



V / Inégalités et instabilité financière : des maux liés ?

Rémi Bazillier et Jérôme Héricourt*

L'accroissement des inégalités de revenu et de patrimoine occupe une place grandissante dans le débat public, dont l'intensité a redoublé avec la publication de l'ouvrage *Le Capital au xx^e siècle* de Thomas Piketty [2013]. Dans un rapport de mai 2015, l'OCDE attirait aussi l'attention sur les niveaux record d'inégalités dans la plupart des pays de l'OCDE ainsi que dans les pays émergents. « Nous avons atteint un point critique. Les inégalités dans les pays de l'OCDE n'ont jamais été aussi élevées depuis que nous les mesurons », a déclaré son secrétaire général, Angel Gurría, lors du lancement du rapport.

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* [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 accroître leur endettement afin de maintenir leurs niveaux de consommation, compensant l'impact de la baisse de leur revenu relatif sur la croissance du PIB. Till Van Treeck [2014] a présenté une somme substantielle d'arguments qui corroborent cette thèse pour les États-Unis sur la période 1980-2010.

* Rémi Bazillier est maître de conférences à l'université d'Orléans et Jérôme Héricourt est professeur à l'université de Bretagne occidentale et conseiller scientifique au CEPII.

Empiriquement, la causalité directe entre la montée des inégalités et celle de l'endettement susceptible de dégénérer en crises financières reste encore difficile à établir, tant chacun des deux phénomènes met en jeu un grand nombre de facteurs concurrents et entremêlés. Il est en outre tout à fait possible que l'augmentation parallèle des inégalités et de la taille de la sphère financière soit le produit d'un facteur commun, tel que la déréglementation croissante des économies depuis le début des années 1980. Il est donc nécessaire de commencer par rappeler les éléments du débat en présence, en détaillant tour à tour l'étendue et les caractéristiques, d'abord de l'expansion de la sphère financière, puis de la montée des inégalités. D'autant que les deux phénomènes ont longtemps été appréhendés sans chercher à établir de lien entre eux. Ces liens potentiels mobilisent depuis peu l'attention des économistes.

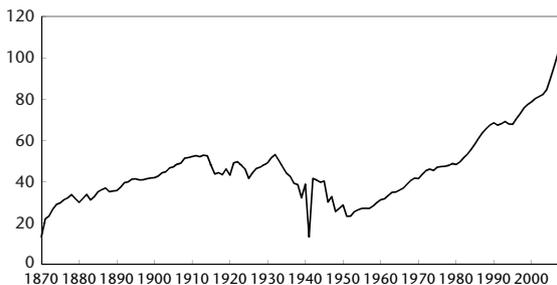
Une expansion conjointe de la finance et des inégalités

Un siècle et demi de croissance de la sphère financière

Le développement du système financier, en étendant les possibilités de financement et de placement, en élargissant l'accès au crédit et en facilitant la rencontre entre prêteurs et emprunteurs, est censé entraîner une croissance économique plus élevée. Cette approche, défendue depuis de nombreuses années, entre autres par Ross Levine [2005], s'appuie sur une vision quantitative du développement financier, réduit dans la plupart des études empiriques à un indicateur de taille, lui-même réduit le plus souvent à un agrégat de crédit exprimé en pourcentage du PIB. Les indicateurs que nous présentons dans un premier temps s'inscrivent dans cette approche quantitative, le volume de crédit distribué dans l'économie étant sans nul doute un marqueur essentiel du développement du système financier. Néanmoins, les dynamiques de ce dernier ne sauraient s'y réduire, les aspects réglementaires et institutionnels jouant également un rôle déterminant, comme nous le verrons par la suite.

La base de données construite par Schularick et Taylor [2012] permet d'observer la dynamique du crédit bancaire (graphique 1) sur une très longue période (1870-2008) pour quatorze pays développés. Cet indicateur ne peut représenter l'intégralité des financements accordés au secteur privé, puisqu'une partie

Graphique 1. **Évolution des crédits bancaires sur longue période**
(en % du PIB, moyenne sur 14 pays, 1870-2008)



Note : les 14 pays sont l'Allemagne, l'Australie, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, la Norvège, le Royaume-Uni, les Pays-Bas, la Suède et la Suisse.

Source : Schularick et Taylor [2012].

