

## Déséquilibres courants : le rôle complexe des inégalités de revenus

Océane Blomme & Jérôme Héricourt\*

Ces dernières décennies ont été marquées par un accroissement des inégalités de revenus dans un grand nombre de pays, tandis que les déséquilibres extérieurs s'installaient comme une thématique récurrente du débat public. Il est tentant d'établir un lien de cause à effet des inégalités sur les déséquilibres extérieurs, mais les données révèlent l'absence d'une relation univoque. À la suite d'un accroissement des inégalités, le solde courant a, en moyenne, tendance à s'améliorer pour les pays émergents et à se détériorer pour les pays avancés. Mais c'est le niveau de réglementation du crédit qui semble jouer un rôle déterminant : une hausse des inégalités accroît les soldes courants dans les pays plus réglementés et les diminue dans les pays très déréglementés.

Les déséquilibres globaux ont été au cœur des débats de politique économique dans les années 1990 et 2000, avant que la crise financière de 2008-2009, puis celle des dettes souveraines dans la zone euro, ne viennent réduire leur ampleur. Pour autant, le sujet n'a jamais totalement quitté le devant de la scène : la dynamique symétrique entre déficits américains et excédents européens et chinois a ainsi été régulièrement brandie par l'administration Trump pour justifier le recours à la protection commerciale ou pour inciter à une relocalisation de la production sur le territoire américain. Côté européen, les excédents allemands, massifs depuis le milieu des années 2000, sont depuis longtemps au centre des débats sur les déséquilibres menaçant le fonctionnement de la zone euro.

Ces déséquilibres extérieurs se sont largement développés à la fin du XX<sup>e</sup> siècle et au début du XXI<sup>e</sup> siècle, en même temps que les inégalités internes (c'est-à-dire propres à chaque pays) de revenus s'accroissaient dans des proportions inédites depuis les années 1930. La possibilité d'un lien de cause à effet entre cette inégalité croissante dans la distribution des revenus et les déséquilibres extérieurs a alors commencé à être évoquée. Mais si ce lien existe, davantage d'inégalités aboutissent-elles à une amélioration ou à une détérioration de l'équilibre extérieur ? Sous quelles conditions ?

### ■ Soldes courants et inégalités : une relation ambivalente

La question de l'équilibre extérieur d'une économie est ordinairement appréhendée au travers de son solde courant. Ce dernier comprend

la balance commerciale des biens et services avec le reste du monde, ainsi que la balance des revenus primaires (les revenus des facteurs de production, c'est-à-dire les salaires, les revenus des investissements...) et celle des revenus secondaires (les dons, l'aide au développement...).

Au niveau mondial, les déficits des uns correspondent nécessairement aux excédents des autres. Le graphique 1 reflète le caractère symétrique des dynamiques des premiers et des seconds – certes imparfaitement, car il est construit à partir des seuls 52 pays appartenant à la base de données de Blomme et Héricourt (2023). S'accroissant tout d'abord à compter de la seconde moitié des années 1990 jusqu'en 2007, les soldes courants se réduisent à la suite de la correction imposée par la crise financière puis de celle des dettes souveraines dans la zone euro (graphique 1). Cette tendance à la décroissance s'interrompt en 2013-2014, et laisse place à une relative stabilisation à partir de 2015. Par ailleurs, des recompositions s'opèrent parmi les pays excédentaires dans les années 2010 : alors que l'excédent courant chinois est divisé par trois en part du PIB mondial par rapport à son pic de 2008, l'excédent allemand se stabilise à un niveau remarquablement élevé.

La progression parallèle des inégalités pose ici question. Plusieurs études<sup>1</sup> ont en effet souligné le rôle des inégalités de revenus dans la création des bulles de crédit à la source des crises financières. La question de l'impact des inégalités de revenus sur les soldes extérieurs s'est alors imposée naturellement<sup>2</sup>. En effet, une identité comptable fondamentale en macroéconomie égalise l'écart entre épargne totale et investissements domestiques (l'équilibre interne ou épargne nette) à la balance courante (l'équilibre externe). Or, les inégalités de revenus ne sont pas sans lien avec les comportements d'épargne et d'endettement des ménages, qui vont

