



Des bienfaits macroéconomiques des politiques fiscales redistributives...

Xavier Dupret
Janvier 2021
10.000 signes

La crise économique en cours confronte nos sociétés à un triple défi. Tout d'abord, une impressionnante augmentation des inégalités. Ensuite, des indices boursiers qui font planer la menace d'une crise financière d'envergure. Enfin, d'importants niveaux d'endettement des acteurs publics et privés. Face à ces périls, il faut redécouvrir les vertus des politiques fiscales redistributives.

C'est peu dire que la crise sanitaire en cours a beaucoup contribué à une accentuation de la dualisation sociale. Pour s'en convaincre, on scrutera de près les rapports de l'OCDE¹. D'après cette source, les secteurs les plus affectés sont ceux qui emploient davantage de travailleurs précarisés et/ou peu qualifiés. Que l'on songe, par exemple, à l'Horeca.

Confinement et bazooka monétaire

À l'opposé, comme n'a pas non plus manqué de le relever l'OCDE, les ménages qui disposaient déjà avant la pandémie d'un patrimoine financier conséquent ont continué à s'enrichir. À la base de

¹ OCDE, *Perspectives économiques 2020*, décembre 2020.

cette divergence, on pointera les performances des marchés financiers portés à bout de bras par les banques centrales depuis le krach de la fin mars de l'année dernière.

Souvenons-nous. Alors que les mesures de confinement se généralisaient, le commerce mondial connaissait une sévère contraction. Les marchés, affolés par la perspective de l'inévitable récession qui se profilait à l'horizon, sont alors entrés en crise. Les banques centrales étaient contraintes d'agir afin d'éviter un scénario d'effondrement dépressif comparable aux années 30.

Une potion, bien connue depuis la Grande Récession des années 2007-2012, à base de diminution des taux d'intérêt et de rachat d'actifs par les banquiers centraux a alors été administrée à l'économie mondiale. Depuis, le rétablissement des principaux indices boursiers (qui correspond à une inflation du prix des actifs financiers) contraste avec l'évolution des prix à la consommation.

La chose commence, d'ailleurs, à interpeller un certain nombre d'acteurs qui s'inquiètent d'une surévaluation des marchés d'actions. Les niveaux de survalorisation actuellement constatables ne sont, en effet, pas sans rappeler ceux de 1999-2000 lorsque la bulle Internet était sur le point d'éclater. À cette époque, on repérait aux États-Unis un ratio « capitalisation boursière sur PIB » de l'ordre de 137%. Il s'agit là d'un niveau inférieur à celui qui caractérise les cours à Wall Street (180% à la fin de l'année dernière).

Sans vouloir jouer les Cassandre, il n'apparaît nullement improbable qu'une correction brutale des cours intervienne dans un futur proche. Par exemple, les analystes repèrent un écart par trop important entre les performances réelles de Tesla et sa valorisation boursière (616 milliards de dollars en décembre 2020). D'un point de vue plus macro, le ratio « capitalisation boursière sur PIB » a atteint 108% du PIB mondial. Bref, le niveau des capitalisations boursières est supérieur à la richesse produite dans le monde.

Rassuré ?

En effet, un tel décalage est, comme on l'imagine sans peine, propice à des épisodes de destruction de capital excédentaire. À l'été 2007, alors qu'une crise financière d'envergure mondiale était sur le point d'éclater, le cours des actions équivalait à 120% du PIB mondial².

On ne se rassurera qu'à moitié en serinant qu'en finances, il n'y a « jamais de repas gratuit » et que « la volatilité fait partie du jeu ». Certes, le supercycle de liquidités que nous connaissons pour l'heure a été conçu pour être temporaire. Par conséquent, lorsque l'économie mondiale retrouvera le chemin de la croissance, une normalisation de la politique monétaire devrait progressivement s'en suivre à l'horizon 2022 et la perspective de remous boursiers de s'éloigner *ipso facto*.

Ces incantations, aussi rassérénantes soient-elles, laissent de côté une variable importante. En l'occurrence, le fort niveau d'endettement des entreprises. Ce dernier a été décrit récemment par la Banque de France comme le risque le plus important pour le système financier³. Le retour programmé des politiques monétaires à des configurations plus classiques sera donc lourd de menaces pour l'économie mondiale, spécialement si les emprunts obligataires des entreprises présentent, sous l'effet d'une remontée des taux, un profil d'insolvabilité comparable aux emprunts *subprimes* en 2007-2008.

