

Les inégalités, un moteur du crédit aux ménages

Au cours des dernières décennies, les États-Unis, mais également d'autres pays, ont connu une forte hausse simultanée des inégalités et du crédit. Les deux phénomènes sont-ils liés ? Cette *Lettre* présente les résultats d'une étude théorique et empirique pour 44 pays sur la période 1970-2012, confirmant que la hausse des inégalités entraîne à sa suite celle du crédit distribué aux ménages. Cela est vrai quelle que soit la partie de la distribution des revenus concernée. Cela étant, il apparaît que le lien est plus fort lorsque les classes moyennes sont concernées : lorsque ces dernières s'appauvrissent, le crédit augmente près de 4 fois plus rapidement que lorsque ce sont les revenus inférieurs qui diminuent. Afin de limiter les dynamiques de crédit susceptibles de dégénérer en crises financières, il conviendrait donc de lutter en priorité contre l'appauvrissement relatif des classes moyennes.

■ La dynamique jointe entre inégalités et crédit

L'accroissement des inégalités de revenu et de patrimoine occupe une place grandissante dans le débat public, dont l'intensité a redoublé depuis la publication de l'ouvrage de Thomas Piketty *Le Capital au XXI^{ème} siècle*. Dans un rapport de mai 2015, l'OCDE attirait l'attention sur les niveaux records d'inégalités dans la plupart des pays de l'OCDE ainsi que dans les pays émergents.

De façon plus inattendue, des voix se sont élevées pour attribuer à ces inégalités croissantes une responsabilité dans le surendettement des ménages modestes et pauvres ayant conduit à la crise financière de 2007-2008. Dans son ouvrage *Fault Lines*¹ (2010), Raghuram Rajan soutient ainsi que la progression des inégalités de revenu aux États-Unis a contraint les ménages à revenus faibles et moyens à s'endetter davantage afin de maintenir leurs niveaux de consommation, compensant l'impact de la baisse de leur revenu relatif sur la croissance du PIB. Cette hausse conjointe des inégalités (qu'elle renvoie à la hausse de la part des revenus des plus riches, ou à la baisse de celle des catégories moins aisées, y compris les classes moyennes) et de l'endettement privé s'est également observée dans plusieurs pays

européens, comme par exemple le Royaume-Uni ou la France (graphique 1), même si pour cette dernière, le phénomène est plus tardif et de moindre ampleur².

Plusieurs études récentes ont ainsi cherché à identifier les mécanismes pouvant expliquer la hausse conjointe des inégalités de revenu et de l'endettement des ménages³. La question est d'autant plus fondamentale que l'explosion du crédit privé est aujourd'hui considérée comme le facteur principal de déclenchement des crises financières.

Empiriquement, la causalité directe entre la montée des inégalités de revenu et celle de l'endettement apparaît délicate à établir. Tout d'abord, il est possible que l'accroissement parallèle des inégalités et de l'activité financière soit, au moins partiellement, le produit d'un facteur commun, telle la forte déréglementation dans les années 1980, faiblement remise en cause depuis par les accords de Bâle. De plus, il est difficile d'identifier clairement l'impact des inégalités sur la finance puisque la relation joue très probablement aussi en sens inverse : le développement de l'activité financière a également un impact sur la distribution du revenu (voir Bazillier et Héricourt, 2017). Il est désormais bien établi, par exemple, que les hauts salaires du secteur financier ont contribué à la hausse des inégalités⁴. Toutes ces difficultés peuvent expliquer l'absence

1. R. G. Rajan (2010), *Fault lines: How hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton University Press, Princeton.

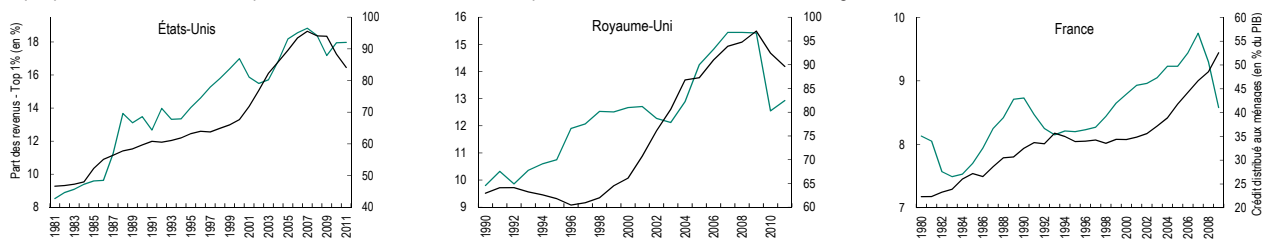
2. Pour une synthèse, voir « Inégalités et instabilité financière : des maux liés ? », *L'économie mondiale 2016*, Coll. Repères, Éd. La Découverte.

