relevé d'au moins 10 % par an les droits d'accise sur les produits du tabac à fumer, dans le cadre d'une stratégie délibérée visant à creuser l'écart fiscal avec les produits de substitution, moins toxiques. Au total, la proportion de fumeurs a chuté de 18 % en 2012 à 8 % en 2024, tandis que la consommation de cigarettes électroniques, moins nocives, a augmenté, passant de près de 0 à 14 % au cours de la même période. Le lien de causalité est difficile à établir, mais il semble plausible que les écarts de prix croissants entre les produits aient contribué à ce changement. Les recettes fiscales ont augmenté jusqu'en 2020 et légèrement diminué ensuite.

L'UE encourage ses membres à opter pour une stratégie similaire. Dans la plupart des États membres, les droits d'accise varient déjà en fonction de la nature des produits (fumés ou sans fumée). La Commission européenne vient de publier un projet de directive concernant les droits d'accise sur le tabac. Le texte prévoit d'appliquer des taux minimaux sur 13 catégories de produits ; taxe de la même façon les cigarettes et le tabac en vrac ; et fixe des taux sensiblement moins élevés pour les cigarettes électroniques, les produits du tabac chauffés et les sachets de nicotine. Aucun produit contenant du tabac ou de la nicotine

n'échappe à la taxation, et les taux sont fixés de manière à suivre, voire à dépasser, l'inflation.

Une tarification aux effets parfois pervers

Les taux de taxe appliqués dans de nombreux pays à faible revenu et pays émergents ont cependant des effets incitatifs pernicious. Souvent produits sur place, les produits à fumer et les boissons néfastes pour la santé sont ainsi soumis à des droits d'accise peu élevés. En Afrique du Sud, par exemple, la taxe applicable à une unité d'alcool de bière africaine traditionnelle est à peu près cinq fois inférieure à la taxe sur les autres bières. De la même façon, en Inde, les cigarettes locales faites de tabac brut et appelées bidis sont bien moins taxées que les cigarettes à bout filtre, et les substituts sans fumée sont interdits. Ces différences de taxation induisent à tort l'idée de risques moindres pour la santé, entretiennent la consommation de produits souvent plus dangereux et détournent l'investissement vers les mauvais secteurs industriels. Malgré les raisons d'équité généralement invoquées, cette tarification est donc contre-productive du point de vue de la protection des populations à faible revenu, qui représentent souvent une part disproportionnée de la consommation de produits traditionnels.

Si l'on considère les pays du G20 et différents types de produits, le tableau de la fiscalité en fonction de la nocivité est contrasté (graphique 2). Les pays qui taxent le tabac sont très nombreux, le chiffre est un peu moins élevé pour l'alcool. et la situation est extrêmement inégale en ce qui concerne les boissons sucrées. Dans certains cas, l'interdiction remplace la taxe, comme pour les nouveaux produits du tabac en Argentine et en Türkiye ; l'Arabie saoudite ne taxe pas l'alcool, dont l'interdiction pure et simple vient seulement d'être levée. Des progrès notables ont quand même été observés ces toutes dernières années ; jusque-là, les barèmes d'imposition se fondaient rarement sur des critères de santé publique. Il reste néanmoins encore beaucoup à faire pour que les taux des taxes correspondent mieux au danger représenté par les substances qu'elles sont censées viser.

Coopération transfrontalière

Pour tirer le meilleur parti des taxes liées aux produits nocifs pour la santé, les pays doivent conjuguer leurs efforts compte tenu de la dynamique régionale des marchés : des écarts de taxes importants de part et d'autre des frontières peuvent inciter les consommateurs à se procurer des produits moins chers à l'étranger, réduisant du même coup l'effet de cette fiscalité sur la santé et les recettes.

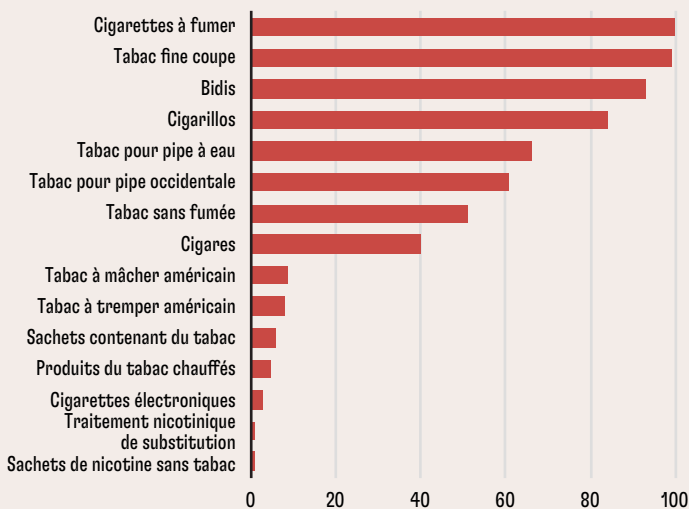
Ainsi, quand la Finlande a sensiblement abaissé sa taxe sur l'alcool en 2004, les ventes de spiritueux ont bondi de 150 % dans certaines villes frontalières

GRAPHIQUE 1

Degrés de nocivité

Les substituts aux cigarettes traditionnelles réduisent l'exposition aux substances toxiques ; il est donc logique de moins les taxer.

(spectre relatif du danger potentiel présenté par 15 produits à base de nicotine)



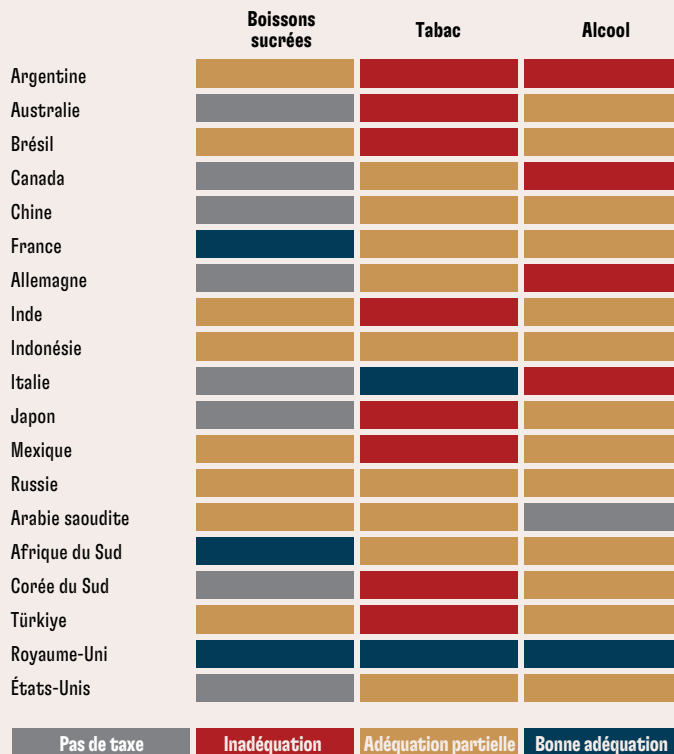
SOURCE : Murrett, Rugh et Ding (2022).

GRAPHIQUE 2

Des taxes inadaptées

Des progrès considérables sont possibles en ce qui concerne l'adéquation entre les taux des taxes et la nocivité des substances qu'elles sont censées viser.

(adéquation entre les taxes et le danger présenté par divers produits ; pays du G20)



SOURCE : mise à jour à partir de van Oordt et Mensah (2024), sur la base des renseignements fournis par les autorités nationales.

NOTE : **Inadéquation** : certains produits ne sont pas taxés et d'autres sont visés par une taxe inadéquate. **Adéquation partielle** : la totalité ou la plus grande partie des produits sont taxés, mais les taux relatifs faussent les incitations (produits à fumer et autres produits taxés de manière identique, par exemple). **Bonne adéquation** : pour la totalité ou la majorité des sous-produits, les taux de taxe sont proportionnels au risque ou au danger sanitaire relatif.

de la Suède. Une étude récente conduite en Norvège, un autre pays où l'alcool est fortement taxé, s'est servie des données sur la fermeture des frontières et les achats dans les magasins pendant la pandémie de COVID et a identifié des effets d'achats transfrontaliers du même ordre. Selon les estimations, ce sont 1,4 milliard de litres d'alcool qui font l'objet d'achats transfrontaliers dans l'UE chaque année, ce qui représente une perte annuelle de quelque 4 milliards d'euros en droits d'accise.

Le problème ne se limite pas aux zones densément peuplées ni à l'Europe de l'espace Schengen. Les taxes très faibles qui visent le tabac au Paraguay, par exemple, en ont fait une plaque tournante des cigarettes expédiées vers les pays voisins aux taxes plus élevées : ces produits moins chers représentent

aujourd'hui à peu près 20 % du marché brésilien et environ 400 millions de dollars par an de recettes perdues pour le Brésil.

Là où ces achats transfrontaliers sont illégaux, une répression plus stricte peut sûrement aider à améliorer la situation. Mais, en dernier ressort, seuls une concertation plus étroite entre les pays concernés et un consensus plus fort autour de la classification des gammes de produits en évolution constante empêcheront l'érosion des systèmes de taxes liés aux dommages pour la santé.

La voie à suivre

La fiscalité n'est pas seulement un instrument budgétaire, c'est un levier puissant pour construire des sociétés en meilleure santé. Lier les droits d'accise aux risques relatifs pour la santé peut faire reculer des maladies évitables tout en assurant des recettes stables, surtout si ces droits sont appliqués partout et de manière cohérente. À l'inverse, les lacunes, les incitations inappropriées et les approches dispersées aboutissent à des pertes de recettes et une exposition continue de la population à des dommages évitables. Les systèmes d'imposition doivent donc évoluer avec les habitudes de consommation et l'offre de produits.

Ces évolutions ne peuvent pas être le fait de pays isolés : il faut définir des principes à l'échelle internationale qui détermineront comment limiter les arbitrages transfrontaliers et le commerce illicite. Des institutions mondiales comme le FMI, mais surtout des entités régionales comme l'UE et l'Union africaine, jouent un rôle essentiel pour promouvoir des cadres permettant de fixer des taxes en fonction de critères sanitaires et de soutenir l'innovation en faveur de produits plus sains. Des avancées de ce type amélioreront la santé publique et la résilience budgétaire. **F&D**

CHRISTOPH B. ROSENBERG est économiste et il a été directeur adjoint du département de la communication du FMI. **MARIUS VAN OORDT** est spécialiste des politiques fiscales et ancien maître de conférences à l'African Tax Institute de l'Université de Pretoria.

