



INÉGALITÉS ET TAUX D'INTÉRÊT



Les banques centrales doivent mieux expliquer les effets de la politique monétaire sur la répartition des richesses

Nina Budina, Chiara Fratto, Deniz Igan
et Hélène Poirson

Pour contrer les effets économiques de la pandémie de COVID-19, les banques centrales du monde entier ont considérablement assoupli leur politique monétaire, notamment en baissant les taux d'intérêt et en procédant à des achats d'actifs. Cette orientation accommodante de la politique monétaire a permis d'atténuer les répercussions de la pandémie sur l'économie. En revanche, la question de savoir si ces politiques ont également pour effet de creuser les inégalités n'a pas encore été tranchée. Certains considèrent que la politique monétaire a permis aux marchés boursiers de remonter des profondeurs où la pandémie les avait plongés, ce qui, à première vue, est surtout une bonne nouvelle pour les riches. Pourtant, l'assouplissement monétaire est également susceptible de réduire les inégalités, notamment parce que le faible niveau des taux d'intérêt peut encourager les petites entreprises à emprunter et à embaucher.

Qu'en est-il, en fin de compte ? L'assouplissement de la politique monétaire accentue-t-il ou bien réduit-il les inégalités ?

La famille Sampson

Bien souvent les débats portant sur la politique monétaire sont plutôt abstraits ; aussi allons-nous traiter la question sous un angle plus personnel. Si la banque centrale de votre pays choisit d'assouplir sa politique monétaire, qu'est-ce que cela signifie concrètement pour vous ? Cela va-t-il améliorer ou détériorer votre situation financière ? Allez-vous mieux ou moins bien vous en sortir que d'autres ? La réponse à cette question dépend avant tout de vos revenus, de votre patrimoine, de votre épargne et du niveau de votre endettement.

Prenons l'exemple des Sampson, une famille imaginaire composée de Lisa, jeune femme d'une vingtaine d'années, de ses parents Margarita et Homero, et de son oncle Arturo, la cinquantaine, comptable de son État. Comment l'assouplissement de la politique monétaire affecte-t-il leurs situations respectives ?

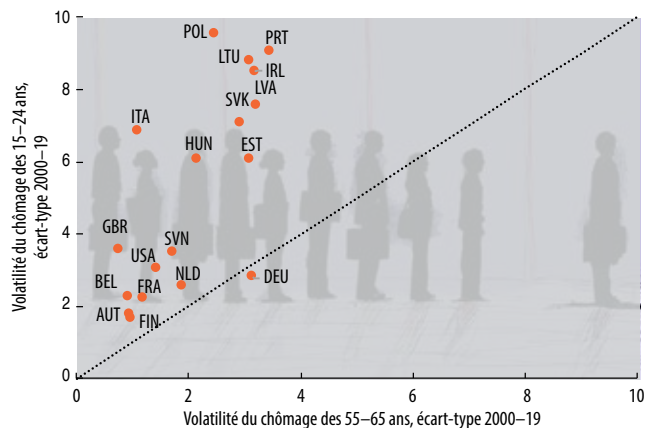
Commençons par Lisa, qui travaille comme serveuse pour financer ses études d'infirmière. À ce stade de son parcours, Lisa est une travailleuse peu qualifiée dont la rémunération est moins élevée que celle de travailleurs plus âgés, mieux formés et plus expérimentés, comme son oncle Arturo. Par ailleurs, Lisa a plus de risque de perdre son emploi pendant une récession que des travailleurs plus âgés et donc de se retrouver au chômage (graphique 1).

La bonne nouvelle pour Lisa est que l'assouplissement monétaire réduit les pertes d'emploi en période de récession. L'assouplissement monétaire produit des effets bénéfiques pour l'activité économique par le canal des revenus du travail, ce qui bénéficie en premier lieu aux travailleurs les plus jeunes, les moins expérimentés et les moins bien payés, qui sont souvent les premiers à perdre leur emploi lors d'une récession. Sans assouplissement monétaire, Lisa aurait plus de risque de perdre son emploi, ce qui accentuerait l'écart

Graphique 1

Les jeunes

Les jeunes ont plus de risques de perdre leur emploi que les personnes plus âgées.



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques ; calculs des services du FMI.