Si un krach obligataire devait intervenir sur un terrain économique aussi fragilisé, nous ne serions pas à l'abri d'une nouvelle crise financière. On se rapprocherait alors, en tout état de cause, du scénario « années 30 » tant redouté non seulement par les analystes économiques mais aussi par tous ceux qui se souviennent de ce que cette décennie a représenté pour les droits démocratiques et les minorités en Europe.

Une reconnexion à opérer avec la politique fiscale

Le lien entre la montée des inégalités et les grandes crises financières peut être appréhendé via le concept de la propension marginale à épargner qui correspond à la tendance à convertir en épargne une unité supplémentaire de revenu. Plus les revenus de départ d'un ménage sont élevés et plus la probabilité qu'il place une unité supplémentaire de revenu sur les marchés financiers est élevée. Et

² Sébastien Ruche, *La capitalisation boursière mondiale atteint un sommet historique*, Le Temps, édition mise en ligne du 16 novembre 2020. Date de consultation : 17 décembre 2020.

³ Banque de France, *Évaluation des risques du système financier français*, décembre 2020. Url : <https://publications.banque-france.fr/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais-decembre-2020>. Date de consultation : 8 janvier 2021.

plus un ménage dispose déjà d'un patrimoine important, plus il sera porté à prendre du risque en échange de la promesse d'une rémunération élevée. *A contrario*, allouer une unité supplémentaire de revenu à un ménage disposant d'un capital de départ plus faible, voire nul, se traduira par une augmentation de ses dépenses de consommation.

C'est à partir de ces constats que l'on prêtera sans hésiter aux régimes fiscaux fortement redistributifs des vertus stabilisatrices pour le système financier. La mise en œuvre de mesures de redistribution fiscale, concomitamment aux indispensables politiques de relance et de baisse des taux, aura, en outre, pour effet collatéral de faire bénéficier l'économie réelle, davantage que les marchés financiers, de la diminution du loyer de l'argent. En effet, l'adoption de vigoureuses politiques de redistribution, en faisant mécaniquement diminuer l'attrait des épargnants pour le risque, comme vu auparavant, rend disponibles des canaux additionnels de crédit pour d'autres acteurs que la finance.

C'est dans cette optique qu'il convient, par exemple, d'envisager favorablement l'établissement en Belgique d'un cadastre des patrimoines en vue d'un impôt sur la fortune. De ce point de vue, la taxation de tous les comptes-titres selon un taux progressif constitue indéniablement un pas dans la bonne direction.

Bien entendu, le soutien à la consommation des ménages modestes qui résulterait de l'adoption de telles mesures est susceptible de favoriser une remontée de l'inflation. Et l'on entend déjà des cris d'orfraie pour pronostiquer la perspective à plus ou moins brève échéance de taux d'inflation annuels de 3-4% sur fond de taux d'intérêt bas. Une ère de taux d'intérêts réels négatifs en résulterait avec à la clef une diminution du pouvoir d'achat des détenteurs de patrimoine.

On fera valoir en guise de réfutation à cet argumentaire « pro-créanciers » qu'une phase d'« euthanasie des rentiers », pour reprendre la célèbre formule de Keynes, est précisément de nature à assurer une liquidation en douceur des niveaux d'endettement élevés qui enserrant, pour l'heure, nos sociétés. De surcroît, une telle correction interviendrait après une longue séquence historique qui a vu la part du revenu du capital croître en proportion du PIB au détriment de celle du travail. Pour information, dans des pays comme la France ou la Belgique, la part des revenus du travail

rapportée au PIB a reculé de près de dix points de pourcentage depuis le milieu des années 1970⁴. Une des conséquences est que le salaire minimum en Belgique, qui est de 9,87€/heure, a baissé de 8% par rapport au salaire médian en 20 ans. Dans presque tous les pays de l'OCDE, il s'en est, au contraire, rapproché⁵.

On ne peut guère, dans ces conditions, parler de spoliation des épargnants...

⁴ Kohler, A. Guschanski et E. Stockhamer, « The impact of financialisation on the wage share : a theoretical clarification and empirical test », Post Keynesian Economics Study Group, Working Paper n°1802, janvier 2018. Url : http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP1802_MQ1APLF.pdf. Date de consultation : 15 janvier 2021.

⁵ OCDE minimum wage database, date de consultation : janvier 2021. Url : <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MIN2AVE>. Date de consultation : 14 janvier 2021.