BIBLIOGRAPHIE

- Ahmed, M., and M. Shafik. 2025. "The Case for Health Taxes." *Finance & Development*, April 18.
- European Commission (EC). 2025. "Impact Assessment Report Accompanying the Document—Proposal for a Council Directive on the Structure and Rates of Excise Duty Applied to Tobacco and Tobacco Related Products." Brussels.
- Murkett, R., M. Rugh, and B. Ding. 2022. "Nicotine Products Relative Risk Assessment: An Updated Systematic Review and Meta-analysis." *F1000Research* 9:1225.
- Van Oordt, M., and V. Mensah. 2024. "Reforming Excise Taxation to Reduce Social Inequalities." *G20 Brasil 2024 T20 Task Force 01 Policy Brief*, Brasilia.

Infrastructures numériques

Diane Coyle, David Eaves et Beatriz Vasconcellos

LES MINISTRES DES FINANCES DOIVENT RÉFLÉCHIR AUX INFRASTRUCTURES PUBLIQUES NUMÉRIQUES COMME S'IL S'AGISSAIT DE ROUTES OU DE RÉSEAUX ÉLECTRIQUES

Aucun gouvernement ne construirait une dizaine de routes entre les deux mêmes villes. C'est pourtant ce qui arrive souvent en matière de services numériques. Des pays dépensent des milliards pour les technologies de l'information sans comprendre que ces systèmes doivent être appréhendés comme des infrastructures partagées. En raison de cette vision compartimentée, les systèmes sont fragmentés, et il est plus difficile de partager et d'exploiter les données dans les différents organismes publics et avec le secteur privé.

Qu'en serait-il si nous traitions certains systèmes numériques essentiels (identification, paiements, plateformes d'échange de données, certificats et autres services partagés qui sous-tendent des fonctions de base de l'administration et de l'économie) comme nous traitons les routes ou les réseaux électriques, c'est-à-dire comme des systèmes partagés essentiels conçus dans une optique de long terme et pour des usages répétés ?

Cette approche nécessite deux changements de paradigme notables, au-delà de l'attention normalement portée aux technologies. Le premier changement est économique. Si les routes relient des lieux, les infrastructures publiques numériques (IPN) relient des institutions et multiplient la valeur potentielle. Les identités numériques, comme en fournit le système indien Aadhaar, assurent des gains d'efficacité directs, en réduisant la fraude et les demandes de prestations. La valeur de ces systèmes croît avec leur usage ; ils permettent, par exemple, d'améliorer le ciblage des services ou de fournir un accès sûr à l'éducation et aux soins de santé. À terme, cela

peut redéfinir ou doper les marchés. Un système numérique de vérification universelle des identités peut faire baisser les coûts de conformité pour les établissements financiers, élargir l'accès au crédit et déboucher sur de nouveaux modèles d'affaires dans toute l'économie. En Inde, Aadhaar a considérablement abaissé les coûts d'identification des clients et alimenté une progression spectaculaire du nombre d'utilisateurs de téléphones portables.

Les effets économiques les plus importants des IPN, comme ceux d'autres types d'infrastructures, ne sont pas des effets immédiats ; ils résultent des activités économiques qu'elles favorisent plus largement, à l'instar d'une nouvelle ligne de chemin de fer qui favorise la croissance tout le long de son tracé. Le Malawi, par exemple, a considérablement amélioré ses marchés du crédit en permettant aux prêteurs de vérifier plus précisément l'identité des emprunteurs quand il a introduit l'identification biométrique. Cette évolution a créé de nouveaux débouchés économiques en diminuant le risque de défaillance et en élargissant l'accès au crédit, en particulier pour les populations marginalisées.

Ce bilan positif n'est cependant pas garanti. De nombreux pays ont investi dans des IPN, mais sans les administrer ni les financer comme des infrastructures. Une initiative de cartographie mondiale des IPN pilotée par l'University College de Londres a identifié plus de 64 programmes nationaux d'identité numérique, 97 systèmes de paiement numérique et 103 plateformes d'échange de données avec un potentiel comparable à celui d'une infrastructure. Mais rares sont ceux qui sont très utilisés. La



moitié seulement environ des systèmes nationaux d'identité numérique sont utilisés par plus de deux services publics. L'Afrique du Sud possède huit plateformes nationales d'échange de données fonctionnant de manière isolée.

Capacités de l'État

Le second changement de paradigme a trait aux capacités de l'État. L'avènement des technologies numériques a rendu les citoyens plus exigeants en ce qui concerne la qualité des services, à savoir leur rapidité, leur efficacité et leur fluidité. Le bon niveau des services dépend d'une série de capacités sous-jacentes, comme la capacité de relier différents ensembles de données et d'en tirer parti. Cependant, l'essor compartimenté des services numériques, des systèmes d'authentification et des applications, qui est fréquemment observé dans le secteur public, majore les coûts et augmente la complexité, mais il a aussi des effets plus pénalisants sur les petits services et diminue la capacité de l'État à intégrer les données et réagir avec efficacité.

Collectivement, faute d'une vision d'ensemble des infrastructures numériques, les capacités des États diminuent. Leur crédibilité, leurs ressources et leur aptitude à s'adapter rapidement et à mettre en place de nouveaux programmes et de nouvelles actions pour faire face aux problèmes émergents déclinent. En n'adoptant pas un cadre stratégique général pour les infrastructures numériques, l'économie et l'État perdront en efficacité, en particulier dans un contexte d'instabilité géopolitique, économique et environnementale croissante.

Les ministres des Finances le savent. L'an dernier, nous avons organisé une série d'ateliers avec des fonctionnaires du Trésor et des finances de plus de 50 pays ; beaucoup ont souligné les possibilités qu'offrent les IPN de réduire les redondances, de diminuer les coûts administratifs, d'améliorer le recouvrement de l'impôt et de renforcer la surveillance. Mais, dans leur ensemble, les participants ont mis l'accent sur un point essentiel : l'optimisation des ressources doit être visible et doit l'être rapidement.

Ceci explique en partie les efforts encore redondants et dispersés déployés

par de nombreux ministères des Finances quand il s'agit de financer des systèmes numériques. Ils prennent acte des travaux de recherche de plus en plus nombreux montrant que les méthodes d'évaluation traditionnelles, telles que l'analyse coûts-avantages, estiment mal la valeur totale des infrastructures. En effet, ces outils axés sur des projets tendent à simplifier à l'extrême les liens complexes, à privilégier les résultats à court terme, à négliger les retombées et à ne pas prendre en compte les aspects de répartition. Comme l'avait dit l'an dernier un fonctionnaire des finances, « les systèmes dont tout le monde bénéficie, mais qui n'appartiennent à personne, ne correspondent à aucune catégorie budgétaire ».

Changement à l'échelle de toute l'administration

Nos ateliers ainsi qu'un document d'orientation rédigé avec Sumedha Deshmukh résumant la réalité du défi : pour transformer des logiciels en infrastructure, une bonne conception technique ne suffit pas. Seuls, les ministères chargés du numérique peinent souvent à impulser le changement dans l'administration, la plupart du temps parce qu'ils n'ont pas la main sur les budgets, l'autorité pour coordonner le travail interministériel, ou le poids institutionnel pour faire appliquer des normes communes. Les ministères des Finances peuvent y remédier, grâce à leurs pouvoirs décisifs en matière de budget et de coordination, qui leur permettent de faire adopter des infrastructures et de les soutenir à long terme. La capacité à piloter l'adoption d'une infrastructure, qui suppose de veiller à l'harmonisation entre les ministères, d'établir des normes et d'imposer la réaffectation de ressources existantes, est également primordiale. Ces changements ne sont bien sûr pas immédiats, car il faut souvent surmonter les obstacles liés à trois aspects fondamentaux.

Le premier aspect est la coordination. Les ministères des Finances reconnaissent que des infrastructures numériques sont nécessaires pour l'interopérabilité et l'efficacité, mais ils sont aussi censés respecter l'autonomie des autres ministères. En pratique, ils jouent souvent un rôle réactif, qui consiste à évaluer les propositions

plutôt qu'à définir les stratégies numériques dès le départ. « Nous sommes des gardiens de but, pas des buteurs », comme le disait un fonctionnaire. Dans bien des cas, l'expertise technique est ailleurs. Les gouvernements doivent conduire une stratégie permettant aux ministères des Finances de défendre les gains d'efficacité et les innovations que permettent les plateformes partagées.

Le deuxième aspect est le financement. Les IPN requièrent des investissements à long terme pour construire, entretenir et moderniser les systèmes. Or, les pressions politiques et budgétaires visent généralement à obtenir des rendements à très court terme. Plusieurs responsables ayant participé à nos ateliers se sont dits préoccupés par le fait que les projets pilotés par des donateurs étaient lancés sans plans clairs de financement à long terme. En outre, comme les dépenses consacrées aux IPN se répartissent entre un grand nombre de lignes budgétaires, il est plus difficile de planifier et gérer les infrastructures comme un tout cohérent.

Le troisième aspect est l'évaluation. La plupart des propositions numériques sont évaluées à l'aide d'outils d'analyse coûts-avantages qui reflètent très mal les retombées intersectorielles à long terme des IPN. Les fonctionnaires présents à nos ateliers ont noté qu'il était difficile de prévoir les rendements à escompter des plateformes partagées, surtout quand leur valeur ne résidait pas dans les économies directement réalisées, mais dans l'amélioration des services, les moindres déperditions ou toutes nouvelles capacités. Beaucoup ont insisté sur le fait que les IPN devaient avoir des applications claires et être rapidement efficaces pour qu'une dynamique se crée, même si leurs avantages à plus grande échelle pouvaient ne se matérialiser qu'au bout de plusieurs années. Compte tenu des problèmes identifiés, il paraît souhaitable que les considérations relatives aux IPN soient intégrées dans les cadres de gestion des investissements publics et les plans de budgétisation pluriannuelle nationaux.

De simples contrôleurs d'accès à intendants

Nos travaux mettent aussi en lumière les tendances intéressantes qui sont observées

partout dans le monde concernant les nouvelles approches choisies par les ministères des Finances pour se lancer dans des investissements de longue durée et concernant les nouveaux outils, qui peuvent se substituer à l'analyse coûts-avantages. Globalement, trois rôles se détachent, qui ne constituent pas des modèles figés, mais plutôt un éventail de modes d'engagement de la part des autorités.

