

Endettement et inégalités

Un accroissement durable des inégalités de revenu incite à emprunter aux riches et augmente le risque de crise économique grave

Michael Kumhof et Romain Rancière



DEPUIS un siècle, les États-Unis ont connu deux crises économiques majeures : la Grande Dépression de 1929 et la Grande Récession de 2007. Les inégalités de revenu pourraient être à l'origine des deux, et ce en raison d'une similitude remarquable entre les périodes antérieures à ces crises : la forte augmentation de ces inégalités et du ratio dette/revenu des ménages.

Les deux faits sont-ils liés? Les données empiriques et un modèle théorique cohérent (Kumhof et Rancière, 2010) semblent l'indiquer. Quand — comme cela s'est produit dans les deux cas — les riches prêtent aux pauvres et à la classe moyenne une grande part de leurs revenus supplémentaires, et quand les inégalités de revenu augmentent pendant plusieurs décennies, le ratio dette/revenu s'élève assez pour faire augmenter le risque d'une crise grave.

Redistribution de la richesse

Nous avons étudié l'évolution de la part du revenu total revenant à la tranche de 5 % la plus riche des ménages américains en la comparant au ratio dette/revenu avant 1929 et 2007 (voir graphique 1). Elle est passée de 24 % en 1920 à 34 % en 1928 et de 22 % en 1983 à 34 % en 2007 (nous avons pris moins d'années avant 1929 qu'avant 2007, car les données plus anciennes ont été faussées par la Première Guerre mondiale). Pendant ces deux périodes, le ratio dette/revenu a vivement progressé. Il a presque doublé de 1920 à 1932, et de 1983 à 2007, atteignant alors un niveau bien supérieur (139 %).

Dans la période plus récente (1983–2007), la différence entre la consommation des riches

et celle des pauvres et de la classe moyenne a moins augmenté que la différence entre les revenus de ces deux groupes. Pour le second, le seul moyen de maintenir une consommation élevée avec un revenu stable a été d'emprunter (voir graphique 2).

La hausse du ratio dette/revenu indiquée au graphique 1 a donc été concentrée dans les ménages pauvres et de la classe moyenne. En 1983, le ratio pour la tranche de 5 % des ménages les plus riches était de 80 %. Pour les autres 95 %, il était de 60 %. Vingt-cinq ans après, retournement spectaculaire : il était de 65 % pour les 5 % les plus riches et de 140 % pour les 95 % restants.

Les pauvres et la classe moyenne semblent avoir résisté à l'érosion de leurs revenus relatifs en empruntant pour conserver un meilleur niveau de vie. Parallèlement, les riches ont accumulé de plus en plus d'actifs et investi dans des prêts, gagés sur des actifs, aux pauvres et à la classe moyenne. L'inégalité de consommation inférieure à celle des revenus a généré une inégalité beaucoup plus forte de la richesse.

L'endettement accru du groupe à revenu inférieur a des conséquences pour la taille du secteur financier américain et sa vulnérabilité aux crises. La dépendance accrue de ce groupe à l'égard de la dette — et l'enrichissement du groupe supérieur — ont augmenté la demande d'intermédiation financière.

De 1981 à 2007, le secteur financier américain a crû rapidement : le ratio crédit privé/PIB a plus que doublé, passant de

Pour les ménages pauvres et de la classe moyenne, le seul moyen de maintenir une consommation élevée avec un revenu stable a été d'emprunter.

90 à 210 %. La part du secteur financier dans le PIB a doublé, de 4 à 8 %. La hausse de l'endettement a rendu l'économie plus vulnérable à une crise financière. Quand celle-ci s'est produite, en 2007-08, elle a entraîné une vague de défaillances; il y a eu des retards de paiement sur 10 % des crédits immobiliers et la production a chuté.

Il y a bien sûr d'autres explications possibles à la crise de 2007, et beaucoup ont souligné le rôle d'une politique monétaire laxiste, d'un excès de libéralisation financière et des bulles de prix d'actifs. Ces facteurs se sont révélés importants dans les années juste avant la crise, le ratio dette/revenu ayant accéléré sa hausse. Mais on peut aussi soutenir, comme Rajan (2010), que la crise résulte surtout d'une dynamique à long terme entraînée par l'inégalité des revenus. Selon lui, cette inégalité croissante a suscité une pression politique — non pour l'inverser, mais plutôt en faveur du crédit facile permettant de soutenir la demande et la création d'emplois malgré la stagnation des revenus.