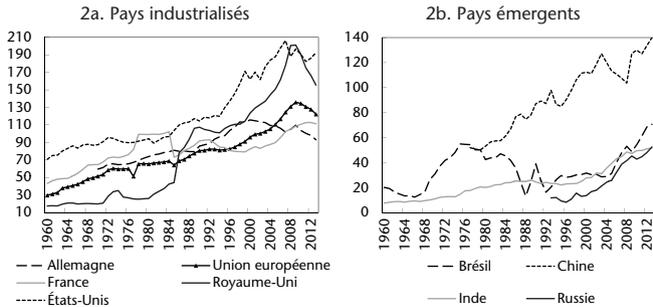
provient des marchés financiers, mais c'est celui que retiennent la plupart des études, qui au mieux étendent la mesure au crédit total (celui distribué par l'ensemble des institutions financières).

Trois grandes périodes peuvent être distinguées. Entre 1870 et le premier conflit mondial, la part du crédit dans la richesse nationale croît régulièrement, d'environ 20 % du PIB à plus de 50 % en 1914, reflétant la nécessité de financer l'industrialisation croissante des économies. La Première Guerre mondiale ouvre une période de stagnation, lors de laquelle les mouvements de hausse sont effacés les années suivantes (notamment lors de la Grande Dépression), avant un effondrement pendant le second conflit mondial. S'ouvre alors la troisième période, qui voit une croissance continue du crédit, depuis le point bas à un peu plus de 25 % du PIB en 1948 jusqu'à plus de 100 % en 2008.

La seconde moitié du xx^e siècle se caractérise ainsi par une croissance du crédit inédite par son ampleur, non seulement dans les pays industrialisés (graphique 2a), mais également dans les grands émergents, même si le phénomène y est évidemment intervenu plus tardivement (graphique 2b).

Parmi les pays industrialisés, les pays anglo-saxons se distinguent par des phases d'accélération très nettes dans les années 1980 (le Royaume-Uni), 1990 (les États-Unis) et 2000 (les deux). L'Allemagne, la France, ou même l'Union européenne prise dans son ensemble, connaissent des dynamiques plus

Graphique 2. Évolution du crédit total au secteur privé
(en % du PIB)



Source : Banque mondiale, *World Development Indicators*.

lentes, débouchant sur des ratios de crédit sur PIB une fois et demie à deux fois inférieurs à ceux observés aux États-Unis et au Royaume-Uni. Enfin, pour tous, un déclin plus ou moins net s'amorce en 2008-2009, manifestation symptomatique de la crise des *subprime*. Côté pays émergents, notamment de ce qu'il est convenu d'appeler les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine), l'hétérogénéité est plus forte. Le cas de la Chine se distingue nettement, avec un ratio 2 à 3 fois supérieur à celui des autres pays, reflet du décollage réussi de l'économie chinoise, mais également, depuis la fin des années 2000, d'une action très volontariste des autorités chinoises visant à contrecarrer les effets de la crise mondiale par l'ouverture, sans doute excessive [Aglietta, 2014], des vannes du crédit. Le Brésil, quant à lui, connaît une croissance très rapide du crédit dans les années 1970, jusqu'au début des années 1980, prélude à une crise monétaire et financière violente.

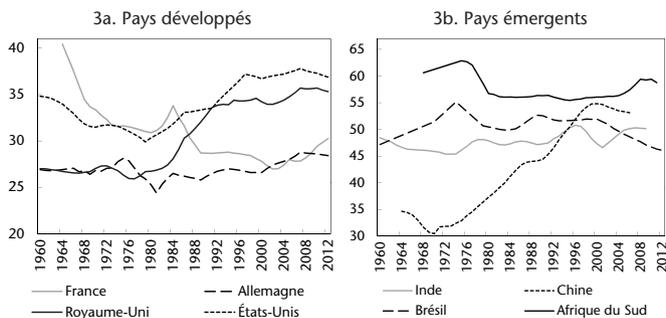
Une hausse sensible des inégalités de revenus, tirée par les plus hauts revenus

En 1955, Simon Kuznets avait observé, sur la base de séries statistiques américaines couvrant une longue période, que les inégalités tendaient à augmenter au début du processus de développement, avant de se réduire au-delà d'un certain seuil. Cela correspondait à ce qui avait été observé au sein des principaux pays européens entre le début de la révolution industrielle et la Seconde Guerre mondiale. Il est clair que cette dynamique n'a cependant rien d'automatique. Des facteurs historiques

