

Baisse des taux d'intérêt et effets sur les inégalités entre ménages depuis 2012

Hamza Bennani, Étienne Fize et Hélène Paris⁽¹⁾

La crise sanitaire du Covid-19 réaffirme l'importance du rôle de la BCE dans sa contribution à la stabilité financière et économique de la zone euro. Cette dernière a injecté 750 milliards d'euros dans le cadre du Programme d'achat d'urgence (PEPP) en mars 2020, ce qui a permis de réduire les *spreads* de taux d'intérêt des pays membres de la zone euro et de préserver la stabilité financière. La crise sanitaire remet aussi au cœur du débat la question des inégalités à la fois à l'intérieur des pays mais aussi entre pays de la zone euro. Le lien entre les deux phénomènes – injection massive de liquidités par rachat des dettes de la part de la BCE et montée des inégalités – a déjà été débattu après la crise de 2008 avec la question de l'effet des politiques monétaires, en particulier non conventionnelles, sur les inégalités entre ménages. Ce débat a été particulièrement vif en Allemagne, où sont critiquées les mesures de la BCE, qui conduisent à des taux d'intérêt très bas voire négatifs et auraient par là pour effet de « spolier » les épargnants, de créer des entreprises « zombies » ou encore de déstabiliser le système bancaire et créer des bulles financières. En France, et plutôt à l'autre bout de l'échiquier politique, le débat est moins fort mais il monte avec les propositions de monnaie hélicoptère (avec transferts directs de la BCE aux ménages) qui donnerait à la politique monétaire un objectif de réduction des inégalités (voir, par exemple, Couppey-Soubeyran *et al.*, 2020 et Martin *et al.* 2021).

Ces débats sont légitimes car la politique monétaire – quel que soit l'instrument utilisé – a un impact sur la distribution des revenus qui ne peut être ignoré.

L'objet de ce *Focus* est de donner un éclairage sur l'impact redistributif de la baisse des taux d'intérêt entre les ménages en termes de revenus et de patrimoine, en rappelant les résultats de la recherche économique sur le sujet, puis en présentant quelques statistiques descriptives propres à la France.

1. Quel impact de la politique monétaire sur les inégalités ?

1.1. Les effets directs et indirects de la politique monétaire

Quels sont les canaux par lesquels la politique monétaire est susceptible d'avoir des effets redistributifs entre ménages ? Ces derniers peuvent être distingués entre effets directs et indirects.

L'**effet direct** peut être défini comme la conséquence immédiate de la politique monétaire sur la distribution des revenus et des richesses entre ménages. Une baisse des taux d'intérêt entraîne une réduction des paiements d'intérêt pour les ménages ayant contracté des emprunts à taux variable, pour ceux qui contractent de nouveaux prêts à taux fixe, ainsi que ceux qui parviennent à renégocier les termes financiers de leurs emprunts immobiliers. Du côté des épargnants en revanche, la baisse des taux d'intérêt se traduit par une diminution de leurs revenus financiers. En partant du principe que les emprunteurs sont généralement plus jeunes et les épargnants plus âgés, ou encore que les ménages dans les premiers déciles de revenus ne disposent que d'un patrimoine financier modeste, la baisse des taux opérerait un transfert entre générations au bénéfice des plus jeunes, toutes choses égales par ailleurs, et affecterait surtout les ménages plus riches avec un patrimoine financier nettement plus important.

La politique monétaire est aussi à l'origine d'**effets indirects** : ils sont d'ordre macroéconomique et financier. Le canal macroéconomique découle des effets d'équilibre général de la politique monétaire sur la production, l'emploi et les revenus. En réduisant les coûts de financement, une baisse du taux d'intérêt soutient l'activité en stimulant la consommation de biens durables, la demande globale et l'investissement productif. Elle encourage les entreprises à augmenter leur production, avec un impact positif sur l'emploi et les salaires. Cela profite surtout aux ménages des premiers déciles et aux classes moyennes dont les salaires sont la principale source de revenu. Les ménages plus aisés sont moins touchés dans cette dimension car leur revenu total est moins sensible aux variations de l'emploi et des salaires.