Certains ministères agissent en évaluateurs, analysant les propositions numériques sous l'angle de leur potentiel infrastructurel. Au Royaume-Uni, le système de notification commun à toute l'administration, GOV.UK Notify, est peu à peu devenu un outil de référence, suscitant un débat plus général sur l'évaluation des systèmes numériques partagés. Alors que le pays lance d'autres services d'infrastructure comme GOV.UK Pay et GOV.UK One Login, les deux questions qui agitent le débat sont celles du financement de ces services et de la méthode appropriée pour les évaluer.

D'autres ministères des Finances jouent le rôle de coordinateurs ou d'agents d'exécution, se servant des processus budgétaires pour harmoniser les investissements ministériels, interdire les chevauchements et promouvoir un usage partagé. En Ouganda, le ministère des Finances et l'Office national de la planification ont introduit un modèle de budgétisation programmatique imposant aux organismes de présenter leurs besoins informatiques collectivement.

Cela permet au ministère de repérer les propositions redondantes et de promouvoir par défaut les infrastructures existantes. En matière de marchés publics, la politique est désormais d'exiger une autorisation de l'instance nationale de réglementation des technologies de l'information, ce qui renforce les normes techniques et facilite l'utilisation. Comme l'a dit un des fonctionnaires, « rien ne justifie qu'un organisme public achète un service dont nous disposons déjà ».

Dans de rares cas, le ministère des Finances se charge de bout en bout de la mise en œuvre de composantes essentielles des IPN. Par exemple, la plateforme cambodgienne d'échange de données CamDX servait initialement à l'immatriculation des entreprises, mais

elle offre désormais de nombreuses autres fonctions.

Les trois rôles précités ne s'excluent pas mutuellement. Leur point commun est la reconnaissance du fait que les IPN ne sont pas seulement des investissements techniques, ce sont aussi des biens publics. Les ministères des Finances n'ont pas besoin de construire ces infrastructures, ils doivent définir la logique, les incitations et les conditions qui en garantissent l'efficacité. Il est essentiel d'assurer une intendance stratégique plutôt qu'un simple contrôle budgétaire pour libérer tout le potentiel des systèmes numériques en tant qu'infrastructures.

S'agissant de ces trois rôles, une question centrale se pose : comment les ministères des Finances doivent-ils gérer la gouvernance de cette nouvelle infrastructure numérique, surtout qu'il leur revient au premier chef de budgétiser, gérer les risques financiers et veiller à l'optimisation des ressources ? En tant que gardiens des ressources publiques, ces ministères occupent une position idéale pour relever des défis cruciaux, comme assurer la viabilité financière et une intendance efficace à long terme et conserver la confiance des citoyens.

Un État numérique

Quand une administration adopte l'IA et les services numériques, les coûts associés à l'entretien de systèmes fragmentés (du stockage des données à la puissance de calcul) augmentent fortement. Les infrastructures numériques partagées sont une solution possible, car ces plateformes intégrées et évolutives créent des biens communs durables. Il faut pour cela que l'État se dote de nouvelles capacités, en particulier dans le domaine de la gouvernance et de la confiance. Les systèmes numériques, pour l'identification, les systèmes de paiement et les échanges de données, qui renforceront la surveillance sans alléger pour autant le fardeau administratif, risquent d'être rejetés par les citoyens.

À terme, avec la poursuite de la transition numérique, le risque d'une fragmentation permanente ne fera que croître, tout comme les coûts économiques et sociétaux d'une telle fragmentation. En période de crise, ces coûts peuvent

être particulièrement élevés. Pendant la pandémie de COVID, par exemple, les États-Unis ont consacré 800 milliards de dollars à leur programme de protection des salaires (Paycheck Protection Program). D'après une étude réalisée par David Autor et ses collègues de l'American Economic Association, les travailleurs qui en avaient le plus besoin se sont partagés entre un quart et un tiers, au mieux, de ces ressources, et le reste est allé aux ménages plus fortunés. L'une des conclusions de leur étude était que d'autres pays riches, en exploitant le potentiel de systèmes administratifs modernes pendant la pandémie, avaient réussi à mieux cibler les mesures d'aide en faveur des entreprises en grande difficulté financière.

Alors qu'un nombre croissant d'administrations et d'organismes donateurs voulant éviter les redondances numériques privilégient des infrastructures partagées, les ministères des Finances ont un rôle important à jouer. Il faut qu'ils soient à la manœuvre pour que les infrastructures numériques ne deviennent pas un cimetière de projets pilotes trop éparpillés et coûteux à entretenir. Il leur appartient de donner un coup de barre décisif pour passer du financement de projets isolés au lancement d'infrastructures partagées ; d'économies à court terme à des biens publics durables ; et d'une fragmentation de la propriété à une intendance institutionnelle. **F&D**

DIANE COYLE est professeure titulaire de la chaire Bennett de politique publique à l'Université de Cambridge.

DAVID EAVES est codirecteur adjoint et maître de conférences spécialiste de l'État numérique de l'Institut for Innovation and Public Purpose (Institut pour l'innovation et l'utilité publique) de l'University College de Londres, où

BEATRIZ VASCONCELLOS était chargée de recherche, avant de devenir secrétaire adjointe à la transformation numérique au Bureau de la présidence du Brésil.

BIBLIOGRAPHIE

Eaves, D., D. Coyle, B. Vasconcellos, and S. Deshmukh. 2025. "The Economics of Shared Digital Infrastructures: A Framework for Assessing Societal Value." IIPP Policy Report 2025/02, University College London Institute for Innovation and Public Purpose, London.

L'éclat durable de l'or

Pratik Ghansham Salvi

POURQUOI L'OR CONSERVE UNE VALEUR DURABLE À L'ÈRE DES ACTIFS NUMÉRIQUES

Depuis plus de cinq mille ans, l'humanité est fascinée par l'or, ce métal inaltérable qui a illuminé des temples, couronné des empereurs et soutenu des systèmes monétaires. Son histoire relève autant de l'économie que de la psychologie. À travers les siècles, l'or a servi de monnaie, d'ornement, de réserve et de métaphore, incarnant le désir de stabilité de l'être humain dans un monde en mutation. À l'ère des cryptomonnaies, de l'intelligence artificielle et des monnaies numériques de banque centrale, sa persistance soulève une question à la fois ancestrale et contemporaine : pourquoi l'or conserve-t-il sa valeur ?

L'héritage de l'or comme étalon de valeur remonte bien avant la finance moderne. Les Lydiens ont été parmi les premiers à frapper des pièces d'or au VII^e siècle av. J.-C., ce qui a transformé le commerce grâce à la standardisation. L'Égypte ancienne et la Rome antique le considéraient comme un métal divin, associant son éclat inaltérable à l'éternité. Sur le plan économique, sa durabilité, sa rareté et sa divisibilité en faisaient un matériau idéal pour la monnaie. Il ne s'oxydait pas, pouvait être stocké indéfiniment et existait en quantités limitées : c'était donc un moyen d'échange parfait.

Au XIX^e siècle, l'or était devenu le pilier de l'ordre financier mondial. Sous l'étalon-or classique, la livre sterling, principale monnaie de réserve mondiale, était directement convertible en une quantité fixe d'or détenue dans les coffres de la Banque d'Angleterre. Ce système, adopté par une grande partie des pays industriels, a imposé une discipline budgétaire et empêché les autorités d'imprimer trop de monnaie. Il a renforcé la confiance dans les échanges et les investissements internationaux en garantissant des taux de change stables. Toutefois, cette rigidité qui assurait la stabilité a aussi été une source de fragilité. Pendant la crise de 1929, le maintien du taux de

change fixe par rapport à l'or a transformé les récessions en spirales déflationnistes, ce qui a aggravé le chômage et la misère.

À la fin de la Seconde Guerre mondiale, le monde a tenté de trouver un compromis en instaurant le système de Bretton Woods en 1944. Le dollar américain y était rattaché à l'or, au taux de 35 dollars l'once, tandis que les autres monnaies étaient arriérées au dollar (graphique 1). Ce système reposait sur la confiance dans la puissance économique des États-Unis. Cependant, à la fin des années 60, ce taux fixe n'était plus tenable en raison des déficits accusés par les États-Unis en lien avec la guerre du Viet Nam et les dépenses intérieures. En 1971, lorsque le président Richard Nixon a mis fin à la convertibilité officielle du dollar en or, les derniers vestiges de l'étalon-or mondial ont disparu au profit d'un régime de monnaies fiduciaires : leur valeur ne reposait plus sur le métal, mais sur la confiance. Ce changement n'a pas marqué la fin du pouvoir de l'or, mais sa transformation.

Un placement refuge

Au cours des décennies qui ont suivi, l'or est passé du statut de point d'ancrage monétaire à placement refuge — l'actif privilégié en période d'incertitude. Lors des chocs pétroliers et de la poussée inflationniste des années 70, son prix a été multiplié par 20. Pendant la crise financière de 2008, alors que les marchés du crédit s'effondraient, il a dépassé les 1 000 dollars l'once. De nouveau, lors des turbulences liées à la pandémie de 2020, l'or a atteint des niveaux records, à près de 2 000 dollars l'once. Même lorsque les banques centrales ont relevé leurs taux d'intérêt en 2023 et 2024, l'or a continué d'attirer les acheteurs. La Chine, l'Inde, la Türkiye et la Pologne ont mené une vague sans précédent d'achats par les banques centrales, dépassant 1 100 tonnes, ce qui témoigne



des efforts déployés pour diversifier les réserves afin de s'affranchir de la vulnérabilité du dollar des États-Unis sur le plan géopolitique. Dans un monde de plus en plus fragmenté, la neutralité de l'or, qui n'appartient à aucun pays et ne comporte aucun risque de contrepartie, en fait la protection politique par excellence.

Ces achats de banques centrales ont été à l'origine d'une nouvelle envolée des cours de l'or, qui ont franchi la barre des 4 000 dollars l'once fin 2025. Les craintes entourant l'orientation de la politique monétaire, l'accroissement de la dette publique et l'inflation ont aussi contribué à la ruée sur le métal précieux, qui a vu ses prix grimper d'environ 40 %, soit la plus forte hausse annuelle depuis 1979. Les avoirs en or des fonds indiciels américains ont bondi de plus de 40 %, pour s'approcher de 200 milliards de dollars. Début 2026, sur fond d'exacerbation des clivages géopolitiques, les prix ont dépassé les 5 000 dollars l'once, avant de retomber en dessous de 4 700 dollars.