(effondrement des revenus du patrimoine à la suite des guerres et de la crise des années 1930, mise en place d'impôts sur le revenu progressifs après la Seconde Guerre mondiale) expliquent largement les phénomènes observés [Piketty, 2013]. Surtout, la baisse des inégalités s'est interrompue à partir de la fin des années 1970, en contradiction avec les prédictions de Kuznets (graphique 3a). Celles-ci se sont fortement accrues dans les pays anglo-saxons : le coefficient de Gini (encadré 1) a ainsi augmenté de plus de 25 % entre 1979 et 2007 aux États-Unis. En Europe continentale, le retournement a également été observé, mais plus tardivement, au milieu des années 1990 en Allemagne et au début des années 2000 en France, et de manière plus limitée.

La courbe de Kuznets est également contredite par la dynamique des inégalités dans un grand nombre de pays émergents ou en développement (graphique 3b). La Chine connaît une forte hausse de son coefficient de Gini depuis le début des années 1970. Au Brésil, les inégalités décroissent depuis le début des années 2000, à la suite notamment de la montée en puissance des politiques de lutte contre la pauvreté. Mais l'Afrique du Sud connaît une évolution inverse et l'Inde, un maintien de ses inégalités.

Graphique 3. Évolution du coefficient de Gini (1960-2012)



Note : les coefficients de Gini sont construits à partir du revenu disponible des ménages.

Source : Standardized World Income Inequality Database (SWIID), version 4.1, mars 2014.

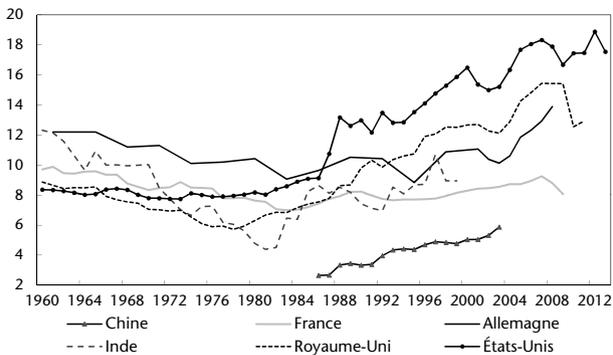
Une hausse plus forte des très hauts revenus sur la période récente. — Ces évolutions masquent, par ailleurs, des dynamiques accentuées des très hauts revenus sur les dernières décennies, comme le montre le graphique 4 qui présente l'évolution

de la part du revenu perçu par les 1 % les plus riches. C'est dans les pays anglo-saxons que la hausse est la plus précoce et la plus massive, encore plus prononcée que pour le coefficient de Gini, la part ayant plus que doublé entre 1980 et 2007.

Encadré 1. Quel indicateur d'inégalités de revenus ?

Plusieurs indicateurs existent et le choix entre ces derniers n'est pas neutre. Les plus utilisés sont le coefficient de Gini, l'écart entre le revenu des 10 % les plus riches et les 10 % les plus pauvres (ou un autre ratio équivalent), ou encore la part de revenu détenue par les plus riches (souvent les 1 %). Le coefficient de Gini est le plus complet dans la mesure où il prend en compte l'ensemble de la distribution du revenu. Il est compris entre 0 et 100, 0 représentant une situation d'égalité parfaite. En revanche, cet indicateur capte assez mal les dynamiques, lorsque celles-ci se concentrent à l'extrémité de la distribution des revenus (par exemple si la hausse des inégalités s'explique par une forte hausse des revenus pour les 1 %, voire les 0,1 % les plus riches). Il est par ailleurs assez difficile à construire dans la mesure où il nécessite des données relativement détaillées sur les revenus de l'ensemble de la population. C'est pour cela que le ratio des revenus détenus par les 10 % les plus riches sur celui des 10 % les plus pauvres est le plus fréquemment utilisé. Mais cette statistique souffre des mêmes insuffisances : elle est incapable de capter les changements tant aux extrêmes de la distribution du revenu (les très riches et les très pauvres) qu'au niveau des revenus moyens. Au cours des dernières années, l'attention s'est portée sur les revenus des très riches. Un important travail statistique a permis de renseigner la part des revenus perçus par les 10 %, 5 %, 1 % et 0,1 % les plus riches pour un grand nombre de pays (*World Top Incomes Database*).