3. Voir notamment M. Kumhof, R. Rancière & P. Winant (2015), « Inequality, Leverage and Crises: The Case of Endogenous Default », *American Economic Review* 105 (3), 1217-1245, et R. Bazillier & J. Héricourt (2017), « The Circular Relationship between Inequality, Leverage, and Financial Crises », *Journal of Economic Surveys* 31(2), 463-496.

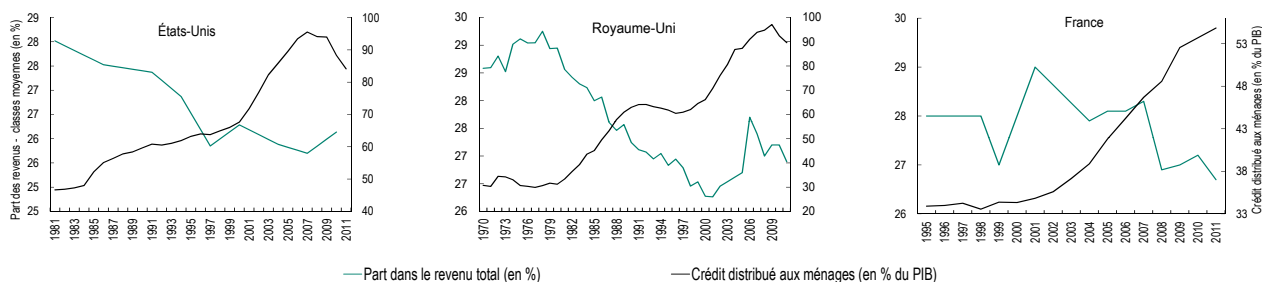
4. Voir par exemple : A. Reshef (2017), « Pourquoi de si hauts salaires dans la finance ? », *La Lettre du CEPII*, n° 378, juin.

Graphique 1 – Endettement des ménages et distribution des revenus

Graphique 1.a – Part des 1% les plus riches dans le revenu total comparée au crédit total distribué aux ménages



Graphique 1.b – Part des classes moyennes dans le revenu total comparée au crédit total distribué aux ménages



Note : Les graphiques couvrent différentes périodes selon la disponibilité des données.

Source : Banque des Règlements Internationaux, World Top Income Database et World Income Inequality Database.

de consensus dans une littérature empirique encore parcellaire. Par exemple, Bordo et Meissner (2012)⁵ ne trouvent aucun rôle des inégalités dans la hausse du volume de crédit, quand Perugini *et al.* (2016)⁶ valident l'existence d'un lien de causalité allant des inégalités vers le crédit.

■ Les inégalités font augmenter le crédit...

Afin d'être en mesure d'identifier l'impact causal éventuel des inégalités de revenu sur le crédit, l'enjeu consiste donc à identifier des variations de ces dernières qui échappent aux deux problèmes mis en avant ci-dessus – l'impact de la causalité inverse allant du crédit vers les inégalités et le facteur omis influençant simultanément le crédit et les inégalités. Concernant la causalité inverse, le développement financier peut en effet favoriser une diminution des inégalités, en permettant aux plus démunis de sortir de la pauvreté, ou au contraire un accroissement de ces mêmes inégalités si le système financier, par exemple du fait d'institutions ou de mécanismes de régulation inefficaces, ne distribue les ressources qu'à une minorité de privilégiés (Claessens et Perotti, 2007)⁷.

Les estimations qui ne tiennent pas compte de ce problème ne peuvent s'interpréter que comme des corrélations, sans aucune implication causale. C'est le cas par exemple de l'étude de Bordo et Meissner (2012) portant sur 14 pays avancés sur la période

1920-2008, dont les estimations ne délivrent pas de coefficient significativement différent de zéro pour les inégalités dans une régression où la variable expliquée est la croissance du crédit bancaire : on peut en déduire qu'il n'y a pas de corrélation entre leur mesure d'inégalité et le crédit bancaire, mais nullement qu'il n'y a pas de relation causale entre la première et la seconde. En outre, ce type d'estimations se trouve potentiellement pollué par l'autre problème évoqué précédemment, celui du facteur confondant : le mouvement de déréglementation à l'œuvre dans de nombreux pays depuis le début des années 1980, dans des secteurs variés de l'économie (dont la finance et le marché du travail) peut être à l'origine d'un accroissement conjoint des inégalités et du crédit aux ménages.