Sur le plan économique, la valeur durable de l'or repose sur trois caractéristiques : la rareté, la durabilité et la confiance. L'exploitation minière à l'échelle mondiale ajoute à peine 1,5% au stock total d'or hors sol chaque année, soit un rythme bien plus lent que la croissance de la masse monétaire ou de la liquidité numérique. Chaque once jamais extraite, à savoir quelque 210 000 tonnes, existe toujours sous une forme ou une autre, qu'il s'agisse de lingots, pièces ou bijoux. Cette quasi-permanence physique est unique parmi les actifs financiers. Pour autant, la valeur de l'or ne saurait se limiter à sa géologie. Elle

découle d'un consensus social partagé : une conviction collective que ce métal particulier, parmi tous les autres, incarne la sécurité et la valeur. Comme l'a observé l'économiste Robert Mundell, l'or perdure non pas pour son utilité intrinsèque, mais en raison de « la confiance que nous accordons à son inutilité ».

Le rôle de l'or comme protection contre l'inflation est à la fois reconnu et mal compris. Son prix a tendance à augmenter non seulement avec l'inflation, mais aussi avec l'érosion de la confiance dans la politique monétaire. Lorsque les taux d'intérêt réels deviennent négatifs, c'est-à-dire quand détenir des liquidités ou des obligations rapporte moins que l'inflation, l'or devient comparativement plus attractif. Ses performances durant la stagflation des années 70 et l'incertitude des années 2010 ont illustré précisément ce mécanisme. En revanche, pendant les périodes d'inflation stable et de croissance économique solide, l'or a souvent tendance à stagner. Ce n'est pas un vecteur de prospérité, mais une assurance contre l'absence de prospérité.

Un point d'ancrage psychologique

Pour les investisseurs, l'or agit comme un point d'ancrage psychologique. Il ne promet rien d'autre que la pérennité. Une allocation à l'or de 5-10% est souvent recommandée dans un portefeuille, non pas pour les performances, mais pour son équilibre. En effet, sa corrélation inverse avec les actions assure une certaine stabilité durant les périodes de crise sur les marchés. Les produits financiers modernes

comme les fonds indiciels, les obligations souveraines adossées à l'or et les comptes d'or numériques ont démocratisé l'accès au métal, surtout dans les pays émergents où la confiance envers les institutions financières demeure inégale.

Culturellement, l'or reste profondément ancré dans les sociétés, bien au-delà de la logique des marchés. En Inde, on estime que les ménages détiennent plus de 25 000 tonnes d'or, soit davantage que les réserves cumulées des 10 plus grandes banques centrales. Il sert à la fois d'ornement, de dot et d'instrument d'épargne. Les achats d'or culminent lors des festivals et des mariages, motivés à la fois par la tradition et la prudence économique. En Chine, la symbolique de l'or est tout aussi immuable : il représente la vertu, la chance et la stabilité. Pendant les crises financières, les investisseurs individuels se ruent sur les bijoux en or, brouillant ainsi la frontière entre émotion et investissement.

L'essor des cryptoactifs a relancé d'anciens débats sur ce qui constitue la valeur. Le bitcoin, souvent qualifié d'« or numérique », imite la rareté du métal jaune grâce à une conception algorithmique, avec une offre plafonnée à 21 millions d'unités. La comparaison est néanmoins imparfaite. Le bitcoin est instable, incorporel et tributaire d'une infrastructure numérique. L'or, à l'inverse, porte le poids de millénaires de confiance. Il s'agit d'une réalité concrète, à l'abri des pannes

informatiques ou des interdictions réglementaires. Si le bitcoin représente l'avenir de la pensée spéculative, l'or incarne la mémoire d'une croyance collective. Tous deux montrent que la monnaie, par essence, est une construction sociale, un récit commun que nous transmettons sur ce qui compte vraiment.

Un amortisseur géopolitique

Dans l'économie politique du XXI^e siècle, l'or redevient un actif stratégique. Alors que les sanctions occidentales ont gelé les réserves de change et instrumentalisé le système du dollar, des pays comme la Chine et la Russie se sont tournés vers l'or comme amortisseur géopolitique. Il s'agit du seul actif qui échappe au contrôle de tout gouvernement ou réseau de banques centrales. À titre d'exemple, la Banque populaire de Chine a augmenté régulièrement ses avoirs, qui dépassent à présent 2 300 tonnes. La Banque de réserve de l'Inde a elle aussi accru ses réserves, qui atteignent quelque 880 tonnes. L'or est revenu sur le devant de la scène, non plus comme étalon de valeur, mais comme bouclier de souveraineté dans une ère de multipolarité conflictuelle.

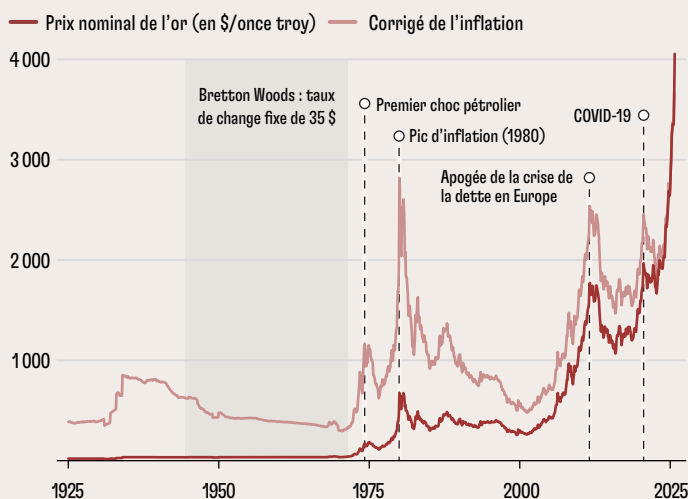
D'un point de vue philosophique, l'or soulève des questions plus profondes sur ce que nous entendons par « valeur ». Les économistes débattent depuis longtemps pour savoir si la valeur découle du travail, de l'utilité ou de la perception. L'or, malgré une utilité limitée, nécessite une main-d'œuvre nombreuse pour son extraction et possède une valeur perçue considérable. Son attrait perdure précisément parce qu'il concilie besoins matériels et métaphysiques, à savoir la garantie concrète de la rareté et le réconfort immatériel de la foi. John Maynard Keynes l'a dénigré en le qualifiant de « relique barbare » ; pourtant, même lui n'a pu se soustraire à son emprise psychologique. L'humanité est avide de symboles de stabilité, et l'or, qui résiste à toute dégradation, offre cette illusion d'éternité.

L'innovation financière — de l'or tokenisé sur la chaîne de blocs aux plateformes de négociation pilotées par l'intelligence artificielle — pourrait redéfinir les modalités de détention et d'échange de l'or. Cependant, sous ces couches technologiques, la nature profonde de l'or demeure inchangée. Son prix continuera à fluctuer, mais son importance ne variera pas. L'or perdure parce que la confiance est fragile, et la croyance, et non pas le métal, demeure le fondement ultime de la valeur. Dans un monde saturé d'abstractions numériques, le poids intemporel de l'or nous rappelle que la véritable richesse réside autant dans la mémoire que dans la monnaie. **F&D**

GRAPHIQUE 1

Un siècle d'or

L'or a réagi à l'inflation, aux crises et aux revirements politiques, et son rebond en 2025 signe sa plus forte hausse depuis des décennies.



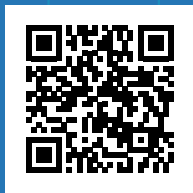
SOURCES : Banque mondiale ; FMI ; statistiques économiques du US Bureau of Labor Statistics/de la Réserve fédérale ; Timothy Green (via le World Gold Council).

PRATIK GHANSHAM SALVI est maître de conférences en économie, banque et finance au Ness Wadia College of Commerce de Pune, en Inde.

IMF PODCASTS

Listen to the brightest minds in the field of economics and development discuss their latest research and deconstruct global economic trends. IMF Podcasts are free to use for broadcasters, educators, and institutions.

SIGN UP TODAY!



JOIN US ON EVERY MAJOR PLATFORM



LIBSYN



SPOTIFY



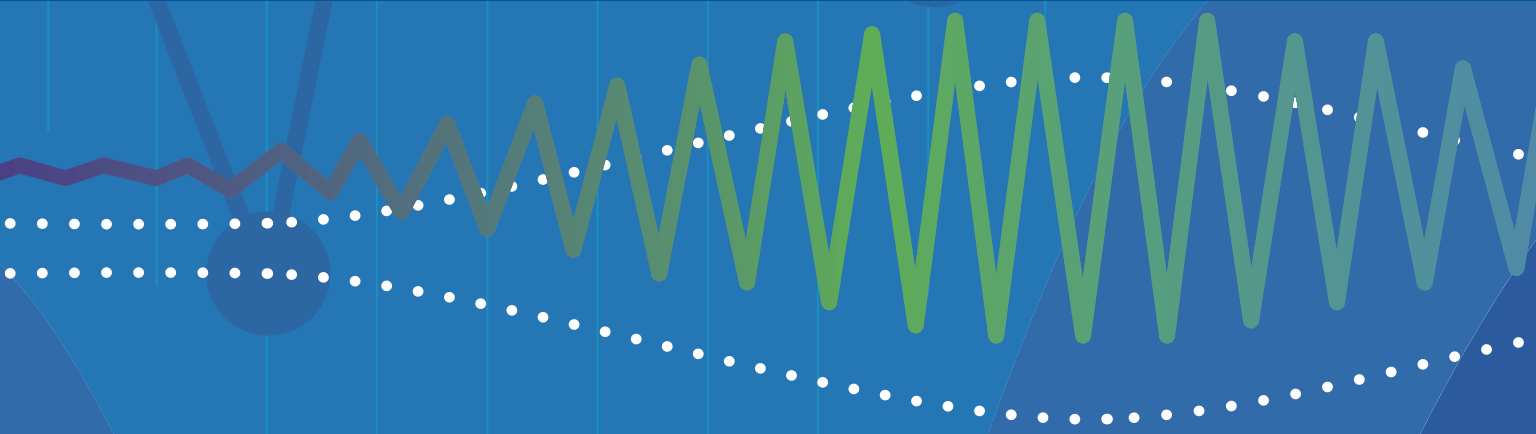
YOUTUBE MUSIC



SOUNDCLOUD



APPLE





«Myrto Kalouptsidi étudie la manière dont le transport maritime façonne le commerce mondial.»

Paroles d'économistes

L'appel de la mer

Jeff Kearns brosse le portrait de **Myrto Kalouptsidi**, de l'Université Harvard, qui décrypte la manière dont transport maritime et politique industrielle façonnent l'économie mondiale

LE COMMERCE INTERNATIONAL intrigue depuis longtemps les économistes du monde entier, et, grâce à Myrto Kalouptsidi, professeure à Harvard, ils sont désormais mieux équipés pour appréhender l'activité économique qui consiste à déplacer des milliards de tonnes de marchandises d'un bout à l'autre de la planète.