Graphique 4. Part du revenu détenu par les 1 % les plus riches (en %)



Source : *World Top Incomes Database*, 2015.

Des dynamiques similaires s'observent dans des pays dont le coefficient de Gini a peu évolué. En Inde, la part des 1 % les plus riches a quasiment doublé entre 1980 et 2000. En Allemagne, la hausse est plus tardive, mais néanmoins significative : alors qu'en 1995 les 1 % les plus riches détenaient 9 % du revenu, ils en détiennent près de 14 % en 2008. En France, la dynamique est moins nette : la part passe de 6 %-7 % au début des années 1980 à plus de 8 % avant la crise, mais est revenue depuis à son niveau moyen des années 1990. La progression est plus forte pour les 0,1 % ou les 0,01 % les plus riches, dont la part dans le revenu total a presque doublé entre 1980 et 2010 dans la plupart des pays développés.

De nouvelles explications à la hausse des inégalités. — Les économistes ont longtemps mis en avant le rôle de l'éducation et de la technologie dans la détermination des inégalités. Si le progrès technique est *biaisé*, c'est-à-dire s'il requiert de plus en plus de qualifications et de moins en moins de travail non qualifié, l'augmentation de la demande de travail qualifié au détriment du travail non qualifié contribue alors à l'accroissement des inégalités. La mondialisation aurait également joué un rôle similaire au progrès technologique biaisé dans les pays développés, du fait d'une plus grande spécialisation dans les biens et services plus intensifs en travail qualifié. Néanmoins, ces explications ne permettent pas de comprendre pourquoi des pays présentant des caractéristiques relativement similaires en termes de technologie, d'éducation ou d'ouverture internationale (comme les États-Unis et l'Europe, par exemple) ont connu des évolutions très différentes en matière d'inégalités. Ainsi, entre le milieu des années 1980 et la fin des années 2000, la hausse de la part du revenu des 1 % les plus riches a représenté l'équivalent de 1 à 2 points de pourcentage du revenu national en France, mais entre 10 et 15 points aux États-Unis et au Royaume-Uni. Cette hausse est intervenue plus tardivement, dans le courant des années 2000, en Allemagne où elle a atteint 5 points. D'autres explications doivent donc être recherchées, notamment du côté d'une dynamique propre aux hauts salaires.

Selon la théorie économique néoclassique, les salariés sont payés à leur productivité marginale. Non seulement cette théorie néglige le rôle des institutions et des rapports de forces qui peuvent exister sur le marché du travail, mais elle semble

encore plus inadaptée pour expliquer la fixation des plus hauts salaires. Comment évaluer la productivité marginale *individuelle* d'un cadre dirigeant ? Il faudrait pour cela pouvoir apprécier la contribution propre de chaque dirigeant à la production totale de l'entreprise. Cette tâche semble particulièrement complexe pour certains métiers et au sein de très grandes entreprises. Pour Piketty [2013], la fixation des plus hauts salaires répond plutôt à des normes sociales et au niveau de tolérance envers les inégalités de la société. Celles-ci dépendent de facteurs historiques et politiques et peuvent fortement varier d'une période à l'autre. Le niveau de tolérance à l'égard des très hauts revenus a ainsi beaucoup augmenté à partir des années 1970-1980 aux États-Unis alors qu'il était relativement plus faible qu'en Europe dans les années 1950-1960.

Stiglitz [2012] met en avant une autre explication : la hausse des inégalités provient essentiellement de phénomènes de *recherche de rente*. En d'autres termes, l'enrichissement des plus riches ne se ferait pas au bénéfice de tous, mais par l'appropriation d'une partie de la richesse créée par l'ensemble de la société. Il attribue aux politiques publiques menées depuis trois décennies un rôle majeur dans ces évolutions. Les 1 % les plus riches auraient ainsi asservi le système politique (phénomène de « capture du régulateur »), leur permettant de mettre les politiques publiques au service de leurs intérêts. La politique fiscale, la gestion de la mondialisation ou la libéralisation financière auraient participé à cet objectif.