Note : Les jeunes, qui généralement gagnent moins d'argent, risquent davantage de se retrouver sans emploi, car le chômage des jeunes est plus sensible aux cycles économiques. Les codes de pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

salarial qui la sépare de son oncle. Même si elle avait retrouvé un nouvel emploi, celui-ci aurait sans doute été de nature précaire, relevant, par exemple, d'un contrat court assorti d'avantages sociaux limités.

Examinons désormais le cas d'Arturo, salarié, propriétaire et détenteur d'obligations et d'actions qui lui procurent un revenu du capital. Une baisse des taux d'intérêt ferait augmenter les revenus de son capital et l'avantagerait donc par le canal de la composition des revenus ; par ailleurs, l'augmentation de la valeur de ses placements en obligations, en actions et dans l'immobilier enrichirait Arturo par l'intermédiaire du canal du bilan. Lisa, en revanche, ne bénéficierait pas directement d'une hausse des revenus du capital, ni d'une augmentation de la valeur des actifs, dans la mesure où elle ne détient aucun patrimoine.

Enfin, penchons-nous sur le cas de Margarita et Homero, qui ont épargné toute leur vie durant, et qui tirent leurs revenus de leurs pensions de retraite et de la rémunération de leur épargne bancaire. Ce sont des épargnants nets. Lisa, quant à elle, a souscrit des prêts pour financer ses études et l'achat d'une voiture : c'est donc une emprunteuse nette. Une baisse des taux d'intérêt serait avantageuse pour Lisa, car elle devrait alors moins d'argent à sa banque au titre des paiements d'intérêts, soit qu'elle ait souscrit à un prêt à taux variable (et dont le taux s'ajusterait alors à la baisse), soit qu'elle puisse se refinancer à un taux plus favorable. En revanche, Margarita et Homero seraient perdants, car la baisse des taux d'intérêt réduirait la rémunération de leurs dépôts bancaires (ils pourraient même voir leurs revenus

chuter en termes réels dans le cas où l'assouplissement monétaire aurait des effets inflationnistes). Les revenus de leur retraite risqueraient également de baisser en termes réels.

Toutes choses égales par ailleurs, l'assouplissement de la politique monétaire tend à défavoriser les épargnants peu endettés et titulaires d'importants dépôts bancaires et à favoriser les emprunteurs nets (Auclert, 2019). En d'autres termes, un assouplissement monétaire redistribue les richesses des épargnants vers les emprunteurs : c'est ce qu'on appelle le canal de la redistribution de l'épargne.

Gagnants et perdants

L'impact net d'un assouplissement monétaire sur la situation de la famille Sampson s'obtient en faisant la somme des effets transmis par les différents canaux que nous avons décrits, et qui sont tantôt favorables, tantôt défavorables, selon que l'on se place du point de vue de Lisa, de ses parents ou de son oncle.

Ainsi, Lisa aurait à gagner à un assouplissement monétaire, par l'intermédiaire des revenus de son travail et de l'allègement du remboursement de sa dette, mais ne bénéficierait pas directement de la hausse du prix des actifs.

Arturo bénéficierait, quant à lui, de l'augmentation des revenus de son travail et de son capital ; par contre, s'il était épargnant net, il pâtirait d'une baisse de ses revenus d'intérêts. Les pertes encourues par Margarita et Homero du fait de la baisse de rémunération de leur épargne pourraient être compensées par l'appréciation de la valeur de leur maison, voire par le fait qu'ils n'auraient plus à soutenir financièrement leur fille, auparavant en difficulté mais désormais

indépendante, dans le cas où la politique monétaire suivie permettrait de pérenniser son emploi.

Différents canaux de transmission

Comme nous l'a montré l'exemple des Sampson, l'ampleur des effets redistributifs de l'assouplissement monétaire dépend de l'importance relative de ses différents canaux de transmission, par ailleurs susceptible de varier d'un pays à l'autre.

Ainsi, dans les pays présentant un niveau élevé d'inclusion financière, les ménages pauvres ont plus facilement accès au crédit et ont plus de chance de se voir accorder des prêts immobiliers, et donc de tirer parti de la baisse des taux d'intérêt. Dans d'autres pays, les gens paient généralement leur maison comptant et n'auraient donc rien à gagner à une baisse des taux. Dans les pays dont le système financier est dominé par les banques, les personnes qui détiennent leur épargne sous forme de dépôts bancaires et n'ont pas souscrit d'emprunt pourraient pâtir de l'assouplissement monétaire par l'intermédiaire du canal de redistribution de l'épargne. Dans les pays présentant un niveau de protection sociale élevé, la baisse du risque de chômage pour les travailleurs à revenu modeste découlant de l'assouplissement monétaire pourrait être moins sensible que dans les pays où la protection sociale est plus restreinte.