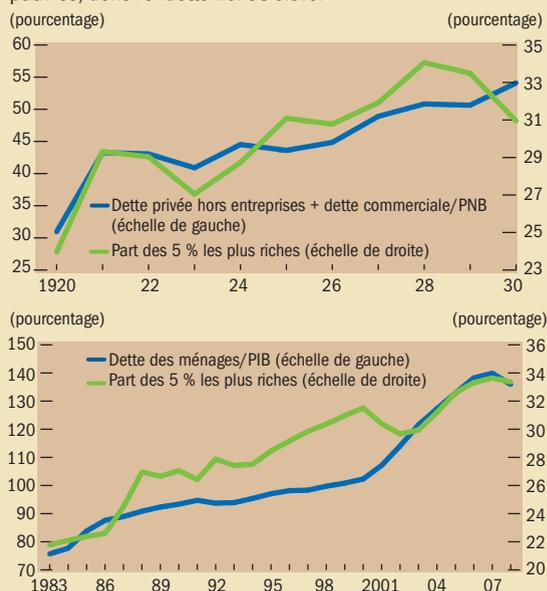
Modélisation des faits

On peut modéliser et bien illustrer ces liens entre inégalités de revenu, endettement et crises. Notre modèle comporte

Graphique 1

Prêter le revenu disponible

L'inégalité des revenus augmente : les riches prêtent aux pauvres, dont l'endettement s'élève.

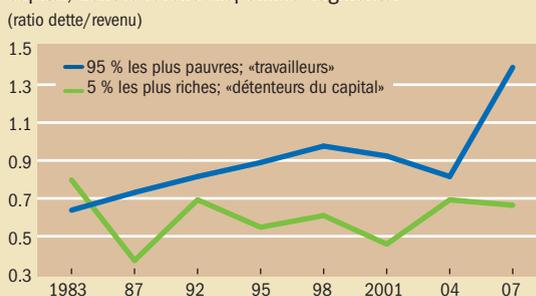


Sources : Ministère américain du commerce, Statistical Abstract of the United States (panneau supérieur); Picketty et Saez, 2003 (parts du revenu, panneau inférieur); et Réserve fédérale, base de données sur les flux financiers (dette/PIB)
Note : Revenus à l'exclusion des plus-values.

Graphique 2

De plus en plus endettés

Les travailleurs empruntent davantage aux détenteurs du capital, dont le revenu disponible augmente.



Source : Calculs des auteurs basés sur les simulations du modèle.

plusieurs nouveautés qui reflètent les faits empiriques décrits ci-dessus. D'abord, les ménages sont divisés en deux groupes de revenus : les 5 % du dessus de l'échelle de répartition des revenus (qualifiés de «détenteurs du capital»), dont la totalité des revenus provient du rendement du stock de capital et des intérêts de prêts; et les 95 % restants (les «travailleurs»), qui reçoivent un salaire. Ensuite, les salaires sont déterminés par négociation entre les deux groupes. Enfin, tous les ménages se préoccupent de leur niveau de consommation, mais les détenteurs du capital se préoccupent aussi du montant de capital physique et financier qu'ils possèdent. Par conséquent,

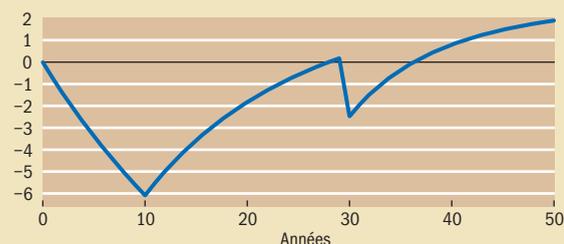
quand leur revenu augmente aux dépens des travailleurs, ils l'affectent à une triple hausse de la consommation, de l'investissement physique et de l'investissement financier. Ce dernier consiste en une hausse des prêts aux travailleurs, dont la consommation représente initialement jusqu'à 71 % du PIB, soit suffisamment pour soutenir la production de l'économie.