Gabaix et Landier [2008] apportent une autre explication, liée à la croissance de la taille des entreprises. Ainsi, un cadre dirigeant capable d'augmenter, même d'un pourcentage minime, la valeur de son entreprise, touchera une rémunération d'autant plus élevée que l'entreprise a une taille importante. Pour prendre un exemple concret, cité par Landier [2013], lorsqu'une entreprise, comme Apple, vaut 500 milliards de dollars, une variation de sa valeur de 0,01 % (soit 50 millions de dollars) justifie que l'on paie davantage le dirigeant capable de produire un tel accroissement. Néanmoins, les managers qui parviennent à ce type de résultats ne sont pas légion, et leurs salaires sont fixés sur un marché mondial très concurrentiel, justifiant de très hauts salaires pour les « superstars ». Quelle que soit l'explication à l'explosion des salaires des « supercadres », celle-ci a été permise par une profonde mutation de la gouvernance des entreprises,

marquée par un pouvoir grandissant des actionnaires et une collusion possible d'intérêts avec les cadres dirigeants.

La financiarisation croissante des économies a joué un rôle central dans ces évolutions. L'évolution des salaires dans la finance est à cet égard symptomatique. Pour Stiglitz, c'est une illustration du phénomène de recherche de rente décrit plus haut : les salaires dans le secteur financier s'accroissent en proportion de la valeur des actifs financiers, alors même que cette valeur est déconnectée de l'économie réelle. En d'autres termes, le secteur financier empiète de façon croissante sur la sphère productive. Cette explosion des salaires dans le secteur financier a en outre été favorisée par de nouvelles règles institutionnelles recherchant précisément un développement rapide de la sphère financière (voir *infra*).

Philippon et Reshef [2012] étudient de façon détaillée cette dynamique des salaires dans la finance aux États-Unis sur la période 1909-2006, en la comparant à celle observée dans le reste du secteur privé. Alors que, de la fin de la Seconde Guerre mondiale au début des années 1990, les salaires (pour des niveaux de qualification et de responsabilité similaires) dans le secteur financier n'étaient pas plus élevés que dans le reste de l'économie, en 2006, ils les dépassaient en moyenne de 50 %, l'écart s'aggravant encore pour les rémunérations les plus hautes : 80 % pour les rémunérations du décile supérieur, 250 % pour les cadres dirigeants. Dans un contexte de croissance de la part du secteur financier dans le PIB, cela contribue à une hausse des inégalités dans leur ensemble. Philippon et Reshef évaluent ainsi entre 15 % et 25 % (selon l'indicateur d'inégalité retenu) la contribution du secteur financier à la hausse des inégalités depuis les années 1970 aux États-Unis.

Cet écart salarial en faveur du secteur financier ne s'est d'ailleurs pas seulement observé aux États-Unis. Denk et Cournoëde [2015] montrent qu'en moyenne dans dix-sept pays de l'Union européenne plus la Norvège, les salaires (pour des profils similaires en termes de niveaux de qualification, ancienneté, type de contrat, heures supplémentaires effectuées...) dans le secteur financier étaient, en 2010, 28 % plus élevés que dans les autres secteurs, l'écart atteignant 40 % pour les 10 % les mieux rémunérés. Cette prime de salaire au bénéfice du secteur financier contribue à l'ampleur des inégalités salariales dans ces pays (elle accroît le coefficient de Gini de 0,7 point, le faisant passer de 0,278 à 0,285).

À quoi tient cet écart salarial en faveur du secteur financier ? Comme le font remarquer Philippon et Reshef [2012] dans le cas des États-Unis, son ampleur ne saurait s'expliquer seulement par le caractère plus aléatoire de ces rémunérations (environ 50 % de l'écart qu'ils évaluent) ou par des différences de taille des entreprises entre secteurs financier et non financier (qui explique 20 % de l'écart qu'ils estiment pour les cadres dirigeants). La déréglementation apparaît comme le facteur majeur à prendre en compte pour expliquer ces écarts. L'approche sur le temps long se révèle ici utile : les inégalités salariales étaient fortes au début du xx^e siècle ; elles reculent ensuite substantiellement à la suite du mouvement de re-réglementation de la période 1940-1980 avant de repartir à la hausse avec la déréglementation amorcée dans les années 1980. Il est très vraisemblable que le même type d'explication ait joué en Europe. Le retour d'inégalités salariales fortes et ascendantes a contribué à son tour à l'expansion de la sphère financière, en détournant des individus qualifiés du reste du secteur privé.

Concomitance ou causalité ?