L'importance du transport maritime est apparue aux yeux de tous lorsque les perturbations qui ont marqué notre siècle ont mis au jour la fragilité des chaînes d'approvisionnement mondiales. Le secteur s'est presque effondré en 2008 lors de la crise financière mondiale, avant d'être frappé par une succession interminable de chocs : pandémie, engorgement des ports, pénuries de conteneurs, attaques en mer Rouge, épisodes de paralysie du trafic provoqués par des incidents de Suez à Baltimore, et guerres commerciales déstabilisantes.

Cela fait 15 ans que Myrto Kalouptsidi étudie le transport maritime et la manière dont il assure 20 000 milliards de dollars d'échanges internationaux chaque année. Ses recherches ont transformé l'économie du commerce international, en dévoilant les mécanismes cachés dont les effets sont omniprésents, depuis les chaînes d'approvisionnement jusqu'à l'action publique. Elle et ses collaborateurs ont montré comment les coûts de transport maritime façonnent le commerce mondial, révélé les distorsions de la politique industrielle liées à la construction navale et mis en lumière l'importance cruciale de certaines voies navigables.

« Les travaux de Myrto illustrent la façon dont la recherche microéconomique de pointe peut éclairer les grands débats sur l'orientation de l'action publique, comme la détection et l'évaluation des politiques industrielles, explique Pinelopi Goldberg, professeure d'économie à l'Université Yale et ancienne économiste en chef de la Banque mondiale. Ils sont largement reconnus comme un modèle de travaux de recherche utiles pour les décideurs. »

Myrto Kalouptsidi, qui est née, a grandi et a fait ses études à Athènes, emblématique centre névralgique de la navigation depuis des millénaires, a toujours profondément aimé la mer. La capitale grecque est au cœur du transport maritime mondial : un cinquième de la flotte mondiale est grec, dont un quart des vraciers et un peu moins d'un tiers des

pétroliers. Mais c'est par hasard que le transport maritime est devenu son principal sujet de recherche.

L'inspiration lui est venue il y a près de 20 ans, quand elle était doctorante à Yale. Alors qu'elle préparait son doctorat de politique industrielle sur la façon dont les secteurs évoluent, une amie d'enfance lui a fait découvrir le marché des navires, venant attiser un intérêt pour le commerce maritime et ses effets sur l'économie mondiale.

Cette amie, Danae Bati, travaillait comme courtière maritime lorsqu'elle a repris contact avec Myrto autour d'un café au milieu de 2007. Cette dernière commençait à peine à se pencher sur le fret par conteneur.

« Elle avait une idée en tête et avait besoin de données », se souvient Danae Bati. Myrto Kalouptsidi voulait tout connaître : les itinéraires des navires, les taux d'affrètement, la taille des flottes et les bases de données commerciales. C'est un nouveau monde qui s'est ouvert à elle lorsque Danae lui a remis une série de sorties imprimées.

« Ces données étaient phénoménales, s'enthousiasme Myrto Kalouptsidi. Je me suis demandé pendant des années ce que j'allais en faire. » Danae Bati lui a ensuite fait rencontrer d'autres personnes au Pirée, le port d'Athènes.

Elle lui a ainsi présenté son mentor, George Banos, consultant et courtier chevronné, qui lui a fait cadeau de données, d'anecdotes et d'un exemplaire de *Maritime Economics*, de l'économiste britannique Martin Stopford.

« Il connaissait tout dans les moindres détails parce qu'il avait commencé comme marin, puis était devenu capitaine et avait continué à grimper les échelons », relate Myrto. George Banos est décédé en 2015.

Les travaux de Myrto Kalouptsidi portent sur deux axes de recherche : la politique industrielle et les grands effets du transport et des échanges sur l'économie. Dans les deux cas, elle s'est intéressée très tôt à des sujets qui ont ensuite retenu l'attention du monde entier.

« Cela fait 15 ans que j'étudie la formation des phases d'essor et de ralentissement du transport maritime, leurs répercussions sur le monde qui nous entoure et la trajectoire dynamique du secteur, explique Myrto. Ce qui me fascine, c'est d'y voir le reflet de la macroéconomie : c'est un véritable microcosme du système global. »

Production industrielle

Aujourd'hui âgée de 43 ans, Myrto Kalouptsidi se dit avoir grandi « entre les transports et la théorie ». Sa mère était ingénieure civile — elle a notamment travaillé sur certains segments de l'aéroport international d'Athènes —, tandis que son père était mathématicien et informaticien.

En licence, Myrto a étudié l'économie à l'Université d'Athènes, avant d'obtenir une maîtrise en économie de l'Université d'économie et de commerce d'Athènes en 2005 et, enfin, un doctorat à l'Université Yale en 2011. *L'American Economic Review* a publié sa thèse consacrée aux effets du temps de construction des vraquiers sur l'investissement dans les navires.

« Myrto est dotée d'un remarquable instinct : elle est capable de percevoir l'importance d'un sujet bien avant les autres chercheurs, souligne Theodore Papageorgiou, son mari, professeur d'économie au Boston College et collaborateur régulier, lui aussi originaire d'Athènes. À l'époque, le transport maritime ne faisait pas partie des préoccupations des économistes. Myrto est attirée par des problèmes sur lesquels personne ne travaille, mais qui se révèlent absolument fondamentaux lorsque l'on y regarde de près. »

Le marché du transport maritime est beaucoup plus volatil que la bourse, nous apprend la chercheuse. Elle l'a découvert lorsqu'elle a élargi son champ de recherche juste avant la crise financière mondiale. « Lorsque j'ai commencé à interroger des armateurs, ils étaient tous extatiques, se rappelle-t-elle. Ils pensaient que c'était le meilleur moment pour développer le transport maritime, ils achetaient tous des bateaux — il y avait une telle effervescence. »

Puis le marché s'est effondré. L'indicateur mondial des coûts de transport de marchandises en vrac, l'indice Baltic Dry, a été multiplié par quatre en deux ans, avant de plonger de plus de 90% à la fin de 2008.

La tempête qui a suivi « a donné une nouvelle direction à mes recherches », explique Myrto Kalouptsidi. C'est avec beaucoup de peine qu'elle a vu sa ville natale changer à chaque voyage dans son pays, à mesure que la crise s'aggravait.

« Nos quartiers préférés dans le centre d'Athènes étaient tout simplement en train d'agoniser. On retrouvait ce sentiment de décrépitude partout », se remémore-t-elle.

Le transport maritime a souffert. Nombre de navires ont été mis au rebut. Parallèlement, la recherche de Myrto prenait forme au fil de ses entretiens avec des experts. Elle s'est concentrée sur le transport maritime de vrac et le marché des navires, laissant de côté le transport par conteneur pour analyser les liens entre économie industrielle et commerce international.

Transport et commerce

Le commerce maritime est partout, il existe depuis 5 000 ans, et pourtant, comme l'a montré Myrto Kalouptsidi, les questions de recherche sont loin d'être épuisées. On sait encore peu de choses sur les liens entre marchés des transports et marché mondial des biens échangés, fait-elle remarquer.

Pour combler cette lacune, elle s'est associée à Theodore Papageorgiou et à Giulia Brancaccio, une amie et collaboratrice avec qui elle avait travaillé à l'Université de Princeton. Ils ont construit un ensemble de données sur l'activité de 5 398 navires entre 2012 et 2016, reprenant les prix et les itinéraires de 12 007 contrats de transport, et en ont tiré un modèle des interactions entre marchés des transports et échanges mondiaux de biens et, en particulier, du processus d'appariement des navires et des cargaisons.

L'article né de cette collaboration a ouvert de nouveaux horizons en mettant en évidence les effets des coûts du transport maritime sur les échanges mondiaux à partir d'une modélisation du marché des transports.

L'Econometric Society, qui a publié l'étude, lui a décerné son prix bisannuel de la médaille Frisch en 2022, récompensant ainsi « un exemple remarquable de l'utilisation de la théorie et des données pour analyser un nouveau mécanisme et en retracer les implications sur l'équilibre général de l'économie dans sa globalité ».

Ces données et ce modèle ont permis différentes expériences, notamment sur les conséquences du transport de marchandises sur des itinéraires où la demande est à sens unique, comme dans

le cas des grands pays exportateurs. Ils ont mis en évidence le lien entre les coûts de transport asymétriques et les déséquilibres commerciaux bilatéraux et ont découvert que les bateaux naviguent à vide près de la moitié du temps.

Grâce à ce modèle, ils ont en outre pu simuler les effets d'un ralentissement de l'activité économique en Chine. Une baisse des importations se traduirait par une diminution du nombre de navires allant en Chine, ce qui pénaliserait les exportations du pays. Ce type de travail de recherche peut aussi aider les décideurs à comprendre l'importance critique de certaines voies navigables. Par exemple, fermer le canal de Suez aurait pour effets de réduire le commerce mondial de 3,5%, de diminuer les échanges au Moyen-Orient d'un quart et d'y faire chuter les indicateurs de bien-être.

« Cet article fait passer des messages concrets très utiles pour l'action publique », souligne Giulia Brancaccio, professeure adjointe à l'Université de New York. Elle explique aussi que Myrto se lance sans réticence dans l'expérimentation et n'a pas peur de se tromper : « C'est une vraie scientifique. Elle veut toujours apprendre des autres. »

Alors que l'économie industrielle se concentre souvent sur un arbitrage central, ce travail s'apparente à la création d'un modèle d'équilibre général comportant de nombreuses variables supplémentaires, ce qui rend difficile la détermination des mécanismes les plus importants. « Il nous a fallu des années de pratique et de révision du modèle, précise Myrto Kalouptsidi, et nous nous sommes étonnés nous-mêmes. »

Politique industrielle

Au début du XX^e siècle, le Royaume-Uni dominait la construction navale mondiale. Puis, dans les premières années de l'après-guerre, l'Europe l'a remplacé avant d'être elle-même supplantée par le Japon. Au tournant du XXI^e siècle, la Corée était le premier pays producteur de navires commerciaux.

La Chine n'était qu'un petit acteur dans ce domaine en 2002, quand elle s'est donné pour objectif de devenir le chef de file de la construction navale à l'horizon 2015. Elle y est parvenue à

grands coups de subventions aux chantiers navals, de généreux prêts et d'autres mesures de soutien.

Myrto Kalouptsidi a cherché à comprendre les effets de ces politiques sur le secteur national et sur le marché mondial. Mais les subventions sont des mesures complexes et souvent opaques.