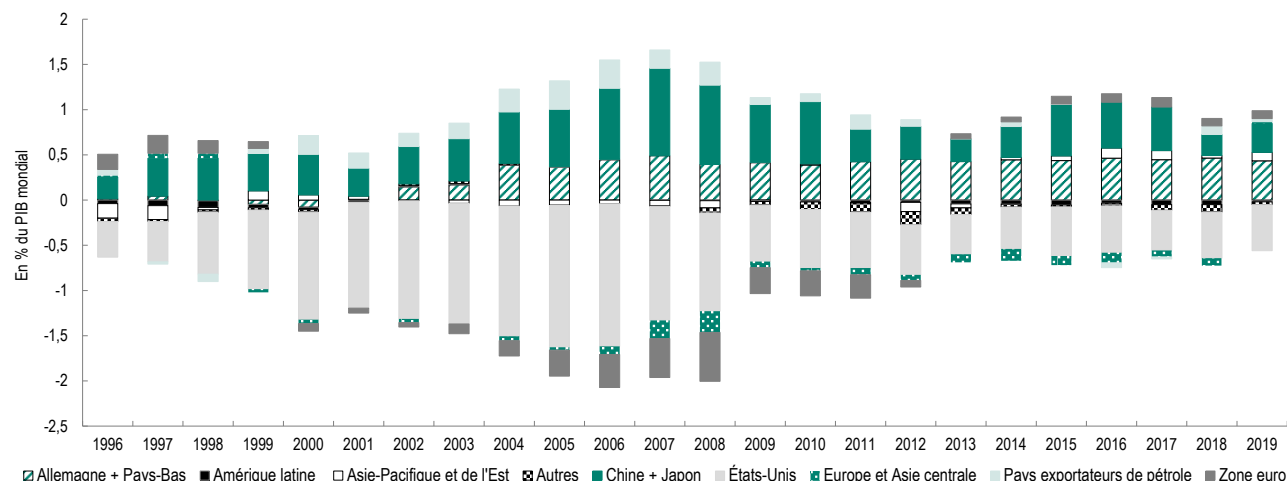
\* Océane Blomme est doctorante à l'université de Lille. Jérôme Héricourt est conseiller scientifique au CEPII et professeur à l'université d'Evry/université Paris-Saclay.

1. Rajan, R. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures still Threaten the World Economy*. Princeton University Press, Princeton ; Kumhof, M., Rancière, R. & Winant, P. (2015). Inequality, Leverage and Crises: The Case of Endogenous Default. *American Economic Review*, vol. 105(3), p. 1217-1245 ; Bazillier, R., Héricourt, J. & Ligonnière, S. (2021). Structure of Income Inequality and Household Leverage: Cross-Country Causal Evidence. *European Economic Review*, vol. 132, 103629.

2. Behringer, J. & Van Treeck, T. (2018). Income Distribution and the Current Account. *Journal of International Economics*, vol. 114, p. 238-254 ; Kumhof, M., Rancière, R., Özsögüt, E. & Winant, P. (2019). Income Inequality and The Current Account. Mimeo.

Graphique 1 – Des déséquilibres courants persistants, tant du côté des excédents que des déficits

Soldes courants



Note : Sont reportés les soldes courants des 52 pays qui composent l'échantillon retenu par Blomme & Héricourt (2023). Les pays exportateurs de pétrole comprennent ici l'Australie, le Canada, la Norvège et la Russie. La zone euro exclut l'Allemagne et les Pays-Bas, regroupés par ailleurs. De même, l'Asie-Pacifique et de l'Est exclut la Chine.

Source : Banque mondiale, World Development Indicators.

précisément déterminer l'épargne interne totale. Un fait désormais bien établi dans l'analyse économique renvoie à la propension à épargner plus élevée des ménages les plus riches. Sur le plan théorique, on pense notamment à « loi psychologique fondamentale » établie par Keynes en 1936<sup>3</sup>, ou bien à la préférence pour la richesse mise en avant dans des analyses plus récentes afin de rendre compte du souhait d'accumulation d'épargne des plus riches<sup>4</sup>. Cette dernière est par ailleurs solidement démontrée sur le plan empirique<sup>5</sup>. À la suite d'une augmentation des inégalités caractérisée par une baisse permanente de la part dans le revenu total du revenu des classes pauvres et moyennes au profit d'un accroissement de celle des plus riches, ces derniers vont épargner une part substantielle de leur revenu supplémentaire. Cependant, cette hausse de l'épargne des ménages les plus riches n'aboutira pas nécessairement à une élévation correspondante de l'épargne totale, et partant de l'épargne nette (l'épargne totale moins l'investissement) et donc du solde courant. Tout va dépendre de la stratégie de développement mise en place sur le plan macroéconomique, et notamment du rôle assigné à la demande. À cet égard, deux stratégies bien distinctes peuvent être identifiées.

