



Inégalité = endettement

Michael Kumhof et Romain Rancière

LES ÉCONOMISTES s'inquiètent depuis longtemps du fossé grandissant entre les pays qui contractent de lourds emprunts sur les marchés internationaux et ceux qui accordent les prêts. C'est ce qu'ils appellent les déséquilibres mondiaux des transactions courantes et, surtout depuis le début de la crise économique mondiale en 2007, on craint que des ventes massives des monnaies des pays qui accumulent d'énormes déficits déstabilisent les marchés. Cela ne s'est pas produit, du moins jusqu'à présent. En fait, le plus gros emprunteur, les États-Unis, est principalement considéré comme un havre sûr par les prêteurs.

Mais il y a une autre dimension, intérieure celle-ci, de l'accumulation d'obligations internationales. La dette intérieure augmente aussi et pourrait atteindre un niveau intenable, qui pourrait provoquer des crises financières intérieures.

Les raisons pour lesquelles les États-Unis ont accumulé des déficits aussi persistants et élevés du compte courant — qui englobe toutes les transactions internationales autres que les investissements, y compris les exportations et importations, les dividendes et intérêts, et les envois de fonds — sont matière à débat. Parmi les explications figurent des taux d'épargne faibles à l'intérieur et élevés à l'extérieur, une forte demande d'actifs américains à haut rendement de la part des pays en croissance rapide, mais moins développés financièrement, un excédent de réserves de change dans les pays émergents (à titre de précaution et pour des raisons mercantilistes), la démographie et la productivité ainsi que le rôle du dollar en tant que monnaie de réserve mondiale. Mais la persistance d'un déficit courant élevé n'est pas un phénomène qui se limite aux États-Unis : elle s'observe aussi dans plusieurs autres pays développés, surtout anglophones.

Nous élargissons donc le cadre des travaux décrits dans l'article «Endettement et inégalités»

(*F&D*, décembre 2010), qui se limitait aux États-Unis, pour y inclure une dimension économie ouverte. Nous constatons (graphique 1) que le point commun des principaux pays en situation de déficit est une forte *augmentation de l'inégalité des revenus* au cours des récentes décennies, l'inégalité étant mesurée par la part du revenu allant aux 5 % les plus riches.

Cette augmentation de l'inégalité a contribué à une détérioration de l'équilibre global épargne-investissement dans les pays les plus riches, car les pauvres et la classe moyenne ont emprunté aux riches et à l'étranger. Ce phénomène ainsi que les autres facteurs mentionnés ci-dessus peuvent alimenter les déficits des transactions courantes.

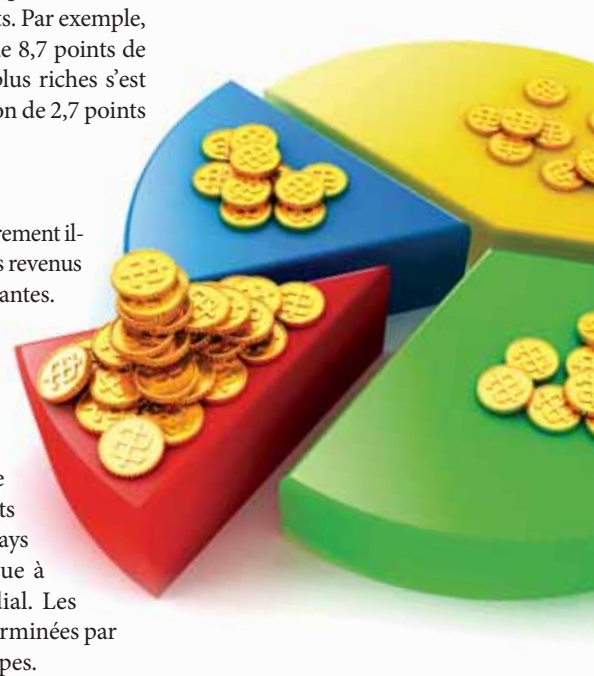
L'accroissement de la part de revenu des 5 % les plus riches entre le début des années 80 et la fin du millénaire est allé de pair avec une détérioration des soldes courants. Par exemple, au Royaume-Uni, une hausse de 8,7 points de la part de revenu des 5 % les plus riches s'est accompagnée d'une détérioration de 2,7 points du ratio solde courant/PIB.

Modélisation

Un modèle économique peut clairement illustrer ces liens entre inégalité des revenus et déficit des transactions courantes.

Dans notre modèle, qui est celui de Kumhof et Rancière (2010), étendu à une économie ouverte, les ménages ont été divisés en deux groupes de revenus : les 5 % les plus riches («tranche supérieure») et les 95 % restants («tranche inférieure») dans un pays de taille moyenne qui contribue à hauteur de 5 % au PIB mondial. Les parts du revenu global sont déterminées par négociation entre les deux groupes.