Elle a donc construit un modèle pour détecter les subventions en repérant les écarts entre la réalité et les prédictions fondées sur la théorie économique classique. Elle l'a ensuite étoffé dans une étude menée conjointement avec Panle Jia Barwick et Nahim Bin Zahur, qui travaillent aujourd'hui respectivement à l'Université du Wisconsin-Madison et à l'Université Queen's en Ontario, décrivant comment la politique de soutien de la Chine a redistribué la production mondiale de navires et permis au pays de prendre des parts de marché au Japon.

« Ce projet a pris plus d'une décennie et a nécessité d'intégrer des connaissances précises sur le secteur dans un cadre structurel pour comprendre la politique industrielle chinoise », note Panle Jia Barwick. Elle salue la contribution de Myrto Kalouptsidi, qui allie « profonde intuition économique et rigoureuse créativité méthodologique ».

Les trois chercheurs ont montré que les subventions ont maintenu à flot de nombreux chantiers navals en difficulté, fait augmenter les prix, écarté les producteurs particulièrement efficaces et laissé aux pouvoirs publics la lourde facture d'ambitions industrielles inefficaces.

Ce travail a aussi permis de déterminer dans quelle mesure ces mesures faisaient entrer des producteurs inefficaces et généraient des capacités excédentaires. Les producteurs nationaux n'ont vu leurs bénéfices que légèrement augmenter, et leur surcroît de recettes à long terme ne représentait que 18% du montant de l'ensemble des subventions, indiquent les auteurs.

« L'étude de Myrto sur les subventions chinoises à la construction navale est l'un des meilleurs travaux de recherche qui renouvellent la politique industrielle — et elle l'a réalisée avant que la politique industrielle devienne un sujet à la mode, souligne Dani Rodrik, professeur d'économie politique internationale à la Kennedy

School of Government de l'Université Harvard. C'est une référence pour qui souhaite combiner théorie et empirisme de façon rigoureuse. »

Plus récemment, Myrto Kalouptsidi, Giulia Brancaccio et Theodore Papageorgiou se sont demandé quels étaient les investissements les plus efficaces dans les infrastructures portuaires et ont réalisé une étude sur les grandes installations américaines pour répondre à cette question. Ils en ont tiré un enseignement surprenant pour les décideurs : les ports d'une même région fonctionnent comme un réseau. Ainsi, l'investissement dans un port peut réduire l'engorgement ailleurs, en ce qu'il permet aux navires de charger leur cargaison plus efficacement et de reprendre la mer plus rapidement. Par conséquent, l'investissement en capital doit être coordonné et ciblé.

Questions incisives

D'après Laurent Daniel, chef de l'unité construction navale de l'Organisation de coopération et de développement économiques, Myrto Kalouptsidi a fortement influencé la façon dont les économistes et les décideurs saisissent les dynamiques industrielles dans les secteurs mondialisés, en particulier le transport maritime et la construction navale : « Ses travaux offrent aux responsables politiques un cadre beaucoup plus intelligible pour évaluer les effets des subventions et de l'accroissement des capacités sur la concurrence et la structure des échanges au niveau mondial. »

À Harvard, les étudiants de Myrto Kalouptsidi voient en elle une personne capable de résoudre patiemment des problèmes. « Elle a le don extraordinaire de vous sortir de l'impasse : elle élucide les mécanismes à l'œuvre, affine les questions de recherche et vous encourage à ne pas renoncer aux idées ambitieuses », salue Constanza Abuin, l'une de ses anciennes étudiantes, qui rejoindra l'Université Johns Hopkins comme professeure adjointe.

Myrto préfère poser des questions incisives, plutôt que donner des réponses directes, ajoute Yixin Zhou, doctorante de Harvard.

La prochaine priorité pour Myrto est de revenir à ce qui avait piqué sa curiosité il y a près de 20 ans : le transport maritime par

conteneur. Le processus de conteneurisation, qui a commencé il y a plus de 50 ans, a révolutionné les échanges en réduisant les coûts, en améliorant l'efficacité et en rendant possible la mondialisation. Jusqu'à présent, Myrto s'est essentiellement concentrée sur les vraquiers, qui s'apparentent pour elle à des taxis parce qu'ils naviguent d'un endroit à un autre à la demande et qui présentent une structure de propriété décentralisée. À l'inverse, les porte-conteneurs appartiennent à une poignée d'entreprises et sont comparables à des bus, car ils suivent des itinéraires prédéfinis. Le prix du transport par conteneur est difficile à obtenir et souvent fixé à l'abri des regards.

Quand elle a commencé à s'intéresser aux porte-conteneurs lors de son doctorat, Myrto Kalouptsidi a cherché des données pertinentes, en vain. Mais elle peut désormais avancer dans ce travail de recherche, qu'elle mène actuellement avec Giulia Brancaccio, Theodore Papageorgiou et Nicola Rosaia de l'école de commerce de l'Université Columbia, car les données disponibles sont plus nombreuses.

Le système d'identification automatique permettant de connaître le nom des navires, leur localisation et d'autres paramètres est plus complet aujourd'hui, et les chercheurs ont des échantillons couvrant certains prix et itinéraires de conteneurs.

Plus généralement, Myrto a montré comment un choc sectoriel peut se répercuter sur toute l'économie. Par le passé, il était peut-être facile de croire en la fiabilité du commerce maritime, mais les dernières années ont donné à voir les graves conséquences que pouvaient avoir les perturbations des échanges, notamment sur l'inflation.

« Nous avons vu les échanges exploser, la production à flux tendu se diffuser et les entreprises s'approvisionner toujours plus loin, mais, pour que tout cela soit possible, il faut que le transport maritime reste en régime de croisière, déclare Myrto Kalouptsidi. Le transport maritime est tout simplement l'épine dorsale de l'économie. Vous voulez faire du commerce ? Vous avez besoin de bateaux. » **F&D**

JEFF KEARNS est membre de la rédaction de Finances & Développement.

En première ligne

Un banquier central porteur de transformation



Le gouverneur de la Banque de Corée **Chang Yong Rhee** explique l'évolution du rôle de l'institution dans un contexte d'amplification des défis économiques

Chang Yong Rhee affirme depuis longtemps que les banques centrales doivent s'adapter aux réalités nouvelles. Lorsqu'il a été nommé en avril 2022 gouverneur de la Banque de Corée, dans le contexte d'une envolée de l'inflation à l'échelle mondiale et de la guerre menée par la Russie en Ukraine, il considérait que l'économie était à la veille d'une profonde transformation. Compte tenu du vieillissement démographique, de l'affaiblissement de la mondialisation, de l'évolution rapide de l'économie numérique et d'autres enjeux, l'heure était venue pour la banque centrale de se pencher sur un éventail de sujets plus large.

« Notre responsabilité ne saurait s'arrêter aux frontières de la seule politique monétaire », a-t-il déclaré dans son discours d'investiture. M. Rhee a aussi exprimé l'émotion qu'il ressentait, lui l'ancien étudiant en économie désormais en première ligne de l'action publique. Diplômé de l'Université nationale de Séoul, il a ensuite obtenu son doctorat à l'Université Harvard, a occupé des postes universitaires aux États-Unis et en Corée, puis a exercé des fonctions au sein de l'administration et dans des organisations internationales.

En sa qualité de gouverneur, il a prôné des initiatives visant à mieux cerner les problèmes économiques structurels et à proposer des solutions, ainsi qu'à faire de la Banque de Corée une institution plus dynamique, et moins un sanctuaire.

La Banque de Corée doit être aussi un laboratoire d'idées de premier plan pour l'ensemble du pays, affirme Rhee.

La communication et une plus grande mobilisation citoyenne s'inscrivent dans son offensive, y compris en adaptant de multiples canaux à des publics divers. L'autorité monétaire a élargi son champ d'action en utilisant des vidéos, des supports visuels et un nouveau studio, et en formant son personnel aux médias. Elle a même ouvert une boutique de cadeaux.

M. Rhee a évoqué sa vision de la banque centrale avec Jeff Kearns de *F&D*.

F&D : Vous avez été chef économiste à la Banque asiatique de développement (BAD) et directeur du département Asie-Pacifique du FMI avant de devenir gouverneur de la Banque de Corée en 2022. Pour vous qui prodiguez des conseils, qu'a changé le fait d'en recevoir et que cela vous a-t-il appris ?

CR : J'ai occupé plusieurs postes différents, mais, heureusement, mon évolution de carrière est un prolongement naturel de ce qui me passionne, à savoir la recherche en économie et les conseils de politique économique. Mon expérience à la BAD et au FMI a été riche d'enseignements précieux, et j'y ai notamment appris à adopter un point de vue global pour appréhender les politiques économiques. Elle m'a aussi aidé à tisser un réseau international, qui joue à présent un rôle très important dans mes activités de communication et de coopération avec des institutions multilatérales et d'autres pays. J'ai aussi approfondi ma connaissance de la stabilité financière en observant de nombreuses crises financières dans différents pays. J'ai pris l'habitude de dépasser l'arbitrage traditionnel inflation/croissance et je suis conscient de l'importance de la stabilité financière. Cela dit, je pense que la nature de mes responsabilités a changé. Avant de devenir gouverneur, ma principale responsabilité au FMI était de donner des conseils de politique économique. À présent, c'est moi qui ai le dernier mot, du moins en matière de politique monétaire, et les enjeux sont majeurs.

F&D : Dans vos discours, vous avez évoqué des thématiques comme le vieillissement de la population, l'immigration et l'intelligence artificielle. Les banques centrales doivent-elles dépasser leurs missions traditionnelles et mieux aborder, par exemple, les mécanismes structurels plus profonds qui sous-tendent la croissance à long terme ?

CR : C'est un sujet sensible en Corée. Certains me trouvent étrange, car je m'exprime non seulement sur la politique monétaire, mais aussi sur des questions structurelles comme le vieillissement démographique, l'éducation et de nombreux thèmes liés au marché du travail. Mais ce n'est pas incompatible avec la mission de la banque centrale, qui est d'assurer la stabilité des prix. Pour élaborer une politique monétaire judicieuse, il faut bien connaître les moteurs de l'évolution du cadre de la politique économique. Il faut, par exemple, savoir si les changements s'expliquent par des facteurs cycliques ou structurels. Le récent ralentissement de la croissance économique en Corée en est une illustration. Je pense que des facteurs structurels comme le vieillissement et l'évolution de la chaîne logistique mondiale jouent un rôle aussi important que les facteurs cycliques. Par conséquent, dans une certaine mesure, pour comprendre pourquoi notre taux de croissance fléchit et à quel point cela peut être imputé à des facteurs cycliques qu'il faut neutraliser, il faut aussi bien connaître les leviers des changements structurels. Dans cette optique, la Banque de Corée doit être un laboratoire d'idées de premier plan pour l'ensemble de la Corée, et pas seulement une banque centrale.