La libéralisation à l'origine de l'accroissement simultané de la sphère financière et des inégalités

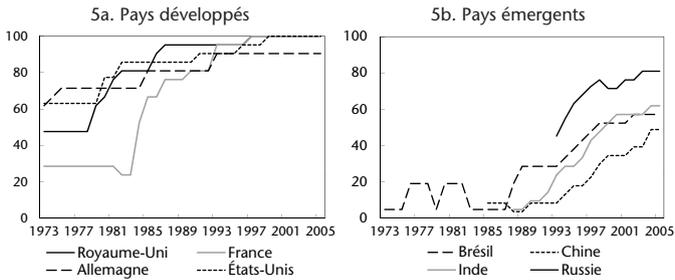
Nous nous en sommes tenus jusqu'ici à une vision essentiellement quantitative de l'expansion de la sphère financière, appréhendée exclusivement par la taille du crédit distribué au secteur privé ou les rémunérations dans la finance. Comme le soulignent Philippon et Reshef [2012], la dynamique du secteur financier ne saurait cependant être réduite à ces aspects purement quantitatifs. La libéralisation constitue, en effet, l'autre trait prééminent de l'évolution des systèmes financiers.

La tendance à la déréglementation et à la libéralisation financières a été forte dans les pays développés comme dans les pays émergents, le mouvement étant légèrement plus tardif et moins marqué pour ces derniers. En témoignent les niveaux très élevés de l'indicateur synthétique de libéralisation financière issu des travaux du FMI (graphiques 5a et 5b) : 100 % dans les pays développés et jusqu'à 80 % dans les pays émergents en 2005 (dernière année disponible de l'indicateur).

L'allègement des contraintes réglementaires a sans nul doute joué un rôle déterminant dans les évolutions quantitatives

Graphique 5. Indice de libéralisation financière

(de 0 % à 100 %)



Note : construit à partir d'une base de données du FMI sur la période 1973-2005, l'indicateur de libéralisation financière synthétise un grand nombre de critères réglementaires relatifs à la supervision bancaire, à la concurrence sur les marchés de crédit, au contrôle exercé par l'État sur le volume de crédit distribué ou les taux d'intérêt et les mouvements internationaux de capitaux.

Source : Tresselt [2008].

présentées précédemment. Mais, comme le souligne Tridico [2012], la libéralisation financière s'est inscrite dans un mouvement global de déréglementation qui a également concerné les marchés des biens et du travail. L'accroissement de la flexibilité et de la modération salariale a réduit le pouvoir de négociation des travailleurs et accru les inégalités, tandis que la libéralisation financière étendait les opportunités d'emprunt et poussait également les inégalités à la hausse, par le biais de l'inflation salariale dans le secteur financier. En d'autres termes, il est tout à fait vraisemblable que les différentes dimensions de la libéralisation intervenue depuis plusieurs décennies aient conduit à une hausse concomitante des inégalités et du crédit. Dans les pays anglo-saxons, les deux ont débuté leur ascension au début des années 1980. Dans les autres pays européens, la hausse y est plus tardive, mais également simultanée. Le fait qu'un facteur commun, en l'occurrence la libéralisation, ait pu pousser simultanément à la hausse les inégalités et le crédit, exclut-il pour autant qu'un impact causal des inégalités sur le crédit puisse exister ?

Les inégalités, facteur explicatif de la croissance du crédit et de l'instabilité financière ?

L'accroissement des inégalités peut être à l'origine de la croissance du crédit selon deux mécanismes distincts [Bazillier et

Héricourt, 2014]. L'accroissement des *hauts revenus* est susceptible d'alimenter à la fois l'offre de crédit et indirectement la demande. La stagnation ou la baisse relative des *bas revenus* peut conduire à une hausse de la demande de crédit, mais également à des changements institutionnels favorables, côté offre, à une distribution plus, et sans doute trop, facile du crédit.

La dynamique des hauts revenus susceptible d'expliquer la croissance du crédit.— Nous l'avons vu, la hausse des inégalités observée au cours de la période récente provient pour l'essentiel d'une explosion des très hauts revenus. Il est probable que les plus riches ont cherché à recycler leur épargne, contribuant directement à la hausse de l'*offre* de crédit. Cette dynamique est également susceptible d'avoir alimenté indirectement la *demande* de crédit des ménages les plus pauvres. Actualisant un argument remontant à Veblen [1899], Van Treeck [2014] montre comment la hausse du revenu des plus riches a 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. Cette logique peut expliquer pourquoi les inégalités de consommation sont généralement moins importantes que les inégalités de revenus [Krueger et Perri, 2006].