Dans l'étude reprise dans cette *Lettre*⁸, nous proposons une méthodologie permettant d'identifier de façon claire l'existence d'une relation causale entre dynamique des inégalités et crédit aux ménages. Cette étude couvre 44 pays entre 1970 et 2012, et utilise les données de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et de la base *World Income Inequality Database* (WIID). Il en ressort que les inégalités contribuent effectivement à l'expansion du crédit, notamment lorsque c'est la part du revenu détenu par les classes moyennes qui diminue.

La stratégie d'estimation sur laquelle reposent nos résultats a pour but d'éviter les deux écueils et d'isoler ainsi le lien de causalité des inégalités vers le crédit. La méthode économétrique repose, dans un premier temps, sur l'estimation d'une équation

5. M. D. Bordo & C. M. Meissner (2012), « Does inequality lead to a financial crisis? », *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 31(8), 2147-2161.

6. C. Perugini, J. Hölscher & S. Collie (2013), « Inequality, Credit Expansion and Financial Crises », *Cambridge Journal of Economics* 40 (1), 227-257.

7. S. Claessens & E. Perotti (2007), « Finance and inequality: Channels and evidence », *Journal of Comparative Economics* 35(4), 748-773.

8. R. Bazillier, J. Héricourt & S. Ligonnière (2017), « Structure of Income Inequality and Household Leverage: Theory and Cross-Country Evidence », *Document de travail du CEPII*, n° 2017-01.

d'inégalités en fonction d'une variable tierce, destinée à extraire la part « exogène » des variations des inégalités, c'est-à-dire indépendante de la dynamique du crédit (la causalité inverse), mais également des phénomènes ayant pu influencer les deux variables simultanément (le facteur confondant). Dans un second temps, la stratégie consiste à relier le ratio de crédit sur PIB⁹ aux variations des inégalités prédites par la variable tierce. Pour un panel de 18 pays de l'OCDE sur la période 1970-2007, Perugini *et al.* (2016) recourent à une stratégie équivalente, mais les variables qu'ils retiennent pour identifier la part exogène de l'évolution des inégalités sont sujettes à caution. Il s'agit, en effet, d'indices de réglementation du marché du travail et des activités commerciales, dont on peut légitimement douter qu'ils ne soient pas corrélés aux mesures de déréglementation financière ayant produit un accroissement du crédit.

L'étude présentée dans cette *Lettre* exploite quant à elle les changements d'orientation de l'Organisation Internationale du Travail (OIT). Afin que les estimations fournies soient crédibles, il faut que ces derniers soient indépendants des dynamiques propres à chaque pays, mais également que le nombre de conventions OIT signées par chacun ait un impact direct sur les inégalités. Concernant la première condition, la période étudiée (1970-2012) comprend deux vagues mondiales de ratifications dues à des impulsions politiques dans le cadre de l'OIT. Dans les années 1970 tout d'abord, le lancement du « Programme international pour l'amélioration des conditions et du milieu de travail », conjointement à l'envoi d'équipes en Afrique, en Amérique Latine, dans les Caraïbes et en Asie, a conduit à une hausse significative du nombre de conventions OIT signées, particulièrement dans les pays émergents. De même, dans les années 1990, le « Programme international pour l'élimination du travail des enfants » en 1992, ciblant plus de 90 pays, le sommet social de Copenhague en 1995 et la « Déclaration relative aux principes et droits fondamentaux au travail » en 1998, reconnaissant des normes fondamentales du travail, ont entraîné une nouvelle dynamique de ratifications largement indépendante des caractéristiques des pays. S'agissant de la seconde condition, une abondante littérature empirique confirme le lien négatif entre degré de réglementation sur le marché du travail et inégalités (voir par exemple Checchi et García-Peñalosa, 2008¹⁰). Le mécanisme sous-jacent est intuitif : un marché du travail plus encadré accroît le pouvoir de négociation des travailleurs, qui peuvent alors mieux préserver leurs niveaux de revenu, réduisant de fait les inégalités.