F&D : Lorsque vous comparez votre institution aux autres banques centrales ou discutez avec d'autres gouverneurs, sa mission est-elle du même ordre selon vous ? Le champ d'action de votre banque est-il plus restreint ou plus large ?

CR : Lorsque j'observe les banques centrales en Europe, aux États-Unis et ailleurs, je constate que les ministres des Finances et les banquiers centraux ont toujours communiqué les uns avec les autres, et discuté aussi de la politique

budgétaire. La politique monétaire est certes élaborée par la banque centrale, mais il est tout à fait naturel d'évoquer des questions structurelles et d'échanger à ce sujet. La Corée fait figure d'exception.

Les facteurs structurels qui sont le moteur de notre économie ont pris beaucoup plus d'importance. La population coréenne vieillit rapidement et l'économie nationale est dominée par les exportations dans un contexte mondial qui évolue de manière assez notable. Par conséquent, si ces questions ne sont pas abordées, il est impossible de formuler une politique monétaire judicieuse. Cet environnement mouvant nous impose d'être plus ouverts à l'étude de ces enjeux structurels.

F&D : L'indépendance des banques centrales est-elle menacée à travers le monde ?

CR : L'indépendance des banques centrales est très importante, surtout pour parvenir à la stabilité des prix.

Nous avons dû relever le taux d'intérêt très rapidement en 2022. À l'époque, cette décision n'a pas été bien accueillie. J'ai pu toutefois expliquer à la population que ma mission est d'assurer la stabilité des prix, que le ciblage de l'inflation est notre objectif et que la banque centrale doit en toute indépendance prendre des décisions difficiles.

L'indépendance est capitale, mais il y a un malentendu à ce sujet. La banque centrale remplit de nombreuses autres fonctions, par exemple la stabilité des marchés financiers, et dans certains cas elle joue le rôle de prêteur en dernier ressort. Il nous arrive aussi de participer à la résolution d'établissements financiers en faillite. Ce sont des tâches pour lesquelles il faut communiquer et coopérer avec les pouvoirs publics. Elles ne peuvent pas être effectuées par la seule banque centrale. Son indépendance est cruciale pour la stabilité des prix et d'autres opérations, mais, en parallèle, elle doit coopérer avec les autorités.

F&D : Ces questions étant délicates, comment expliquez-vous que la banque centrale doit adopter une vision plus large du pilotage de l'économie, en ne se limitant pas aux concepts classiques comme l'inflation

et les taux d'intérêt, et s'intéresser à des facteurs plus structurels et sociétaux ?

CR : Ce n'est pas facile, car les questions structurelles sont assez complexes et n'appellent pas de réponse simple. Et dans ce domaine, il y a toujours des gagnants et des perdants.

Lorsque l'on fait des recommandations, elles sont évaluées différemment par les gagnants et les perdants. En outre, la perception des gens est très difficile à modifier. Si, par exemple, vous demandez à des personnes dans la rue quel doit être le taux de croissance économique normal en Corée, compte tenu de la forte croissance qu'a connue le pays ces dernières décennies, beaucoup répondront qu'un taux d'au moins 3 %, voire supérieur à 4 %, est souhaitable. Or, à cause du vieillissement de la population et d'autres changements, le taux de croissance potentiel du PIB se situe aujourd'hui autour de 2 %, voire moins.

Il est très délicat de dire aux gens que la situation a évolué. Aujourd'hui, nous devons changer notre comportement et notre perception. C'est pour cette raison que la communication est difficile, et que nous avons besoin de travaux de recherche de qualité. Plus important encore, ces travaux doivent être faciles à lire par tous. C'est là que réside l'importance de la communication, même si ce n'est pas une tâche aisée.

F&D : Les enquêtes d'opinion font apparaître des réactions plus favorables et une plus grande crédibilité de la banque centrale. Est-ce le résultat de votre vision plus globale qui explique ce qu'est la banque centrale, ce qu'elle fait et pourquoi elle doit changer ?

CR : Beaucoup restent convaincus qu'il est utile de communiquer de manière traditionnelle, en privilégiant la politique monétaire et en transmettant des messages peu limpides de façon à éviter toute répercussion sur le marché. Nous sommes en train de changer cette façon de voir, mais cela prendra sans doute du temps. **F&D**

Cet entretien a été révisé dans un souci de concision et de clarté. Consulter la page www.imf.org/podcasts pour écouter la version intégrale.



Notes de lecture

Histoire de monnaies

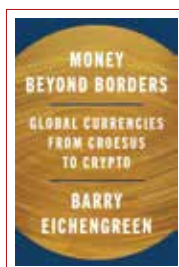
Catherine R. Schenk

LES TURBULENCES QUE TRAVERSE LE COMMERCE mondial plantent le décor de *Money Beyond Borders*, réflexion opportune sur l'évolution des monnaies internationales. Depuis 1960 le dollar huile les rouages du commerce et de la finance. Doté de marchés profonds et liquides, et pratiquement partout accepté comme moyen d'échange ou unité de compte, il est à l'origine de la mondialisation de l'ère moderne. On peut aujourd'hui craindre que les revirements de la politique économique américaine ne perturbent les marchés au point de déboulonner le dollar, mais ce serait oublier que l'annonce de sa chute n'a rien de nouveau.

Durant les années 60 et 70, l'inflation semblait menacer son utilité. Vers le milieu de la première décennie 2000, sa dépréciation soutenue, la libéralisation de la Chine et le lancement de l'euro ont nourri la spéculation sur d'éventuels successeurs et la transition à venir. La crise financière mondiale de 2008 est toutefois venue confirmer la résilience de la hiérarchie monétaire.

Barry Eichengreen, professeur de sciences économiques et politiques à l'Université de Californie, Berkeley, est une voix incontournable dans ce débat, s'appuyant sur l'histoire pour anticiper l'avenir du système monétaire international. Dans cet ouvrage érudit, il avance qu'un système multipolaire est possible et viable, et précise que l'expérience des années 30 nous met en garde contre les dangers de la démondialisation.

Ici il remonte beaucoup plus loin dans l'histoire, jusqu'aux origines de la monnaie romaine, et s'interroge sur l'impact qu'auront les perturbations géopolitiques actuelles. À la portée de tous les lecteurs, ce livre vise à tirer des enseignements pratiques d'une très longue histoire. Il fait la synthèse d'un nombre grandissant d'études sur l'histoire économique classique et des nombreuses recherches sur l'histoire financière du XVIII^e siècle, notamment celle d'Amsterdam. Les chapitres sur le XX^e siècle seront familiers aux habitués d'Eichengreen, mais il n'est pas inutile de revenir sur les cycles



MONEY BEYOND BORDERS: Global Currencies from Croesus to Crypto

Barry Eichengreen

Princeton University Press

Princeton, NJ, 2026, 344 pages, 29,95 dollars

« Selon Eichengreen, c'est l'absence d'une autre monnaie qui explique que le dollar ait dominé jusqu'à présent. »

de l'histoire. Le récit des affrontements entre Richard Nixon et le président de la Fed durant les années 70 tombe à point nommé.

Selon Eichengreen, c'est l'absence d'une autre monnaie qui explique que le dollar ait dominé jusqu'à présent. Le retrait des États-Unis de leur engagement en faveur du libre marché, l'internationalisation du renminbi, l'évolution de l'euro et les innovations de la fintech pourraient tout remettre en question. Mais il conclut qu'aucun des autres candidats n'est véritablement prêt à assurer la relève et il émet des doutes sur leurs perspectives. Les tensions politiques ont cependant monté d'un cran depuis la sortie du livre et cela peut changer la donne. Si les membres de l'Union européenne se serrent davantage les coudes, que les frictions entre les États-Unis et la Chine s'accroissent, ou que la fintech parvient à produire un jeton indexé qui ne soit pas arrimé uniquement au dollar, la trajectoire de ce dernier pourrait subir une profonde rupture. Le choc sur les liquidités pourrait déboucher sur une nouvelle version de la Grande Dépression, contre laquelle Eichengreen met de nouveau en garde dans son épilogue. **F&D**

CATHERINE R. SCHENK est professeure de sciences économiques et d'histoire sociale à l'Université d'Oxford.

En immersion au cœur d'une crise qui a marqué une époque

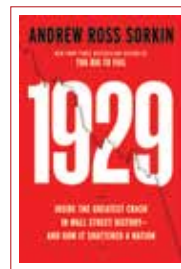
Prakash Loungani

DANS 1929, ANDREW ROSS SORKIN fait mouche en nous livrant un récit admirable, profond et détaillé du krach boursier dévastateur survenu cette année-là. Toutefois, il passe un peu à côté du deuxième objectif qu'il s'était fixé en racontant les événements de 1929, à savoir « mieux comprendre les enseignements que l'on pourrait en tirer ».

L'histoire est relatée depuis le point de vue de Charles Mitchell, président de la National City Bank, ancêtre de Citibank. Mitchell était animé par la volonté de voir les Américains acheter des actions (et contracter pour cela des emprunts) aussi naturellement qu'ils feraient l'acquisition d'un lave-linge à crédit. Il a réussi dans son entreprise, puisque la demande de la part des Américains est montée en flèche, mais l'envolée des cours des actions consécutive à cette tendance a débouché sur le krach qui a ruiné des millions de citoyens et lui avec. Le niveau de détail du récit n'a rien de surprenant de la part de l'auteur de *Too Big to Fail*, best-seller dans lequel il retrace la crise financière mondiale.

On apprend, par exemple, que le président des États-Unis Herbert Hoover, homme de droite « aimait se coiffer avec la raie légèrement à gauche » et qu'il a été le premier locataire du Bureau ovale à y disposer d'un téléphone, en partie pour pouvoir prendre le pouls de Wall Street à tout moment. Sorkin brosse des portraits saisissants de trois présidents des États-Unis, Warren G. Harding, Calvin Coolidge et donc Hoover, ainsi que d'Andrew Mellon, secrétaire au Trésor durant les mandats de ces trois derniers. Winston Churchill est dépeint avec force couleurs comme dépendant de mécènes américains et de ses gains en Bourse pour maintenir le train de vie auquel il était habitué. S'appuyant sur des documents d'archive récemment exhumés, l'auteur nous offre des descriptions captivantes des querelles entre la Maison-Blanche et la Réserve fédérale, la première citée s'inquiétant souvent de voir la Fed éteindre l'euphorie des marchés en relevant les taux d'intérêt.