Le canal financier peut également avoir un impact redistributif. D'une part, la hausse des prix des actifs due à l'assouplissement monétaire accroît la valeur nette des entreprises émettant des capitaux propres ou détenant des actions et réduit les coûts de financement du capital, ce qui encourage les entreprises à investir. Cela stimule l'économie et réduit les disparités de revenus si les entreprises augmentent l'emploi et les salaires dans tous les secteurs. D'autre part, la hausse du prix des actifs, et tout particulièrement des actifs risqués (immobilier et actions) bénéficie avant tout aux ménages les plus aisés, qui sont ceux qui détiennent la plus grande partie du patrimoine, ce qui va plutôt dans le sens d'un accroissement des inégalités.

En résumé, l'expansion monétaire peut contribuer directement et indirectement à réduire les inégalités de revenus. Mais elle peut également contribuer à accroître les inégalités de patrimoine via la revalorisation des actifs et des gains en capital très concentrés bénéficiant aux plus riches.

1.2. Les travaux empiriques

L'hétérogénéité entre ménages en termes de patrimoine, de structure de portefeuille, de revenus reçus et versés, et d'endettement implique que l'effet net de la baisse des taux sur les inégalités entre ménages est à la fois ambigu et complexe. Il n'est d'ailleurs pas aisé de construire une situation contrefactuelle, hors expansion monétaire, pour isoler correctement les effets de la politique monétaire de la BCE.

Les travaux empiriques récents concluent cependant que la contribution nette des politiques monétaires non conventionnelles menées par la BCE est une réduction des inégalités principalement grâce aux effets indirects de stimulation de l'emploi et des salaires des ménages les plus modestes. Ampudia *et al.* (2018) montrent que dans la zone euro ces effets indirects sont quantitativement plus importants que les effets via les flux financiers et les prix des actifs. De manière complémentaire, Lenza et Slacalek (2018) montrent, en étudiant les quatre plus grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) que les mesures prises par la BCE dans le cadre de son programme d'achats de titres ont globalement entraîné une réduction des inégalités de revenus en faisant baisser plus fortement le taux de chômage des ménages situés dans le

bas de la distribution des revenus. En ce qui concerne plus particulièrement la France, Slacalek *et al.* (2020) mettent en avant l'importance des effets indirects de la politique monétaire via les revenus du travail et trouvent un effet de richesse immobilière négligeable, contrairement à d'autres pays comme l'Espagne ou l'Italie où les prêts immobiliers à taux variable sont plus fréquents.

Dans une méta-analyse des travaux ayant étudié l'impact des assouplissements quantitatifs monétaires, Colciago *et al.* (2019) pointent des résultats variables suivant les contextes : selon des études américaines et japonaises, les mesures non conventionnelles auraient aggravé les inégalités de revenus et de richesse, tandis que les études de la zone euro ont montré le contraire. Ces impacts différents pourraient dépendre de l'environnement macroéconomique dans lequel ces mesures s'appliquent : par exemple, une économie à faible taux de chômage au départ ne verra pas de forte impulsion bénéficiant aux ménages à faible revenu. Cela dépend également de la structure et de la répartition du patrimoine des ménages : une augmentation des prix des actions contribuera d'autant plus à l'augmentation des inégalités que la répartition des actifs financiers est initialement plus concentrée. Plus récemment et à partir de données administratives sur les revenus en Suède, Amberg *et al.* (2021) montrent que, si un assouplissement de la politique monétaire affecte sensiblement les revenus dans l'ensemble de la distribution des revenus, il le fait relativement plus dans les queues de distribution : ils trouvent que les effets dans le premier décile sont principalement dus aux changements dans le revenu du travail, tandis que les effets dans le dernier décile, et plus encore le dernier centile sont principalement dus aux revenus du capital.

En concentrant l'analyse sur les revenus financiers et sur les prix des actifs dans la zone euro, Tzamourani (2021) trouve que les variations de revenus net d'intérêt suite à un choc de politique monétaire sont de moindre ampleur que les gains/pertes en capital découlant de l'augmentation/diminution du prix des actifs. Ceux-ci sont en outre répartis différemment au sein de la population. C'est en particulier le cas des actions dont la détention est très concentrée dans le haut de la distribution et dont la variation des prix excède largement – en valeur absolue – la variation des revenus nets financiers. Notons enfin que ces travaux étudient en général l'exposition des ménages à la hausse des taux d'intérêt (et non pas à la baisse) : dans ce cas, les ménages endettés avec un prêt à taux fixe (la plupart des prêts immobiliers en France) n'étaient pas exposés à des charges d'intérêt supplémentaires, au contraire de ceux ayant contracté un emprunt à taux variable. La situation n'est pas tout à fait symétrique dans le scénario d'une baisse du taux d'intérêt dans la mesure où les ménages parviennent à renégocier les emprunts pour obtenir des conditions financières plus avantageuses