Les résultats de la présente étude confirment cet impact négatif du nombre de conventions OIT signées sur les inégalités : une

convention OIT supplémentaire entraîne par exemple une diminution de l'indice de Gini¹¹ de 0,168. Mais plus important encore, il apparaît que la variation des inégalités induite par ces signatures de conventions OIT entraîne celle du crédit fourni aux ménages (rapporté au PIB). Ainsi, une augmentation de 1 point de l'indice de Gini (soit une hausse des inégalités) est associée à une hausse de 3 points de pourcentage de ce ratio de crédit aux ménages sur le PIB. Concrètement, ces inégalités expliquent, par exemple, 30 % de l'évolution totale de ce ratio entre 1970 et 2011 au Royaume-Uni. Pour les États-Unis, c'est 19 % de la dynamique du ratio crédit sur PIB entre 1980 et 2010 qui est imputable à la hausse des inégalités. Pour la France, nous expliquons environ 22 % de la hausse totale du ratio crédit sur PIB entre 1995 et 2011.

Il est important de noter que si cet impact causal des inégalités se retrouve pour certaines mesures du crédit total distribué à l'économie, il n'en va pas de même pour le crédit aux entreprises, dont l'évolution n'est pas du tout reliée à celle des inégalités. Si la hausse des inégalités entraîne celle du crédit total rapporté au PIB, cela est donc intégralement imputable au crédit distribué aux ménages, ce qui rejoint les conclusions de nombre d'articles universitaires récents.

Ces derniers mettent en avant deux mécanismes pouvant expliquer cette relation de causalité entre inégalités et crédit aux ménages : l'un lié à l'offre de crédit, l'autre à la demande. Le premier est basé sur l'augmentation de la richesse relative des plus riches dans l'économie domestique, ce qui va alimenter l'épargne en circulation et *in fine* accroître les possibilités de crédit. Cet effet est mis en avant par le modèle de Kumhof *et al.* (2015) dans lequel la hausse permanente du revenu des plus riches dans l'économie américaine induit une élévation de leur épargne, ensuite recyclée sous forme de crédit aux ménages. Le second effet se focalise sur la demande de crédit. Dans un contexte général de compression salariale, Stiglitz (2012)¹² avance, par exemple, l'idée que l'endettement devient le seul moyen de soutenir la demande et de maintenir le niveau de vie des ménages pauvres et des classes moyennes dont le pouvoir d'achat a stagné. Actualisant un argument remontant à Veblen (1899), Van Treeck (2014) montre comment la hausse du revenu des plus riches peut avoir entraîné un « effet de cascade ». Chaque groupe social mimant les habitudes de consommation du groupe social immédiatement supérieur, une hausse de la consommation des plus riches entraîne une hausse de la consommation pour l'ensemble de la population, même si le revenu ne suit pas les mêmes évolutions dans tous les groupes.

9. Cette mesure semble la plus pertinente, car davantage que la simple hausse du crédit, c'est la part de cette dernière qui ne finance pas une élévation concomitante de la production, renforçant ainsi l'instabilité financière, qui retient notre attention. C'est en outre un indicateur standard de développement financier.

10. D. Checchi & C. García-Peñalosa (2008), « Labour market institutions and income inequality », *Economic Policy* 23 (56), 602-649.

11. L'indice, ou coefficient, de Gini prend en compte l'ensemble de la distribution du revenu. Il est compris entre 0 et 100, 0 représentant une situation d'égalité parfaite. S'il peut paraître modeste en valeur absolue, le chiffre d'une diminution de 0,168 est en réalité substantiel si on garde en mémoire que c'est la décrite moyenne permise par la signature d'une seule convention OIT supplémentaire. Il convient également de noter que l'effet demeure quel que soit l'indicateur d'inégalités retenu.

12. J. Stiglitz (2012), *The price of Inequality*, London, UK: Penguin ed.

Tableau 1 – Impact d'une variation de 1 % de divers indicateurs d'inégalités de revenu sur le ratio crédit aux ménages/PIB

Mesures d'inégalités	Crédit aux ménages sur PIB (variation, en points de pourcentage)
<i>Part du revenu total détenue par...</i>	
les 10 % les plus riches (top 10)	+ 3,8
les 30 % les plus riches (top 30)	+ 2,8
les classes moyennes (de 40 à 70 %)*	- 12,6
les classes populaires (40 % les plus pauvres)**	- 3,3
<i>Revenu relatif : ratio...</i>	
top 30 / classes moyennes	+ 0,4
top 30 / classes populaires	+ 0,1
Indice de Palma (top 10 / classes populaires)	+ 0,2

* du 4^{ème} au 7^{ème} décile non-inclus.