La première, axée sur le soutien à la demande interne, requiert un accès facilité des agents économiques à l'emprunt. Dans ce modèle de croissance, le système financier est encouragé à recycler le surcroît d'épargne des plus riches sous forme de crédits (voir par exemple Shleifer & Vishny, 2010<sup>6</sup>, à propos de la titrisation). Cette stratégie de solvabilisation de la demande interne par le crédit aboutit à un endettement croissant des ménages modestes et moyens. Aussi, ce dernier va-t-il amoindrir la hausse de l'épargne nette créée par l'épargne supplémentaire des ménages riches. Et si l'épargne des ménages riches domestique devait ne pas suffire à couvrir les besoins d'endettement des ménages plus

pauvres, l'importation d'épargne étrangère afin de financer ces derniers est possible. Le résultat est une diminution du solde courant.

La seconde stratégie de croissance, axée sur les exportations, ne va pas viser à soutenir la demande interne et le système financier ne sera pas spécifiquement orienté à cet effet, notamment parce qu'il est peu développé et/ou fortement régulé (Kumhof *et al.*, 2019). La capacité d'emprunt des plus pauvres sera dès lors limitée, et donc insuffisante pour absorber l'intégralité de l'épargne supplémentaire des ménages riches. L'épargne nette et, par voie de conséquence, le solde courant s'accroîtront donc.

Il apparaît donc que la relation entre soldes courants et inégalités de revenus n'a pas a priori de tendance claire (graphique 2). Cette dernière va dépendre crucialement de la stratégie de croissance retenue par chaque pays, qui peut d'ailleurs évoluer au fil du temps. Ainsi, les inégalités se sont fortement accrues au Royaume-Uni et aux États-Unis, pays financiarisés ayant assis une part significative de leur croissance sur l'endettement des ménages, et qui connaissent des déficits courants chroniques ces trois dernières décennies. Les inégalités ont également progressé de façon significative en Allemagne, alors même que le pays connaît, après une décennie 1990 marquée par un déficit récurrent, un excédent courant substantiel à partir du début des années 2000. Ce dernier apparaît et se consolide en même temps que sont mises en place des politiques axées sur la flexibilisation du marché du travail et la compression de la demande interne. La Chine a également vu ses inégalités fortement progresser et, avec elles, son excédent courant, lorsque sa stratégie de développement était principalement fondée sur la croissance d'un secteur manufacturier produisant à destination des marchés étrangers. Sans disparaître, cet excédent courant s'est réduit significativement après la crise financière de 2008, lorsque la stratégie

3. Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Harcourt, Brace & World, New York. Voir notamment p. 96.

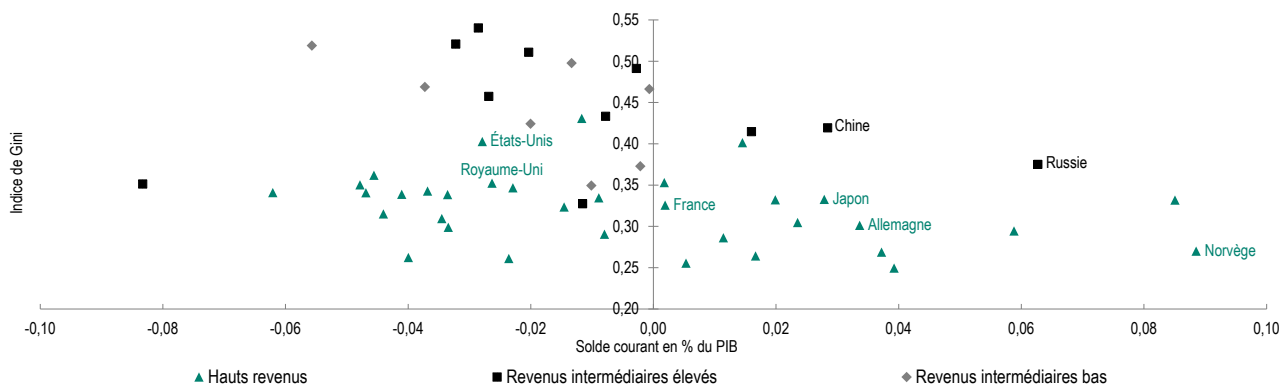
4. Voir par exemple Carroll, C. (2000). Why do the rich save so much? In Slemrod, J.B. (Ed.), *Does Atlas Shrug? The Economic Consequences of Taxing the Rich*. Cambridge, Harvard University Press.