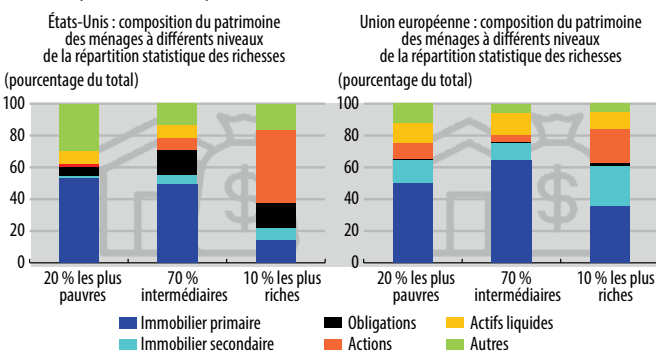
Dans les pays de l'Union européenne et aux États-Unis, l'impact du canal du bilan sur les inégalités est susceptible de varier en fonction des types d'actifs détenus par les particuliers. Les revenus du capital ont en général plus d'importance pour les ménages les plus fortunés, qui détiennent davantage d'actifs financiers. C'est surtout vrai aux États-Unis, où près des deux tiers des actifs détenus par les 10 % les plus riches prennent la forme d'obligations (16 %) et d'actions (46 %) (graphique 2). En dehors de cette catégorie de la population, la majorité des ménages aux États-Unis, ainsi que dans les pays de l'Union européenne, détiennent la plus grande part de leurs actifs sous forme de biens immobiliers. Cela signifie que l'impact de l'assouplissement monétaire est susceptible d'avoir des effets plus équitables par l'intermédiaire des prix de l'immobilier que via les revenus du capital ; en outre, les personnes ayant souscrit des prêts immobiliers bénéficient de la baisse du montant de leurs remboursements.

Des études (antérieures à la pandémie de COVID-19) portant sur l'effet combiné de plusieurs des canaux décrits ci-dessus ont montré que, dans l'ensemble, les effets redistributifs nets d'un assouplissement transitoire de la politique monétaire étaient variables et souvent négligeables sur le plan économique ; elles ont aussi mis en évidence des disparités entre les pays et en fonction du caractère conventionnel (baisse des taux d'intérêt) ou non conventionnel (achats d'actifs) de la politique monétaire mise en œuvre. Aux États-Unis, par exemple, un assouplissement monétaire est suivi d'une augmentation des inégalités de revenu

Graphique 2

De l'importance de ce que l'on possède

Les individus possèdent différents types d'actifs en fonction du rang qu'ils occupent dans la répartition statistique des richesses.



Sources : enquête sur les finances et la consommation des ménages de l'Union européenne (2016) ; enquête sur la situation financière des consommateurs aux États-Unis (2016) ; calculs des services du FMI.

Note : Les pays de l'Union européenne concernés par l'enquête sont l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, Chypre, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque et la Slovaquie.

et d'une diminution des inégalités de consommation, mais ces effets sont modestes et peu durables (Kaplan, Moll et Violante, 2018).

L'enjeu principal

Étant donné le creusement des inégalités de revenu et de patrimoine et le peu de marge de manœuvre budgétaire dont disposent de nombreux pays, la lutte contre les inégalités doit-elle passer davantage par la politique monétaire ?

La difficulté réside en ce que la politique monétaire est un instrument imprécis et peu adapté pour remédier à la situation particulière de tel ou tel groupe socioéconomique ou catégorie de la population. Par ailleurs, assigner cet objectif supplémentaire aux banques centrales pourrait remettre en cause l'efficacité de la politique monétaire, dans la mesure où la lutte contre les inégalités risque d'entrer en conflit avec les objectifs de stabilité des prix et de la production. D'autres intervenants, au premier chef l'État, sont mieux outillés pour traiter les questions liées à l'augmentation des inégalités, puisqu'il s'agit de tendances de long terme déterminées par des facteurs structurels ; en outre, seuls des instruments suffisamment précis permettent de cibler des couches distinctes de la population.