L'accroissement de l'inégalité des revenus dans les pays développés est lié à une hausse de la dette intérieure et extérieure



Le modèle suppose que, du fait d'une évolution très favorable persistante du pouvoir de négociation de la tranche supérieure, sa part du revenu augmente sur une période initiale de 10 ans, avec baisse correspondante de la part de la tranche inférieure. (Notre étude ne traite que des conséquences macroéconomiques d'une augmentation de l'inégalité observée; comme nous l'avons analysé dans notre précédent article, les ouvrages spécialisés en ont donné plusieurs raisons.)

La tranche supérieure tire satisfaction non seulement de la consommation — il y a une limite à ce qu'une personne «qui a tout» peut consommer —, mais aussi de l'accumulation de richesse, notamment financière, c'est-à-dire de ses prêts à la tranche inférieure. Aussi la réaction de la tranche supérieure à la croissance de son revenu a-t-elle été en partie d'accroître ses prêts à la tranche inférieure, laquelle a pu ainsi continuer à consommer la production de l'économie, même si elle acquiert une part de revenu sensiblement plus faible. L'offre de crédit de la tranche supérieure et la demande de crédit de la tranche inférieure s'accroissent donc simultanément. La probabilité de défaut de la tranche inférieure est présumée augmenter avec le niveau de sa dette, dont l'accumulation à terme conduit à un relèvement des primes de risque.

Notre modèle fait apparaître une baisse d'environ 9 % du salaire réel (par rapport à sa croissance tendancielle), une hausse initiale du taux d'intérêt des prêts intérieurs de 80 points de base et une progression de près de 120 points du ratio dette/revenu de la tranche inférieure (graphique 2, ligne en tirets).

La dette augmente pendant les décennies où le choc persistant sur le revenu maintient les revenus au-dessous de leur niveau tendanciel. Dans une économie ouverte, le financement de la demande d'emprunts de la tranche inférieure après un choc sur son revenu est une tâche partagée entre la tranche supérieure et l'étranger. Cela permet à la tranche supérieure d'affecter à des investissements intérieurs en usines et équipement et à la consommation une part plus grande de son revenu additionnel qu'il n'aurait pu le faire dans une économie fermée. Mais, sur le plan extérieur, il en résulte une détérioration du solde des transactions courantes, qui culmine à plus de 1 % du PIB.

Dans la réalité, l'augmentation de l'inégalité des revenus est souvent suivie d'interventions politiques visant à relever le niveau de vie de la tranche inférieure, dont le revenu réel stagne. Cela se fait généralement non pas en s'attaquant directement aux causes de l'inégalité, telles que la baisse du pouvoir de négociation collectif de la tranche inférieure ou le transfert de la charge fiscale de la tranche supérieure à la tranche inférieure, mais bien en réduisant le coût de l'emprunt pour les particuliers et les établissements financiers (Rajan, 2010). Ces mesures incluent la libéralisation intérieure et extérieure des mouvements de capitaux, et accentuent la pression baissière sur le solde des transactions courantes.

Comme le montrent les simulations du graphique 2 (ligne pleine), une réduction des marges d'intermédiation financière se traduit par une forte baisse des taux débiteurs, ce qui pousse la tranche supérieure à affecter davantage de ressources aux actifs financiers qu'aux actifs réels. Initialement, cela permet à la tranche inférieure de maintenir un niveau de consommation beaucoup plus élevé. Mais, à long terme, cela signifie que la tranche supérieure sous-investit dans les actifs réels (usines, machines, etc.) et la tranche inférieure voit ainsi son salaire réel baisser à terme. En même temps, le ratio dette/revenu augmente davantage, de même que le déficit des transactions courantes.

Excédent et équité

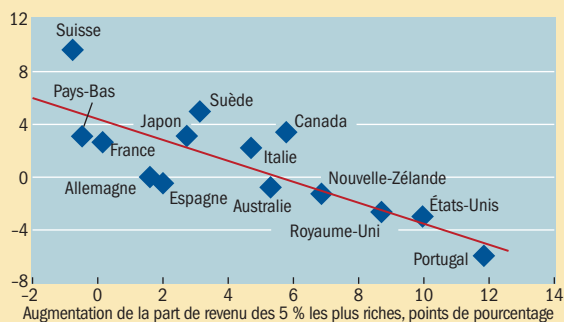
À l'aide du même cadre théorique, nous avons examiné pourquoi le solde des transactions courantes a pu s'améliorer simultanément dans d'autres pays où l'inégalité a augmenté, comme la Chine. Nous avons constaté, ce qui semble paradoxal, que l'accroissement de l'inégalité des revenus peut être la raison même des gros excédents de ces pays, au-delà d'une réaction à une hausse des emprunts des pays déficitaires.