Graphique 3

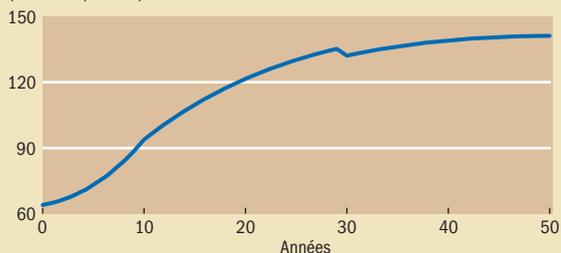
Emprunter à Pierre pour payer Paul

Quand les salaires des travailleurs baissent, ils empruntent pour maintenir leur niveau de consommation.

(salaires réels des travailleurs)



(ratio dette/revenu)



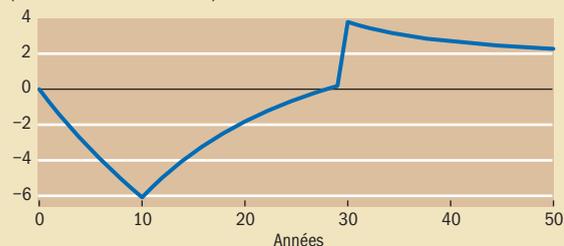
Source : Calculs des auteurs basés sur les simulations du modèle.

Graphique 4

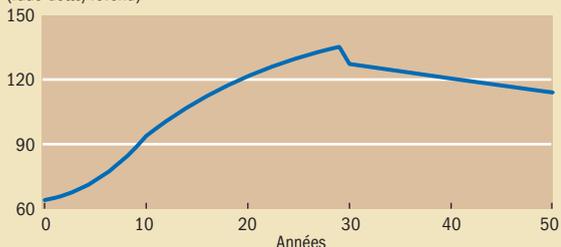
Éviter une crise

Si les salaires des travailleurs se redressent, ces derniers peuvent rembourser leurs dettes.

(salaires réels des travailleurs)



(ratio dette/revenu)



Source : Calculs des auteurs basés sur les simulations du modèle.

Notre modèle peut montrer ce qui arrive après un choc durable sur la répartition des revenus en faveur des détenteurs du capital. Les travailleurs s'adaptent à la fois en abaissant leur consommation et en empruntant pour limiter cette baisse (voir graphique 3). Cela fait monter progressivement leur ratio dette/revenu, comme l'illustre le graphique 2. L'endettement accru des travailleurs est possible parce que les détenteurs du capital prêtent leur surcroît de revenu disponible.

Du fait de la hausse de l'épargne au sommet et de celle des emprunts à la base, l'inégalité de la consommation augmente sensiblement moins que celle des revenus. Cette double évolution suscite un besoin de services financiers et d'intermédiation, d'où un quasi doublement de la taille du secteur financier. L'endettement accru des pauvres et de la classe moyenne génère fragilité financière et risque de crise. Comme le pouvoir de négociation des travailleurs, et donc leur capacité à rembourser leurs emprunts, se redresse très lentement, l'endettement continue à progresser et le risque de crise persiste. Quand elle se produit effectivement — au bout de 30 ans, suppose-t-on ici — les ménages sont défaillants sur 10 % de l'encours des prêts, et la production baisse brutalement, comme on l'a vu pendant la crise financière américaine de 2007–08.

Le modèle montre plusieurs possibilités de hausse du ratio dette/revenu supérieure à celle indiquée au graphique 3. D'abord, si les détenteurs du capital affectent l'essentiel de leurs revenus supplémentaires à la consommation et aux placements financiers, plutôt qu'à l'investissement productif, le ratio dette/revenu augmente beaucoup plus. En effet, ils acceptent de prêter à un taux d'intérêt inférieur, d'où une hausse de la dette, tandis que le stock de capital est moindre, ce qui réduit la production et les revenus des travailleurs. Ensuite, si le pouvoir de négociation des travailleurs se redresse à un rythme presque nul, même une crise financière accompagnée de défaillances substantielles est de peu de secours : le ratio dette/revenu poursuit sa hausse pendant des décennies après la crise, d'où la probabilité d'une série de crises financières.

Possibilités d'action

Il y a deux moyens de réduire le ratio dette/revenu des ménages.

Le premier est un désendettement ordonné. Il s'agit du cas où une crise et de nombreuses défaillances sont devenues inévitables, mais où on se sert de l'action publique afin de limiter les dommages collatéraux pour l'économie réelle, qui se contracte donc moins. Comme cela implique une diminution bien moindre des revenus pour un nombre donné de défaillances sur les prêts, le ratio dette/revenu diminue beaucoup plus qu'avec des défaillances chaotiques. Mais la tendance à long terme à une hausse de ce ratio reprend immédiatement après la réduction de la dette, car les travailleurs continuent à recevoir une part réduite du revenu national.