2. Évolution des revenus financiers des ménages par décile de niveau de vie

2.1. Structure des revenus et répartition du patrimoine financier

Comme indiqué précédemment (*cf.* section 1.1), la baisse des taux d'intérêt affecte les revenus financiers des ménages *via* l'effet direct : selon l'INSEE (2019), la baisse du taux apparent sur les revenus financiers aurait été entre 2012 et 2017 de l'ordre de 100 points de base et de près de 150 points de base pour les intérêts versés par les ménages. Les données de l'enquête patrimoine de l'INSEE de 2015 fournissent une indication du type de ménage le plus susceptible d'être affecté par cette baisse des taux d'intérêt. Selon cette enquête, le top-10 % des ménages (dernier décile de niveau de vie) détient la majeure partie (69,3 %) du patrimoine financier (tableau 1). Ces derniers sont donc *a priori* les plus affectés par la baisse des taux d'intérêt *via* une diminution du rendement de leur patrimoine. La composition du revenu disponible selon le décile de niveau de vie confirme ce constat : alors que les revenus du patrimoine ne représentent que 3 à 4 % du revenu disponible des premiers déciles, ils représentent une composante importante des ménages les plus aisés (près du quart de leur revenu disponible pour le dernier décile). Inversement, l'endettement, tout comme le patrimoine non financier sont nettement moins concentrés au sein des ménages.

Tableau 1. Répartition du patrimoine et part des revenus du patrimoine dans le revenu disponible selon le décile de niveau de vie (2015)

	Répartition patrimoine financier (en %)	Répartition patrimoine non financier (en %)	Répartition endettement (en %)	Part des revenus (bruts) du patrimoine dans le revenu disponible (moyenne en % du RDB)
Déciles 1 à 4	8,4	18	19,2	3,4
Déciles 5 à 8	14,6	32,3	38,4	5,3
Décile 9	7,7	13,5	15,2	9,1
Décile 10	69,3	36,1	27,2	24,5

Source : INSEE : Enquête patrimoine 2015 et Base de données ERFS.

2.2. Évolution des revenus financiers reçus par les ménages

Pour quantifier les évolutions des revenus financiers, nous exploitons les données de l'Enquête Revenus Fiscaux et Sociaux (ERFS) qui permettent de décrire les différents revenus des ménages selon leur catégorie, en particulier leur niveau de vie. Ces données révèlent une baisse significative des revenus financiers entre 2012 et 2018 pour l'ensemble des ménages⁽²⁾. L'ampleur de la baisse n'est cependant pas uniforme selon les déciles de niveaux de vie, celle-ci étant nettement plus importante pour les ménages les plus riches (tableau 2). Pour ces derniers, les revenus financiers annuels étaient de l'ordre de 12 200 euros en moyenne en 2012 et de 7 900 euros en 2018, soit un recul de 35 % en 6 ans. Les différences d'impact sur le revenu disponible selon les déciles de niveau de vie sont de ce fait encore plus importantes avec un effet maximum pour le dernier décile : d'une part, parce que la composante des revenus financiers est nettement plus élevée et, d'autre part, parce que la baisse apparente des revenus financiers est beaucoup plus forte.

Tableau 2. Variation des revenus financiers (RF) sur la période 2012-2018

	Variation RF (en euros)	Évolution RF (en %)	Variation RF rapportée au RdB ^(*) (en %)	Évolution RdB (en %)
Moyenne Déciles 1 à 4	- 19	- 5,0	- 0,1	5,1
Moyenne Déciles 5 à 8	- 293	- 23,8	- 0,8	4,6
Décile 9	- 786	- 27,7	- 1,5	2,5
Décile 10	- 4 309	- 35,4	- 4,7	2,6

Note : (*) La variation des revenus financiers rapportée au Revenu disponible brut (RdB) peut s'interpréter comme la contribution des revenus financiers à la croissance du RdB pour chaque groupe de décile.

Sources : INSEE : Base de données ERFS et calculs auteurs.