** jusqu'au 4^{ème} décile non-inclus.

Le tableau se lit comme suit : une hausse de 1 point de pourcentage de la part du revenu total détenu par les 10 % les plus riches conduit à une hausse de 3,8 points du ratio de crédit aux ménages sur PIB. Les classes moyennes sont définies comme les catégories intermédiaires entre les classes populaires et les classes aisées du top 30 %.

Source : Calculs des auteurs.

Les résultats des estimations présentés dans cette *Lettre* soulignent un autre fait intéressant jusque-là ignoré dans la littérature : l'essentiel des effets de demande présentés ci-dessus sont le fait de l'appauvrissement relatif des classes moyennes. Ce phénomène est théoriquement validé par une extension du modèle de Kumhof *et al.* (2015), qui distingue explicitement entre classes populaires et classes moyennes.

■ ... essentiellement du fait de l'appauvrissement relatif des classes moyennes

Contrairement aux études de Bordo et Meissner (2012) ou Perugini *et al.* (2016), restreignant les inégalités à la part des hauts revenus, la base de données WIID permet à la fois de calculer une statistique « moyenne » d'inégalités (tel le Gini) sur l'ensemble de la distribution du revenu, ou des indicateurs sur certaines fractions de la distribution, au moyen par exemple de déciles. Le tableau 1 résume l'impact sur le ratio de crédit aux ménages sur PIB d'une

variation de 1 % de différentes mesures d'inégalités construites à partir des déciles de revenu de la base WIID.

Un accroissement des inégalités conduit dans tous les cas à une élévation du crédit distribué aux ménages, que ce soit du fait d'un accroissement de la part du revenu total allant aux plus riches ou du fait d'une diminution de celle allant aux classes moyennes ou populaires, d'où le signe négatif dans ces deux derniers cas. Néanmoins, les effets sont hétérogènes, et nettement plus importants lorsque les classes moyennes sont concernées. Ainsi, alors qu'une baisse de 1 point de la part des classes populaires aboutit à une hausse de 3,3 points du ratio crédit aux ménages sur PIB, la même baisse de 1 point de la part des classes moyennes aboutit à une hausse du ratio près de 4 fois supérieure. Le même écart de 1 à 4 se retrouve lorsque sont étudiés des indicateurs relatifs (c'est-à-dire des ratios de parts du revenu) mesurant l'écart entre riches (top 30 %) d'un côté et classes moyennes et populaires de l'autre.

C'est donc l'appauvrissement relatif des classes moyennes qui a l'impact quantitatif le plus substantiel en termes d'accroissement du crédit. Ce résultat perdure lorsqu'on élargit la définition des classes moyennes, soit vers le haut (les classes aisées sont alors cantonnées aux 20 % les plus riches), soit vers le bas (les classes populaires sont alors restreintes aux 30 % les plus pauvres), même s'il convient de noter que le facteur multiplicatif par rapport aux classes populaires se trouve amoindri, compris entre 2 et 3. Ces résultats pointent le rôle pervers que joue l'accroissement des inégalités vis-à-vis de la stabilité financière : en alimentant le gonflement du crédit, il accroît les risques de bulles et de crises financières qui souvent s'ensuivent. Une raison de plus, s'il en était besoin, pour faire de la réduction des inégalités un objectif majeur des politiques publiques.

Rémi Bazillier, Jérôme Héricourt & Samuel Ligonnière*
jerome.hericaourt@cepil.fr

* Rémi Bazillier est professeur à l'Université de Paris 1, CES-CNRS. Jérôme Héricourt est professeur à l'Université de Lille 1, LEM-CNRS, et conseiller scientifique au CEPII. Samuel Ligonnière est doctorant à l'Université de Lille 1, LEM-CNRS, et à l'École Normale Supérieure Paris-Saclay.

La Lettre du



© CEPII, PARIS, 2017

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepil.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
Jézabel Couppey-Soubeyran
& Sophie Piton

RÉALISATION :
Laure Boivin

La Lettre du CEPII
est disponible en version électronique
à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/LaLettreDuCEPII>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
s'inscrire à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
ISSN 2493-3813 (en ligne)
CCP n° 1462 AD

Juillet-Août 2017
Imprimé en France par le CGSP
Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