Le crédit comme substitut à la hausse du revenu des ménages pauvres et des classes moyennes.— La stagnation du revenu des ménages pauvres et des classes moyennes peut avoir eu un impact plus intuitif sur les dynamiques de crédit. Dans un contexte général de compression salariale, Stiglitz [2012] avance que l'endettement devient le seul moyen de soutenir la demande et de maintenir le niveau de vie des ménages dont le pouvoir d'achat a stagné. Kumhof *et al.* [2015] montrent alors de quelle façon cela peut accroître la *demande* de crédit. Aux États-Unis, la croissance des trente dernières années n'a pas eu d'impact sur le revenu des ménages pauvres et des classes moyennes. Cela a pu pousser les autorités monétaires et le gouvernement américains à favoriser l'accès au crédit pour ces ménages [Rajan, 2010], ce qui expliquerait, en partie, le relâchement de la politique monétaire à partir du début des années 2000 et l'accélération de

la libéralisation financière. La politique monétaire, en rendant la liquidité toujours plus abondante, a poussé les intermédiaires financiers à rechercher de nouveaux emprunteurs. La libéralisation, de son côté, a engendré un certain nombre d'innovations financières, au premier rang desquelles la titrisation, permettant aux banques de s'affranchir de façon croissante de la gestion du risque de crédit. Ceci a permis à des ménages de moins en moins solvables d'accéder au crédit, notamment immobilier par le biais des crédits hypothécaires de type *subprime*. Ces derniers furent l'élément déclencheur de la crise, confirmant une nouvelle fois le lien entre bulle de crédit et crises financières. Connus depuis les travaux d'Irving Fisher [1932, 1933] et d'Hyman Minsky [1977], le rôle de l'endettement privé excessif dans le déclenchement des crises financières est une des relations les plus solidement établies de l'analyse économique contemporaine.

Les canaux de transmission des inégalités vers le crédit peuvent donc différer selon que la hausse des inégalités provient de l'élévation du revenu des plus riches (auquel cas prédominent les effets de cascade) ou de la baisse du revenu des plus pauvres (auquel cas joue davantage une recherche de compensation par le crédit de la baisse de leur pouvoir d'achat). Les deux phénomènes ne sont pas incompatibles et ils ont été observés conjointement aux États-Unis. L'ampleur de la baisse relative du revenu des plus pauvres dépend aussi toutefois de l'évolution en valeur absolue de leur revenu. En France, par exemple, la baisse relative du revenu des plus pauvres est amoindrie par le fait que celui-ci a continué à croître en valeur absolue au cours des dernières décennies. Ici, ce serait donc plutôt la première famille d'explication (en termes d'effets de cascade) qui expliquerait le lien entre inégalités et crédit.

De fortes présomptions, mais à confirmer. — Au-delà des analyses théoriques, que révèlent les études empiriques d'un éventuel impact causal des inégalités vers le crédit ? La première est celle de Bordo et Meissner [2012], portant sur quatorze pays développés (les mêmes que Schularick et Taylor [2012]) sur la période 1920-2008 qui conclut à un impact non significatif de la part des revenus détenus par les 1 % les plus riches sur la croissance du crédit. Toutefois, leur méthodologie est pour le moins fruste, ne tenant notamment pas compte des problèmes statistiques induits par l'influence causale inverse (c'est-à-dire l'impact du crédit sur

les inégalités). Dans une étude portant sur dix-huit pays de l'OCDE sur une période plus courte (1970-2007), Perugini *et al.* [2015] tiennent explicitement compte de ce problème, ainsi que du rôle joué par la libéralisation financière. En outre, ils retiennent une mesure de crédit plus large (crédit au secteur privé rapporté au PIB) que celle utilisée par Bordo et Meissner [2012] qui n'incluait que les prêts bancaires rapportés au PIB. Leurs résultats indiquent que le crédit croît avec la part du revenu national détenue par les plus riches, et cela, quelle que soit la mesure retenue (part des 1 %, 5 % ou 10 % dans le revenu total). Christen et Morgan [2005] aboutissent à la même conclusion dans une étude centrée sur les États-Unis sur la période 1980-2003.