5. Dynan, K.E., Skinner, J. & Zeldes, S. (2004). Do the Rich Save More? *Journal of Political Economy*, vol. 112(2), p. 397-444.

6. Shleifer A. & Vishny, R.W. (2010). Unstable Banking. *Journal of Financial Economics*, vol. 97(3), p. 306-318.

## Graphique 2 – Inégalités et équilibre externe, une absence de relation évidente

Inégalités et soldes courants, moyennes sur la période 1990-2019



Note : Sont ici présentés les 52 pays de l'échantillon retenu dans Blomme & Héricourt (2023).

Sources : Banque mondiale, World Development Indicators pour le solde courant et United Nations University, World Institute for Development Research, World Income Inequality Database pour l'indice de Gini.

de développement a commencé à se recentrer sur la demande interne, au moyen notamment d'une libéralisation du secteur financier et du compte financier.

### ■ Une relation dépendante du niveau de développement économique...

Afin d'évaluer la validité empirique de ces intuitions théoriques, l'effet sur le solde courant d'un accroissement des inégalités de revenus (mesurées par soit l'indice de Gini, soit la part des revenus élevés dans le revenu total, ou le ratio entre cette dernière et la part revenant aux classes moyennes ou populaires<sup>7</sup>) est estimé, pour un échantillon de 52 pays développés et en développement sur la période 1990-2019<sup>8</sup>, en prenant en compte les sources potentielles de non-linéarité qui influencent la relation inégalités-balance courante.

Les développements précédents ont souligné le caractère déterminant du secteur financier pour expliquer qu'un accroissement des inégalités puisse avoir pour effet soit une dégradation, soit une amélioration du solde courant. Le niveau de développement économique global constitue une première approche légitime, car il englobe certains aspects du développement du secteur financier, et en particulier la dimension quantitative : l'accès au crédit se fait plus aisé à mesure que le niveau de développement augmente. À cet égard, on notera que des recherches précédentes<sup>9</sup> ont établi une relation négative entre soldes courants et inégalités sur des échantillons constitués exclusivement de pays développés.

Lorsque l'échantillon est restreint à une vingtaine de pays développés, un accroissement des inégalités de revenus entraîne effectivement une dégradation de la balance courante rapportée au PIB de 0,5 à 0,9 point de pourcentage. En revanche, lorsque l'analyse porte sur l'ensemble des 52 pays, c'est-à-dire lorsque l'échantillon est élargi aux pays émergents

et en développement, l'impact est statistiquement indiscernable de zéro. C'est qu'en réalité la relation entre inégalités et soldes courants dépend du niveau de développement : l'impact est positif pour les pays les moins développés<sup>10</sup>, et ne devient négatif qu'au-delà d'un seuil de PIB par habitant égal à 12 500 dollars (exprimé en parité de pouvoir d'achat de 2017) lorsque les inégalités sont représentées par l'indice de Gini.

### ■ ... en fait en bonne partie conditionnée par la dynamique de la sphère financière

Pourtant, si le niveau de développement peut fournir une explication de l'excédent courant chinois en regard des déficits britanniques et américains, il n'en est pas de même pour l'Allemagne, économie avancée affichant l'excédent courant le plus massif en part de sa richesse nationale depuis quasiment une décennie. La réponse à cette énigme se trouve-t-elle du côté de la dynamique de la sphère financière ?