Comment peut-on expliquer de telles différences entre les ménages dans les évolutions des revenus financiers ? Il semble utile de rappeler que ces évolutions peuvent résulter de plusieurs facteurs qui en compliquent l'interprétation :

- mouvements inter-déciles des ménages au cours du temps ;

(2) Nous retenons ici l'ensemble des revenus financiers potentiellement soumis aux variations des taux d'intérêt tels qu'ils sont identifiés dans ERFS : comptes et livrets d'épargne, produits d'assurance-vie. Cela n'inclut pas les dividendes (qui sont l'essentiel de la catégorie « autres » des revenus financiers dans ERFS pour deux raisons majeures :

- les dividendes sont moins directement exposés à la variation des taux d'intérêt ;
- les changements de fiscalité sur les dividendes à deux reprises (en 2013 fin de l'option du prélèvement libératoire forfaitaire, puis en 2018 mise en place du PFU) ont eu des effets majeurs sur le comportement de distribution des dividendes comme l'a montré l'IPP dans son étude, cf. Bach *et al.* (2019). Cette série est donc affectée sur la période par ce phénomène qui est étranger à la baisse des taux d'intérêt.

- structures de portefeuilles d’actifs différentes selon les déciles, diversement affectés par les baisses respectives de leurs rendements ;
- variations d’encours des ménages : modifications dans la structure de leurs portefeuilles financiers, accroissement ou au contraire diminution de leur patrimoine financier.

2.3. Évolutions pour les produits d’assurance-vie et les actifs peu risqués (comptes et livrets d’épargne)

Afin d’y voir plus clair, nous étudions plus en détail les évolutions de revenus par grandes catégories d’actifs : les produits d’assurance-vie d’une part et les actifs peu risqués d’autre part (livrets et comptes épargne). Les revenus issus des produits d’assurance-vie constituent une très grande part des revenus financiers pour les ménages appartenant au top-10 %, celle-ci ayant même légèrement augmenté entre 2012 et 2018 en passant de 85 à 90 %, tandis que les revenus issus des actifs peu risqués ont connu une baisse symétrique. Les autres déciles présentent un profil différent avec une part de l’assurance-vie dans les revenus financiers qui a significativement augmenté entre 2012 et 2018, en passant d’environ 50-60 % à près de 65-80 %. Cette augmentation s’est opérée au détriment des actifs peu risqués, qui ont diminué dans la même période.

2.3.1. Les produits d’assurance-vie

La base de données ERFS suggère une baisse considérable des revenus issus des assurances-vie, en particulier pour le top-10 % des ménages les plus riches, de 3 415 euros entre 2012 et 2018, soit un recul de 33 %. Cette baisse est moins marquée pour le décile qui le précède (décile 9), avec une perte de 240 euros (soit – 12 %). En ce qui concerne les autres déciles (déciles 1 à 4 et déciles 5 à 8), on observe au contraire soit une stabilité voire une augmentation des revenus issus des produits d’assurance-vie, et ce malgré la baisse des taux d’intérêt. Rappelons à cet endroit que, selon la Fédération française des assurances (FFA), le rendement moyen des fonds en euros (qui représentait plus des trois quarts de l’assurance-vie en 2018) est passé de 2,9 % en 2012 (3 % en 2011) à 1,8 % en 2018, soit une baisse de 38 %. La baisse des rendements de l’assurance-vie semble donc largement expliquer l’évolution des revenus du dernier décile. Pour les autres déciles, le recul nettement plus modeste voire même la forte augmentation de ces revenus doit principalement s’expliquer par une hausse des placements en assurance-vie pour ces catégories de ménages.

Tableau 3. Variation des revenus issus des assurances-vie (AV) sur la période 2012-2018

	Variation AV (en euros)	Évolution AV (en %)	Variation AV rapportée au RdB ^(*) (en %)	Évolution RdB (en %)
Moyenne Déciles 1 à 4	59	32,0	0,3	5,1
Moyenne Déciles 5 à 8	– 8	– 1,1	0,0	4,6
Décile 9	– 240	– 12,4	– 0,4	2,5
Décile 10	– 3 415	– 32,9	– 3,7	2,6

Note : (*) La variation des revenus financiers rapportée au RdB peut s’interpréter comme la contribution des revenus financiers à la croissance du RdB pour chaque groupe de décile.