Graphique 1

Des déséquilibres issus de l'inégalité

Les pays où l'inégalité s'est accrue ont vu leur solde courant se détériorer en conséquence.

(variation du ratio solde des transactions courantes/PIB, points de pourcentage)

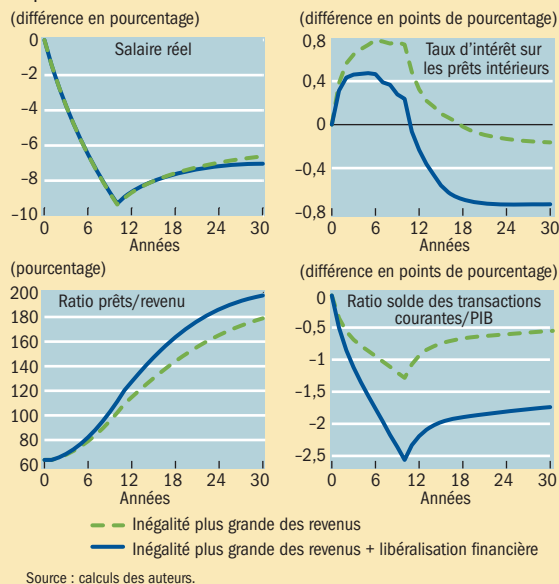


Sources : Penn World Tables; Top Incomes Database (Atkinson, Piketty).
Note : variation entre 1979 et 2000 pour tous les pays, sauf l'Allemagne (1980-98), les Pays-Bas (1981-99) et la Suisse (1979-95).

Graphique 2

Gagner moins, et être plus endetté

Une augmentation de l'inégalité se traduit par une baisse des salaires réels pour les 95 % les plus pauvres de la population et par une hausse de l'endettement intérieur et extérieur.



Source : calculs des auteurs.

Ces réactions très différentes à l'inégalité peuvent être observées dans la mesure où les marchés financiers des pays excédentaires sont moins développés et, partant, ne permettent pas aux pauvres et à la classe moyenne de réagir à une baisse de leur part du revenu global en empruntant. Le déficit de la demande intérieure qui en résulte nécessite la mise en place d'un modèle de croissance axée sur les exportations, tandis que les riches finissent par affecter leur revenu additionnel aux actifs financiers extérieurs, et non intérieurs. Dans ce cas, une réaction à courte vue aux déséquilibres mondiaux pourrait être de réduire ces «imperfections financières» dans les pays excédentaires.

Mais, si les prêts étaient libéralisés sans correction des inégalités de revenu, il en résulterait simplement une hausse de l'endettement dans les pays excédentaires (entre les riches et le reste de la population), et non à l'égard du reste du monde. Autrement dit, on observerait une hausse mondialisée, et non régionale, de l'endettement intérieur des pauvres et de la classe moyenne. Cela réduirait les déséquilibres financiers internationaux, mais accroîtrait le ratio dette intérieure/revenu et donc la vulnérabilité aux crises. À long terme, il n'y a donc aucun moyen d'éviter de s'attaquer de front au problème de l'inégalité des revenus. La libéralisation financière dans les pays excédentaires fait gagner du temps, mais au prix d'un problème d'endettement bien plus sérieux à terme.

Bon nombre des options visant à réduire l'inégalité des revenus présentent des difficultés considérables, notamment une pression à la baisse sur les salaires difficile à résister, en raison de la concurrence internationale, et le risque de détourner les investissements vers d'autres pays si les réductions des impôts sur le

revenu du travail sont financées par des hausses des impôts sur le revenu du capital. En matière de fiscalité, on pourrait instituer des impôts plus progressifs sur le revenu du travail qui laissent inchangés les taux d'imposition moyens. Ou la baisse des impôts sur le revenu du travail pour toutes les tranches de revenu pourrait être financée par des hausses des impôts qui ne faussent pas les incitations économiques, notamment des impôts bien conçus sur les revenus des investissements fonciers, les ressources naturelles et le secteur financier. Pour ce qui est de renforcer directement le pouvoir de négociation des travailleurs, il faut en comparer la difficulté aux conséquences potentiellement désastreuses d'autres crises financières et réelles profondes si les tendances actuelles de l'endettement (intérieur et extérieur) des ménages à revenu faible et moyen se poursuivent. ■

Michael Kumhof et Romain Rancière sont respectivement chef d'unité adjoint et économiste au Département des études du FMI. Cet article s'inspire des études faites par les auteurs avec Claire Lebarz, étudiante à l'École d'économie de Paris, et Alexander Richter et Nathaniel Throckmorton, étudiants de troisième cycle à l'université d'Indiana.

Bibliographie :

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

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



 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 2012-2013 program begins in July of 2012. Applications are due by January 1, 2012.

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