Le niveau de développement global ne recouvre en effet que partiellement le développement du secteur financier. Ainsi, nos résultats soulignent que l'impact négatif des inégalités de revenus sur la balance courante s'accroît en proportion de l'expansion de la sphère financière. C'est notamment vrai lorsque l'indicateur utilisé pour appréhender cette dernière représente la quantité de crédit disponible pour le secteur privé rapportée au PIB : au niveau de sa médiane (107 % du PIB) sur l'échantillon, le solde courant diminue de 2,1 points de PIB à la suite d'une fluctuation moyenne de l'indice de Gini (égale à environ 0,08 sur une échelle de 0 à 1). Pour autant, les pays dans lesquels la part du crédit au secteur privé rapportée au PIB est très faible continuent de présenter un impact négatif des inégalités de revenus sur leur solde courant. Aussi, cette variable ne peut pas rendre compte des situations spécifiques dans lesquelles un accroissement des inégalités induit une amélioration du solde courant, telles celle de

7. Ne sont présentés dans cette *Lettre* que les résultats avec l'indice de Gini. Pour ceux avec les autres indicateurs d'inégalités, voir Blomme & Héricourt (2023).

8. Blomme, O. & Héricourt, J. (2023). *Inequality, Current Account Imbalances and Middle Incomes*. Document de travail du CEPII, n° 2023-11.

9. Behringer, J. & Van Treeck, T. (2018). *op. cit.* ; Ascione & Schnitzer (2022). *Cambridge Journal of Economics*, vol. 46(1), p. 133-165.

10. Treize pays (Chine, Colombie, Équateur, Égypte, Guatemala, Honduras, Inde, Indonésie, Maroc, Moldavie, Philippines, Sri Lanka et Thaïlande) affichent un PIB par habitant inférieur (en moyenne entre 1990 et 2019) à ce seuil de 12 500 dollars. Avec une moyenne d'un peu plus de 7 500 dollars sur la période, la Chine elle-même ne franchit ce seuil qu'en 2015.

l'Allemagne après 2002 ou de la Chine, au moins jusqu'en 2011-2012. Rappelons qu'après cette date, l'excédent chinois a tendance à se réduire significativement, en même temps que le crédit se développe de façon rapide : le ratio crédit privé sur PIB augmente ainsi de 106 % du PIB en 2008 à 189 % en 2019.

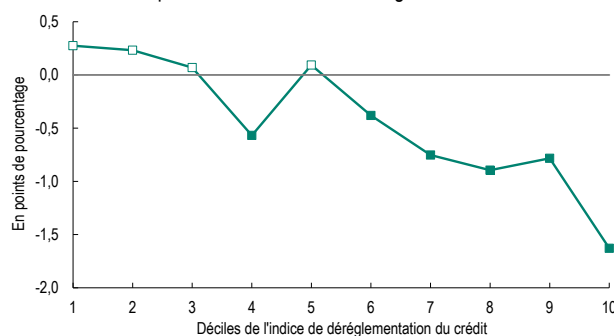
Une situation plus complexe apparaît lorsque l'on mesure la dynamique du secteur financier par un indicateur de dérèglementation du crédit à l'instar de celui, couramment utilisé, du Fraser Institute. Compris entre 0 (très réglementé) et 10 (niveau maximal de dérèglementation), cet indicateur est bâti à partir d'informations concernant la part des dépôts bancaires détenus par les banques privées, l'existence de contrôles des taux d'intérêt et de taux d'intérêt négatifs, ainsi que le ratio des emprunts publics sur le crédit privé. Le graphique 3 souligne alors l'hétérogénéité de la relation entre inégalités et soldes courants en fonction de la position de chacun des pays dans la distribution de l'indice de dérèglementation du crédit, divisée en déciles<sup>11</sup>. Pour les observations<sup>12</sup> des deux premiers déciles (indicateur compris entre 0 et 7,7), un accroissement d'un écart-type de l'indice de Gini conduit en moyenne à une amélioration du solde courant de 0,2 à 0,3 point de PIB. Avec un indicateur de dérèglementation s'établissant en moyenne à 6,7 sur la période, la Chine voit donc son solde courant s'accroître de 0,3 point de PIB à la suite d'une hausse de ses inégalités. Les États-Unis, en revanche, avec un indicateur à 9,1 en moyenne sur la période (6<sup>e</sup> décile), voient le leur se détériorer de 0,4 point de PIB. Mais de 2000 à 2007, le pays affiche des indicateurs de dérèglementation nettement plus élevés, en moyenne à 9,5 et certaines années proches de 10, correspondant à une détérioration du solde courant comprise entre 0,8 et 1,6 point de PIB.