Source : INSEE : Base de données ERFS et calculs auteurs.

2.3.2. Les actifs peu risqués

Les revenus issus des actifs peu risqués⁽³⁾ ont également connu une baisse importante sur la période analysée pour toutes les catégories de ménages (tableau 4). Celle-ci semble cohérente avec la baisse des rendements de ces actifs. Si l'on considère par exemple les livrets A ou bleus et les livrets de développement durable et solidaire dont le taux unique réglementé est ajusté périodiquement, celui-ci est passé de 2,25 % en 2012 à 0,75 % en 2018, soit une baisse de 66 %. Le taux du livret d'épargne populaire (LEP, soumis à plafond de revenus) a quant à lui baissé de 55 % tout au long de cette période. Enfin, le taux minimum des plans épargne logement (PEL) est passé de 2,5 % en 2012 à 1,0 % en 2018 soit une baisse de 60 % sur la période. Cependant les nouveaux taux s'appliquent uniquement aux PEL à compter de leur ouverture : les PEL souscrits auparavant conservent le taux défini à la signature du contrat.

La baisse des revenus financiers dans cette catégorie d'actifs est néanmoins un peu moins forte en pourcentage pour les ménages des premiers déciles. Ceci suggère que ces ménages ne se seraient pas détournés des livrets d'épargne. Puisqu'ils ont globalement moins pâti en termes relatifs de la baisse de leurs revenus financiers, il semble probable que ces ménages aient augmenté leur épargne financière (en particulier en produits d'assurance-vie (cf. *supra*), même si le patrimoine financier qu'ils détiennent reste très modeste en comparaison de celui détenu par le dernier décile.

Tableau 4. Variation des revenus issus des actifs peu risqués (LV) sur la période 2012-2018

	Variation LV (en euros)	Évolution LV (en %)	Variation LV rapportée au RdB ^(*) (en %)	Évolution RdB (en %)
Moyenne Déciles 1 à 4	- 78	- 40,0	- 0,4	5,1
Moyenne Déciles 5 à 8	- 285	- 53,3	- 0,8	4,5
Décile 9	- 556	- 56,9	- 1,1	2,5
Décile 10	- 894	- 50,7	- 1,0	2,6

Note : (*) La variation des revenus financiers rapportée au RdB peut s'interpréter comme la contribution des revenus financiers à la croissance du RdB pour chaque groupe de décile.

Sources : INSEE : Base de données ERFS et calculs auteurs.

2.5. Évolution des intérêts versés par les ménages

Les ménages sont susceptibles de bénéficier de la baisse des taux d'intérêt par ailleurs, lorsqu'ils sont débiteurs. C'est le cas pour les ménages qui contractent de nouveaux emprunts et pour ceux qui renégocient leurs prêts immobiliers pour obtenir des conditions financières plus avantageuses. Nous cherchons dans cette section à vérifier si c'est effectivement le cas. Quel que soit leur niveau de richesse, les ménages emprunteurs ont dans l'ensemble bénéficié, entre 2012 et 2019, d'une baisse des taux d'intérêt s'appliquant au premier emprunt pour la résidence principale, avec une variation comprise entre - 140 à - 180 points de base, soit une baisse de 35 à 45 % (tableau 5). On constate de fait durant cette période une baisse significative du taux d'intérêt annuel relatif aux crédits nouveaux à l'habitat des particuliers : selon la Banque de France, il est passé de 3,8 % en 2012 à 1,36 % en 2019. Les renégociations des crédits ont par ailleurs été massives : la part des renégociations dans le total des crédits à l'habitat, qui représentait 6 % en 2012, était de l'ordre de 50 % en 2015 et a atteint un pic début 2017 à plus de 60 % pour refluer ensuite (graphique 1).

(3) Nous définissons comme actifs peu risqués la somme des revenus des livrets exonérés (hors livrets jeune), des livrets jeunes, des plans d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des comptes d'épargne logement.