Si la balance semble pencher en faveur d'un impact positif des inégalités sur le crédit, d'autres études aboutissent à des résultats plus contrastés (absence de lien ou impact quantitativement modeste). Des recherches supplémentaires sont nécessaires afin d'établir de façon indiscutable que la hausse des inégalités contribue à la formation de bulles de crédit, et donc à l'instabilité financière, mais également pour examiner si ce lien éventuel peut être étendu aux pays émergents, dont on a vu qu'un certain nombre avaient été confrontés au même phénomène de progression simultanée des inégalités et du crédit. Ceci inviterait alors à repenser certaines politiques publiques, dans les domaines tant financier que social et fiscal.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2014], « Chine : maîtriser l'endettement et réformer la finance », *La Lettre du CEPII*, n° 345, juin.
- ATKINSON A. B., PIKETTY T. et SAEZ E. [2015], *The World Top Incomes Database*, <http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu>, 13 mars.
- BAZILLIER R. et HÉRICOURT J. [2014], « The circular relationship between inequality, leverage, and financial crises : intertwined mechanisms and competing evidence », *Document de travail du CEPII*, n° 22.
- BORDO M. D. et MEISSNER C. M. [2012], « Does inequality lead to a financial crisis ? », *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n° 8, p. 2147-2161.
- CHRISTEN M. et MORGAN R. [2005], « Keeping up with the Joneses : analyzing the effect of income inequality on consumer borrowing », *Quantitative Marketing and Economics*, vol. 3, n° 2, p. 145-173.
- DENK O. et COURNÈDE B. [2015], « Financial sector pay in labour income inequality : evidence from Europe », *OECD Economics Department Working Paper*, n° 1225.
- FISHER I. [1932], *Booms and Depressions*, Adelphi, New York.
- [1933], « The debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica*, vol. 1, n° 4, p. 337-357.

- GABAIX X. et LANDIER A. [2008], « Why has CEO pay increased so much ? », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 123, n° 1, p. 49-100.
- KRUEGER D. et PERRI F. [2006], « Does income inequality lead to consumption inequality ? Evidence and theory », *Review of Economic Studies*, vol. 73, n° 1, p. 163-193.
- KUMHOF M., RANCIÈRE R. et WINANT P. [2015], « Inequality, leverage and crises : the case of endogenous default », *American Economic Review*, vol. 105, n° 3, p. 1217-1245.
- KUZNETS S. [1955], « Economic growth and income inequality », *American Economic Review*, vol. 45, n° 1, p. 1-28.
- LANDIER A. [2013], « L'étude que devraient lire ceux qui militent pour la modération des salaires des patrons », *Atlantico.fr*, 30 octobre.
- LEVINE R. [2005], « Finance and growth : theory and evidence », in AGHION P. et DURLAUF S. (dir.), *Handbook of Economic Growth*, North Holland, Amsterdam, p. 866-934.
- MINSKY H. P. [1977], « The financial instability hypothesis : an interpretation of Keynes and an alternative to "standard" theory », *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, n° 1, p. 5-16.
- OCDE [2015], *In It Together. Why Less Inequality Benefits All*, mai.
- PERUGINI C., HOLSCHER J. et COLLIE S. [2015], « Inequality, credit and financial crises », *Cambridge Journal of Economics*, à paraître.
- PHILIPPON T. et RESHEF A. [2012], « Wages and human capital in the U.S. finance industry : 1909-2006 », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, n° 4.
- PIKETTY T. [2013], *Le Capital au xx^e siècle*, Seuil, Paris.
- RAJAN R. G. [2010], *Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, Princeton.
- SCHULARICK M. et TAYLOR A. M. [2012], « Credit booms gone bust : monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008 », *American Economic Review*, vol. 102, n° 2, p. 1029-1061.
- STIGLITZ J. E. [2012], *Le Prix de l'inégalité*, Les Liens qui libèrent, Paris.
- TRESSEL T. [2008], « A new database of financial reforms », *Document de travail du FMI*, n° 8/266.
- TRIDICO P. [2012], « Financial crisis and global imbalances : its labor market origins and the aftermath », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 36, n° 1, p. 17-42.
- VAN TREECK T. [2014], « Did inequality cause the U.S. financial crisis ? », *Journal of Economic Surveys*, vol. 28, n° 3, p. 421-448.
- VEBLÉN T. B. [1899], *The Theory of the Leisure Class. An Economic Study in the Evolution of Institutions*, Macmillan, New York/Londres.