Entre les deux situations extrêmes de la Chine et des États-Unis, l'Allemagne se trouve clairement en position intermédiaire. Avec un indicateur moyen de dérèglementation du crédit s'établissant à 8,1 sur la période, l'Allemagne se positionne plus précisément entre le 2<sup>e</sup> et le 3<sup>e</sup> décile, avec un accroissement des inégalités induisant une amélioration du solde courant autour de 0,1 point de PIB<sup>13</sup>. Aussi,

si le mécanisme présenté précédemment semble expliquer une part significative des dynamiques des soldes courants américains et chinois, et plus généralement des pays situés aux extrémités de la distribution en matière de développement économique et de dérèglementation du crédit, il explique probablement une part plus modeste du solde courant allemand.

### Graphique 3 – Solde courant et dérèglementation du crédit, une relation hétérogène

Effet sur le solde courant rapporté au PIB d'une variation d'un écart-type de l'indice de Gini par décile de l'indice de dérèglementation du crédit



Note de lecture : Pour les 10 % des pays affichant l'indicateur de dérèglementation du crédit le moins élevé (inférieur à 6,96), une hausse des inégalités d'un écart-type conduit à une amélioration du solde courant rapporté au PIB de 0,3 point de pourcentage. Pour les 10 % des pays affichant l'indicateur le plus élevé (égal à 10), une hausse des inégalités d'un écart-type conduit à une détérioration du solde courant rapporté au PIB de 1,6 point de pourcentage.

Note : Seuls les carrés pleins représentent un effet statistiquement significatif à 5 ou 10 %.  
Source : Blomme & Héricourt (2023).

Finalement, ces résultats, qui perdurent que l'on intègre ou pas les années postérieures à la crise financière de 2007-2008, ont des implications pour la gestion par les pouvoirs publics des déséquilibres mondiaux. En particulier, les politiques visant à contenir les inégalités de revenus pourraient contribuer à réduire les déséquilibres courants, notamment dans les pays financièrement développés et dérèglementés.

11. Du fait de la variabilité limitée de l'indicateur de dérèglementation du crédit dans les premiers déciles, les coefficients estimés pour ces derniers ne sont pas significatifs à 5 %. Toutefois, l'estimation sur l'ensemble de l'échantillon de l'interaction entre dérèglementation du crédit et inégalités est bien significatif à 1 % avec un coefficient positif sur la variable d'inégalités et négatif sur l'interaction, montrant ainsi une relation positive entre inégalités et solde courant pour des valeurs de l'indicateur de dérèglementation inférieures à un seuil compris entre 7,5 et 8,3, et négative au-delà.

12. Il s'agit essentiellement de l'Argentine, la Chine, l'Égypte, l'Inde, le Portugal, le Sri Lanka, la Turquie et l'Uruguay – ces pays sont en-dessous de la valeur seuil de 7,7 pour la quasi-totalité des années de la période. Sont également concernés, mais pour quelques années seulement, l'Allemagne, la Grèce, l'Indonésie, l'Irlande, Israël, le Japon, la Lituanie, le Maroc et la Russie.

13. Lorsque d'autres mesures d'inégalités que le Gini sont utilisées, l'effet peut atteindre 0,2 point de PIB.

## La Lettre du



© CEPII, PARIS, 2024

Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales  
20, avenue de Ségur  
TSA 10726  
75334 Paris Cedex 07

contact@cepii.fr  
www.cepii.fr – @CEPII\_Paris  
Contact presse : presse@cepii.fr

Le CEPII (Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales) est le principal centre français d'étude et de recherche en économie internationale. Les analyses et études du Centre contribuent au débat public et à la formulation des politiques économiques en matière de politique commerciale, compétitivité, macroéconomie, finance internationale et croissance.

RÉDACTEURS EN CHEF :  
ISABELLE BENSIDOUN  
ANTOINE VATAN

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :  
ANTOINE BOUËT

RESPONSABLE DES PUBLICATIONS :  
ISABELLE BENSIDOUN

RÉALISATION :  
LAURE BOIVIN

ISSN 2493-3813

Janvier 2024

Pour s'inscrire à  
La Newsletter du CEPII :  
[www.cepii.fr/Resterinforme](http://www.cepii.fr/Resterinforme)

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

RECHERCHE ET EXPERTISE  
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