Une place centrale est accordée au sénateur Carter Glass, dont le nom est associé à un texte majeur de la législation financière adopté après le krach de 1929, le Glass-Steagall Act, qui a instauré la séparation des activités de banque commerciale et de banque d'investissement.



1929
Inside the
Greatest Crash
in Wall Street
History—and How
It Shattered a
Nation

Andrew Ross
Sorkin

Penguin
Random House

New York, NY,
2025, 592 pages,
35 dollars

« Les personnages, les problèmes et les choix stratégiques de 1929 « semblent entrer en résonance avec notre époque »
“semblent entrer en résonance avec notre époque”, écrit Sorkin. »

Sorkin est dans le vrai quand il écrit que les personnages, les problèmes et les choix stratégiques de 1929 « semblent entrer en résonance avec notre époque ». Pourtant, même ce récit fouillé d'un krach passé ne fournit aucun mode d'emploi pour négocier celui qui est annoncé par de nombreux observateurs.

Chaque crise est unique et propage la misère à sa manière. Le krach de 1929 a été suivi d'erreurs, comme la loi Smoot-Hawley sur les droits de douane et l'abandon de l'étalon-or, qui ont provoqué une dépression d'ampleur mondiale. Sorkin nous glisse au passage que c'est Hoover qui a créé le terme « dépression » pour remplacer le mot « panique », plus courant à l'époque. À titre de comparaison, l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000 a eu des répercussions beaucoup plus limitées sur l'économie. Nous ne savons pas si l'effondrement de la bulle de l'intelligence artificielle déclenchera le même scénario que la crise de 1929 ou que celle de la première décennie 2000. En tout cas, l'ouvrage de Sorkin ne nous aide pas sur la question. L'auteur ne conclut pas en établissant des prévisions, mais en écrivant simplement que « l'antidote à l'exubérance irrationnelle est l'humilité, l'humilité consistant à reconnaître qu'aucun système n'est infaillible, qu'aucun marché n'est parfaitement rationnel et qu'aucune génération n'est à l'abri. Plus notre certitude atteindra des niveaux élevés, plus longue et rude sera notre chute. » **F&D**

PRAKASH LOUNGANI dirige le master d'économie appliquée à l'Université Johns Hopkins.

La construction de la Chine

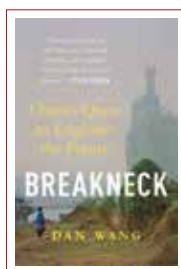
Melanie W. Sisson

EN 1973, Andrew W. Marshall, économiste formé à l'Université de Chicago, peu connu en dehors d'un petit groupe d'intellectuels de la défense, fut désigné pour diriger une cellule atypique au sein du Pentagone : le Bureau de l'évaluation nette. Le ministère de la Défense s'intéressait davantage aux équilibres militaires à court terme et aux arbitrages budgétaires annuels, tandis que Marshall préconisait une nouvelle démarche stratégique. L'évaluation nette s'interrogeait sur la concurrence à long terme : il ne s'agissait pas simplement de se comparer aux adversaires en nombres ou en types d'armement, mais aussi en adaptabilité nationale, en atouts et faiblesses institutionnels, en trajectoires technologiques et en culture stratégique.

D'une lecture très fluide, *Breakneck: China's Quest to Engineer the Future*, premier livre de Dan Wang, chercheur du Hoover History Lab, s'inscrit parfaitement, quoique curieusement, dans la tradition intellectuelle de Marshall. Annoncé comme un ouvrage sur le « génie technocratique chinois », Wang combine en fait le récit autobiographique, les carnets de voyage et l'observation sociopolitique, comparant çà et là la Chine et les États-Unis. L'effet est captivant. Il nous fait découvrir, à pied et à vélo, des contrées rurales et des paysages urbains richement dépeints, s'arrêtant en chemin pour nous faire savourer la culture et la gastronomie, non sans oublier de nous livrer des statistiques, des fragments de l'histoire et des anecdotes personnelles.

Né en Chine et élevé au Canada, Wang porte également son regard assidu sur les tentatives du parti communiste chinois (PCC) d'utiliser les principes de l'ingénierie pour entretenir ce qu'il définit comme une société civile saine. C'est avec un œil humaniste qu'il observe les efforts déployés par le PCC pour gérer l'économie, maîtriser la croissance démographique puis freiner son déclin, accélérer l'innovation technologique et contenir les effets délétères de la pandémie de COVID-19. Wang partage par ailleurs son expérience personnelle, ce qui rend son récit touchant et chaleureux. C'est sans complaisance, mais non sans bienveillance, qu'il évalue les réussites et les revers, les acquis et les préjudices, et les avantages comparatifs de ces projets à vocation technique par rapport à ceux des États-Unis où dominant selon lui les juristes.

Wang semble alors nous préparer à une analyse plus profonde, mais ce n'est pas le cas. Il insiste certes sur la



BREAKNECK
China's Quest
to Engineer the
Future

Dan Wang

W. W. Norton
& Company

New York, NY,
2025, 288 pages,
31,99 dollars

« Wang nous invite à nous demander pourquoi la Chine a misé sur les technocrates et les États-Unis, sur les avocats. »

différence fondamentale entre les deux systèmes — les États-Unis privilégiant le pluralisme et les droits de l'individu, et la Chine voyant ses citoyens comme une collectivité —, mais il ne tire pas les conséquences logiques de ces philosophies distinctes. Wang nous invite à nous demander pourquoi la Chine a misé sur les technocrates et les États-Unis, sur les avocats, et pourquoi les États s'intéressent à certains projets plutôt que d'autres, mais il n'entend pas guider notre réflexion. Son bilan est donc implicite et trace le portrait d'une concurrence durable entre deux visions de la grandeur nationale : celle du PCC, pour qui les citoyens doivent se sacrifier et travailler dur, et celle des États-Unis, présentée comme le résultat inévitable de la quête de l'épanouissement personnel.

Wang conclut en espérant que les deux pays s'inspireront mutuellement. Selon lui, il est plus probable que les citoyens américains soient sensibles aux résultats tangibles de la vision technocrate, plutôt que le PCC puisse tolérer la volatilité du pluralisme et des droits individuels que protège la démarche juridique. S'il faut voir dans cet ouvrage une étude quelconque, c'est certainement celle des limites du contrôle que peut exercer l'État — qu'il se compose de technocrates ou de juristes — sur les courants imprévisibles de sociétés vastes, complexes et mondialement interconnectées. **F&D**

MELANIE W. SISSON est chercheuse principale du programme de politique extérieure de la Brookings Institution.



ACCESS THE LATEST RESEARCH



Global economics at your fingertips

[IMF.org/pubs](https://imf.org/pubs)

Le nouveau ngultrum du Bhoutan

Jeff Kearns

Le seul pays à avoir érigé le bonheur en politique publique modernise sa monnaie



Le billet de 500 met à l'honneur le quatrième roi du pays.

JIGME SINGYE WANGCHUCK a introduit sa philosophie du bonheur national brut, baromètre plus global du bien-être que les indicateurs économiques et financiers traditionnels, lorsqu'il est devenu le quatrième roi du Bhoutan, en 1972. Son couronnement officiel, en 1974, a coïncidé avec un autre jalon historique de bon augure : l'émission du premier papier-monnaie du royaume.

En janvier, le pays himalayen de 800 000 habitants a mis en circulation de nouveaux billets dans le cadre de l'une des refontes les plus importantes de sa monnaie, le ngultrum, depuis l'introduction des premiers spécimens, il y a un demi-siècle.

Dévoilés en novembre à l'occasion du 70^e anniversaire de Wangchuck, les nouveaux billets de 100, 500 et 1 000 ngultrums présentent des éléments visuels qui « mettent en valeur les riches traditions culturelles du Bhoutan et l'histoire de sa royauté », indique le gouverneur de l'Autorité monétaire royale, Yangchen Tshogyel, dans le rapport annuel 2025.

Le billet de 1 000 met à l'honneur le premier chef d'État du pays, le roi Ugyen Wangchuck, qui a voulu unifier le Bhoutan au cours de son règne, de 1907 à 1926. On l'y voit coiffé de la couronne corbeau de son père symbolisant sa lignée familiale et la consolidation de l'État durant les premières années de la nation.

Le verso représente le dzong de Trongsa, plus grande forteresse du pays et siège ancestral de la dynastie, qui surplombe la rivière Mangde Chhu. Il est aussi orné du sceau officiel de l'État et de deux grands calaos, oiseaux symbolisant la biodiversité d'un pays qui s'élève depuis les basses plaines longeant sa frontière avec l'Inde jusqu'aux sommets de plus de 7 000 mètres le séparant du Sud de la Chine.

Le quatrième roi Wangchuck apparaît sur le billet de 500 aux côtés de deux vajras croisés, symboles bouddhiques de stabilité illustrant la trace qu'il a laissée avec le concept de bonheur national brut et sa nouvelle forme de gouvernance. Jigme Singye Wangchuck est également à l'origine du système financier moderne du Bhoutan, lui qui a notamment créé l'Autorité monétaire royale et la Bank of Bhutan, premier établissement de prêt commercial du pays.

« En plus de porter son image, ce nouveau billet véhicule aussi la stabilité économique qu'il a contribué à installer », lit-on dans le communiqué de la Banque centrale annonçant la mise en circulation des billets.

Après son abdication, en 2006, dans le cadre d'une transition prévue vers un régime de monarchie constitutionnelle, son fils aîné, Jigme Khesar Namgyel Wangchuck, est devenu le cinquième roi du Bhoutan à l'âge de 26 ans, ce qui a fait de lui le plus jeune monarque du monde à l'époque. Son portrait figure sur le nouveau billet de 100.

Les nouveaux billets ont été désignés l'année dernière « meilleure nouvelle série » par High Security Printing Asia, association regroupant des professionnels du secteur, qui a mis en avant son aspect visuel et ses marques de sécurité. Conçus par De La Rue, société basée à Basingstoke, en Angleterre, les billets sont imprimés sur un substrat en polymère et intègrent des signes de sécurité avancés, notamment un bandeau holographique de sécurité sur les coupures de 500 et 1 000, qui représente un dragon s'emparant de bijoux. **F&D**

JEFF KEARNS est membre de la rédaction de Finances & Développement.

၄၀၀

Royal M



FIVE HU

IMF WEEKEND READ

Sign up now for cutting-edge research and analysis of key economic, finance, development, and policy issues shaping the world.

SIGN UP TODAY!



French
Finance & Development, March 2026
9798229036252