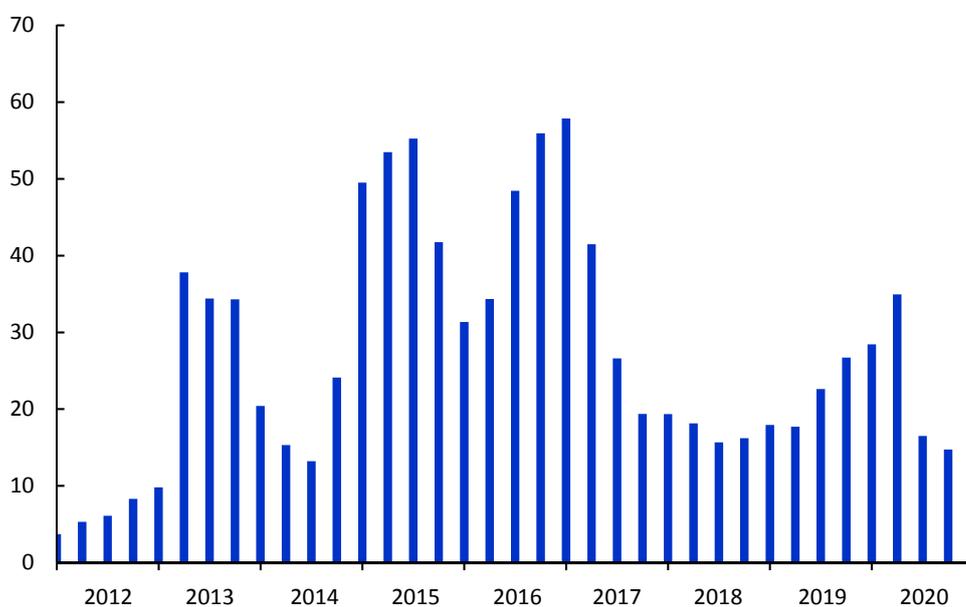
Un calcul sur cas type permet d'avoir un ordre de grandeur de l'impact financier pour un ménage emprunteur : un emprunt de 150 000 euros sur 15 ans donne lieu à des mensualités (hors assurance) de 1 095 euros avec un taux d'intérêt à 3,8 % et de 922 euros avec un taux d'intérêt à 1,36 %, soit un gain annuel pour un ménage emprunteur type de 2 076 euros.

Tableau 5. Évolution du taux d'intérêt moyen s'appliquant au premier emprunt, le seul, pour la résidence principale

	Taux en 2012 (en %)	Taux en 2019 (en %)	Variation (en %)
Taux moyen pour les déciles 1 à 4	4,25	2,77	- 34,8
Taux moyen pour les déciles 5 à 8	4,13	2,46	- 40,4
Décile 9	4,04	2,33	- 42,4
Décile 10	3,97	2,19	- 44,9

Source : Données de l'enquête SRCV.

Graphique 1. Part des renégociations dans le total des crédits à l'habitat des ménages résidents (en %)



Source : Banque de France.

La baisse des taux des crédits immobiliers, accompagnée d'un allongement de maturité, a donné la capacité aux ménages de contracter des prêts plus importants pour des mensualités inchangées : de fait on observe une augmentation du ratio d'endettement (dette rapportée au revenu disponible) de 84 % en 2012 à 96 % en 2019 (Banque de France) et, selon l'enquête sur le financement de l'habitat conduite par l'ACPR, une augmentation du montant moyen du prêt pour le financement de l'habitat de 133 000 euros en 2012 à 179 000 euros en 2019.

Si les ménages peuvent contracter des prêts immobiliers plus importants mais qu'ils font face à des hausses de prix des logements, que peut-on en déduire sur leurs gains véritables en particulier pour ce qui concerne les primo-accédants ? À ce sujet, le Haut conseil de stabilité financière (HCSF) indique que l'augmentation de la capacité d'achat immobilière des ménages sur la période 2015-2017 a largement dépassé l'évolution des prix de l'immobilier : alors que les prix de l'immobilier ont augmenté d'environ 4 % par rapport à leur niveau de 2015, la capacité d'achat a connu une hausse de 15 % dont plus de la moitié est imputable à la baisse des taux d'intérêt (les autres facteurs contribuant à la hausse étant la progression du revenu moyen, l'allongement de la maturité des crédits, l'augmentation du taux d'effort) (voir HCSF, 2018).

3. Évolution du prix des actifs : les cas des actions et des biens immobiliers

L'assouplissement monétaire conduit, via le canal financier, à une augmentation du prix des actifs, en particulier les actifs risqués comme les actions ou les biens immobiliers. Les données de comptabilité nationale (comptes de variation du patrimoine) permettent à cet égard de décrire l'ampleur de la réévaluation sur la période étudiée. Sur la période 2012-2019, le patrimoine financier a ainsi augmenté selon les comptes nationaux de 36 %, avec une contribution de l'effet prix à hauteur de 14 % (effet prix cumulé de 603 milliards d'euros). Pour le patrimoine non financier (logements essentiellement), la croissance est de 16 % dont 7 % pour le seul effet prix (effet prix cumulé de 535 milliards d'euros) qui naturellement peut être assez hétérogène suivant la localisation. En rapportant ces masses financières au nombre de ménages, on peut ainsi avoir un ordre de grandeur des plus-values « latentes » moyennes par ménage sur la période 2012-2019 : de l'ordre de 20 960 euros pour le patrimoine financier et de l'ordre de 186 250 euros pour le patrimoine non financier.

Mais comme on l'a vu précédemment, ces patrimoines ne sont pas également distribués au sein de la population. À titre purement illustratif, et en supposant que la répartition du patrimoine reste relativement stable au cours du temps, et que l'effet prix ait été uniforme pour ces deux grandes catégories d'actifs⁽⁴⁾, on peut calculer des plus-values latentes selon quelques grandes catégories de ménages (tableau 6). Conformément aux travaux empiriques de Tzamourani (2021, *op. cit.*), on obtient ici des gains en capital nettement plus élevés que les variations de revenus financiers découlant des baisses de taux d'intérêt : par exemple pour le dernier décile, la perte moyenne de revenus financiers serait de l'ordre de 700 euros chaque année (sur la période 2012-2018) quand le « gain » en capital (pour le seul patrimoine financier) serait de l'ordre de 20 000 euros par an (sur la période 2012-2019). Il reste que l'on mesure ici des plus-values latentes, c'est-à-dire virtuelles tant que les ménages ne revendent pas leurs actifs. Ces plus-values peuvent en outre être transitoires : un retournement ultérieur des marchés pourrait faire baisser le prix des actifs comme nous l'avons observé durant le printemps 2020 (graphique 2) avec la chute des cours de l'indice CAC 40 déclenché par la crise sanitaire Covid-19. Cette chute a néanmoins été rapidement compensée par l'augmentation de l'indice lors du premier semestre 2021.

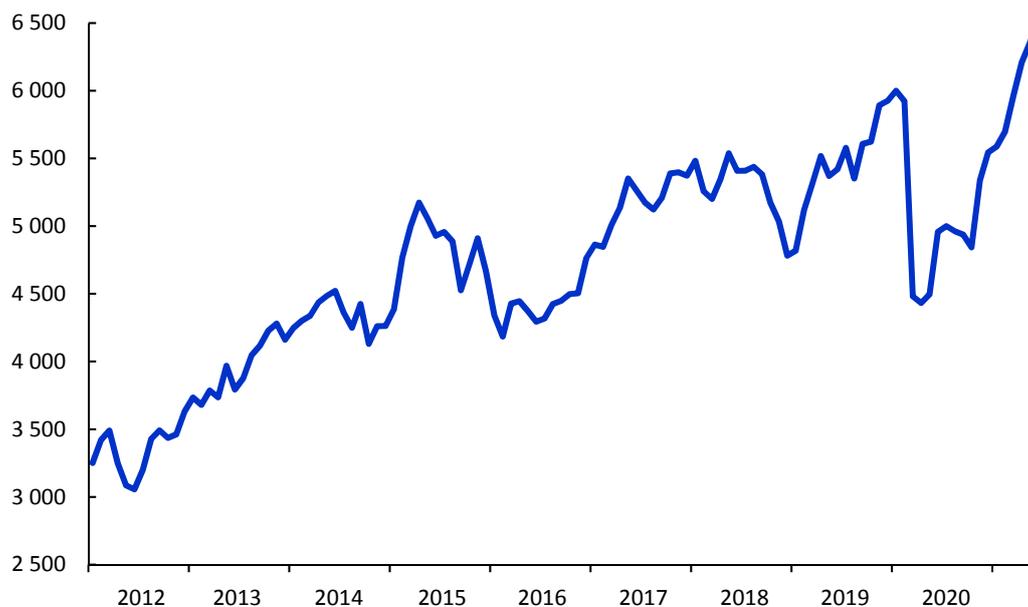
**Tableau 6. Plus-values latentes moyennes, en cumul sur la période 2012-2019
selon le décile de niveau de vie (en euros)**

	Plus-value latente		
	Patrimoine financier	Patrimoine non financier	Total
Déciles 1 à 4	4 401	8 381	12 782
Déciles 5 à 8	7 650	15 040	22 690
Décile 9	16 139	25 144	41 283
Décile 10	145 669	67 237	212 906

Sources : INSEE : Comptes nationaux et Enquête patrimoine et calculs auteurs.

(4) Ceci constitue naturellement une hypothèse forte, car la revalorisation des actifs financiers a surtout porté sur les actions et les évolutions des prix de l'immobilier n'ont pas été uniformes sur le territoire. Les actifs qui sont susceptibles d'avoir été le plus revalorisés sont sans doute encore plus concentrés au sein des ménages avec des hauts niveaux de vie si bien que l'on peut considérer ici que les plus-values estimées pour les déciles les plus élevés sont minorées et celles des premiers déciles majorés.

Graphique 2. Évolution de l'indice CAC 40



Source : Banque de France.

4. Conclusion

Une politique monétaire expansionniste tend à accroître la valeur des actifs, ce qui augmente les inégalités de patrimoine. Mais à l'inverse une telle politique réduit la rémunération de certains types d'actifs ainsi que le coût du crédit, ce qui diminue les revenus des plus riches (qui sont plus dépendants de la rémunération des actifs) et rend plus facile et moins coûteux le recours à l'endettement des ménages disposant de revenus et de patrimoines relativement plus faibles. En stimulant l'activité économique, une politique monétaire accommodante facilite aussi l'accès à l'emploi et améliore les revenus des salariés les moins qualifiés. La combinaison de ces effets ne permet pas de conclure sur l'ampleur ni même sur le sens de l'impact des décisions monétaires sur les inégalités.

Ces conclusions restent valides dans le contexte actuel de la crise du Covid-19, même si la nature de celle-ci est totalement inédite. En effet, l'action menée par la BCE permet aux États de se refinancer à moindre coût, en réduisant le *spread* des obligations d'État et donc de pouvoir apporter des soutiens budgétaires massifs afin de préserver le pouvoir d'achat des ménages et d'aider les entreprises. Elle a également conduit à freiner la chute des prix des actifs financiers, réduisant ainsi l'impact de la crise sur le patrimoine financier des ménages les plus riches.

Références bibliographiques

Amberg N., T. Jansson, M. Klein et A. Rogantini Picco (2021) : « Five Facts about the Distributional Income Effects of Monetary Policy », *Sveriges Riksbank Working Paper*, n° 403.

Ampudia M., D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen et G. Violante (2018) : « Monetary Policy and Household Inequality », *BCE Working Paper*, n° 2170, juillet.

Bach L., A. Bozio, B. Fabre, A. Guillouzouic, C. Leroy et C. Malgouyres (2019) : « Évaluation d'impact de la fiscalité des dividendes », *Rapport IPP*, n° 25, octobre.

Cociago A., A. Samarina et J.de Haan (2019) : « Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey », *Journal of Economic Survey*, vol. 33, n° 4, pp. 1199-1231.

Coupey-Soubeyran J. (dir.), E. Carré, T. Lebrun et T. Renault (2020) : « Un 'drone monétaire' pour remettre la politique monétaire au service de tous », *Note Institut Veblen*, janvier.

Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) (2018) : *Rapport annuel*. Disponible sur www.vie-publique.fr/rapport/272426-haut-conseil-de-stabilite-financiere-rapport-annuel-2018

INSEE (2019) : « Quels ont été les effets de la baisse des taux d'intérêt sur les revenus des agents économiques en France ? », *Note de Conjoncture de l'INSEE*, décembre.

Lenza M. et J. Slacalek (2018) : « How Does Monetary Policy Affect Income and Wealth Inequality? Evidence from Quantitative Easing in the Euro Area », *BCE Working Paper*, n° 2190, octobre.

Martin P., E. Monnet et X. Ragot (2021) : « Que peut encore faire la Banque centrale européenne ? », *Notes du CAE*, n° 65, juin.

Slacalek J., O. Tristani et G. Violante (2020) : « Household Balance Sheet Channels of Monetary Policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 115.

Tzamourani, P. (2021). «The interest rate exposure of euro area households», *European Economic Review*, 132, 103643.