Les banques centrales, en se consacrant pleinement à leur fonction première, auront les mains libres pour faire ce qu'elles font le mieux, à savoir prendre des mesures adaptées pour contrer les ralentissements de l'économie, protéger l'emploi et garantir la stabilité des prix. En parallèle, les banques centrales doivent faire évoluer leurs cadres stratégiques existants pour mieux appréhender et prendre en compte les différences entre ménages, notamment en modélisant et en analysant la distribution des revenus et du patrimoine, qui influe sur la transmission de la politique monétaire.

En outre, en menant de front une politique de soutien budgétaire, des réformes structurelles et un assouplissement monétaire, il est possible d'améliorer à la fois la situation macroéconomique et la distribution des richesses. Couplé à une série bien ordonnée de réformes structurelles (notamment des politiques actives du marché du travail, par exemple s'agissant de l'aide à la recherche d'emploi et de la requalification professionnelle), un soutien budgétaire ciblé est l'instrument idéal pour combattre l'augmentation des inégalités et prêter main forte aux oubliés de la transformation de l'économie.

Les banques centrales ont un rôle essentiel à jouer pour traiter la question des inégalités, y compris pendant la pandémie de COVID-19 : elles doivent clairement faire connaître les effets, positifs comme négatifs, de la politique monétaire sur la répartition des richesses, en faisant usage de plusieurs canaux de communication (discours de banquiers centraux, rapports officiels et événements de sensibilisation auprès du public). Elles doivent expliquer dans quelle mesure leurs politiques sont susceptibles d'accroître le bien-être collectif en améliorant les perspectives d'emploi des plus modestes

et en réduisant les inégalités de consommation. Une communication claire est essentielle pour faire comprendre de quels leviers disposent les banques centrales en vertu de leur mandat et pour inspirer confiance aux citoyens.

Les principales banques centrales ont commencé à évoquer de manière explicite les effets de leurs politiques sur la répartition des richesses (Carney, 2016 ; Lane, 2019). La Réserve fédérale des États-Unis a ainsi récemment révisé son mandat, qui vise désormais notamment à favoriser un niveau d'emploi maximal dans l'ensemble de la population et à faire en sorte que la politique de relance monétaire bénéficie davantage aux plus modestes.

Après la COVID-19

La pandémie a des conséquences majeures sur la répartition des richesses, ce qui alimente les débats autour de la question des inégalités, y compris pour ce qui concerne l'action des banques centrales. L'importance relative des différents canaux par lesquels la politique monétaire affecte les inégalités est susceptible d'évoluer si la pandémie modifie de manière durable la répartition des revenus et du patrimoine.

Assurer la stabilité macroéconomique demeure certes la fonction première des banques centrales, mais celles-ci doivent également faire connaître, mesurer et analyser les effets redistributifs de la politique monétaire. Les banques centrales doivent également mettre en évidence l'accroissement général du bien-être que permet la politique monétaire (en dépit de ses possibles effets redistributifs) en expliquant quelle serait la situation si elles s'abstenaient d'intervenir. Enfin, les banques centrales doivent expliquer que la hausse durable des inégalités et la baisse à long terme des taux d'intérêt sont largement le produit de facteurs structurels, que seules d'autres politiques publiques sont à même d'influencer. **FD**

NINA BUDINA est économiste principale et **HÉLÈNE POIRSON** est cheffe de division adjointe, toutes deux au département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI. **CHIARA FRATTO** est économiste au département Hémisphère occidental du FMI. **DENIZ IGAN** est chef de division au département des études du FMI.

Cet article s'appuie sur les conclusions d'un récent document de travail du FMI (« Distributional Effects of Monetary Policy ») rédigé par les auteurs du présent article et par Valentina Bonifacio, Luis Brandao-Marques, Balazs Csonito, Philipp Engler, Davide Furceri, Rui Mano, Machiko Narita, Murad Omoev et Gurnain Pasricha.

Bibliographie :

- Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.
- Carney, M. 2016. "The Spectre of Monetarism." Roscoe Lecture, John Moores University, Liverpool, UK, December 5.
- Kaplan, G., B. Moll, and G. L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 108 (3): 697–743.
- Lane, P. 2019. "Households and the Transmission of Monetary Policy." Speech at the Central Bank of Ireland/ECB Conference on Household Finance and Consumption, Dublin, December 16.
- Tzamouirani, P. 2021. "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households." *European Economic Review* 132 (February): 103643.