La deuxième possibilité, illustrée par le graphique 4, est un redressement des revenus des travailleurs — résultant par exemple d'un renforcement de leurs droits de négociation — qui leur permet de se désendetter progressivement grâce à

leurs salaires. On suppose que cela évite une crise. Le ratio dette/revenu baisse alors immédiatement grâce à la hausse des revenus, et non à la baisse de la dette. Plus important : le risque d'endettement suivi d'une crise diminue tout de suite.

Si l'on parvient à réduire l'inégalité des revenus, on limite du même coup l'éventualité de crises futures. Toutefois, les politiques allant en ce sens comportent bien des difficultés. Ainsi, la pression baissière sur les salaires résulte de puissants facteurs internationaux, comme la concurrence chinoise, et un redéploiement fiscal des revenus du travail vers ceux du capital pourrait pousser à investir dans d'autres pays. Mais un redéploiement entre l'imposition des revenus du travail et celle des rentes économiques sur les terrains, les ressources naturelles et le secteur financier ne se heurte pas au même problème. S'agissant du renforcement du pouvoir de négociation des travailleurs, ses inconvénients doivent être mis en balance avec les conséquences éventuellement désastreuses de nouvelles crises financières et réelles, si les tendances actuelles se poursuivent.

Rétablir l'égalité en redistribuant les revenus des riches aux pauvres ne plairait pas seulement aux Robin des bois du monde entier : cela pourrait aussi épargner à l'économie mondiale une autre crise majeure. ■

Michael Kumhof et Romain Rancière sont respectivement chef d'unité adjoint et économiste au Département des études du FMI.

Bibliographie :

Carroll, Christopher D., 2000, "Why Do the Rich Save So Much?" in *Does Atlas Shrug? The Economic Consequences of Taxing the Rich*, ed. by Joel B. Slemrod (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).

Dynan, Karen, Jonathan Skinner, and Stephen Zeldes, 2004, "Do the Rich Save More?" *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 2, p. 397-444.

Kumhof, Michael, and Romain Rancière, 2010, "Inequality, Leverage, and Crises," IMF Working Paper 10/268 (Washington: International Monetary Fund).

Piketty, Thomas, 2010, "On the Long-Run Evolution of Inheritance: France 1820-2050," PSE Working Paper 2010-12 (Paris: Paris School of Economics).

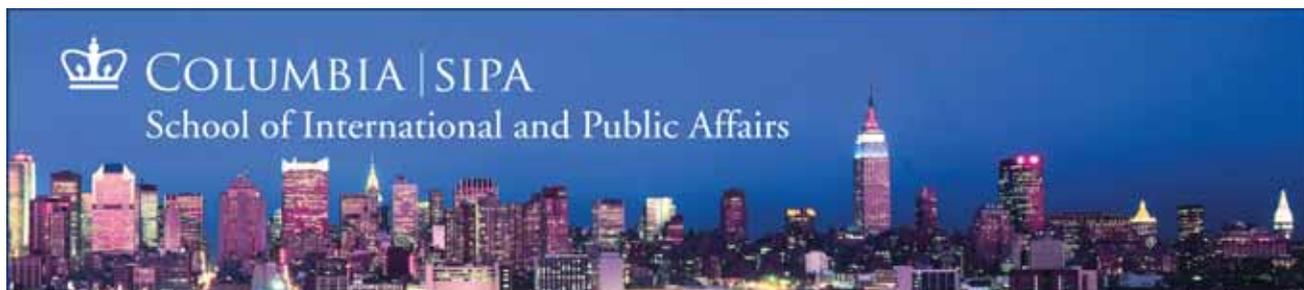
———, and Emmanuel Saez, 2003, "Income Inequality in the United States, 1913-1998," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, p. 1-39.

Rajan, Raghuram, 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

Reich, Robert, 2010, *Aftershock: The Next Economy and America's Future* (New York: Random House).

Reiter, Michael, 2004, "Do the Rich Save Too Much? How to Explain the Top Tail of the Wealth Distribution," *Universitat Pompeu Fabra Working Paper* (Barcelona).

Schneider, Martin, and Aaron Tornell, 2004, "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises," *Review of Economic Studies*, Vol. 71, No. 3, p. 883-913.



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2011-2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu