

## Flash Economie

6 novembre 2020 - 1270

### En face d'un déficit public, il y a toujours une taxe

Les pays de l'OCDE ont mis en place en 2020 un déficit public inédit. Il est alors utile de rappeler qu'en face d'un déficit public il y a toujours une taxe.

- Il peut s'agir d'une taxe traditionnelle ; mais les Etats vont l'éviter ; on se rappelle que la hausse de la pression fiscale dans la zone euro après la crise des subprimes avait fait rechuter l'activité.
- Dans le passé, il pouvait s'agir de la taxe inflationniste, qui taxait les détenteurs d'encaisses monétaires ; la politique budgétaire expansionniste conduisait à une politique monétaire expansionniste, avec la monétisation des déficits publics, et la politique monétaire expansionniste conduisait à l'inflation. Mais ce lien entre expansion monétaire et inflation a aujourd'hui disparu.
- Il reste donc une troisième taxe, qui est la taxe liée à l'inflation des prix des actifs, financiers et immobiliers. La monétisation des déficits publics conduit à une hausse excessive des prix des actifs, et celle-ci est bien une taxe sur les acheteurs d'actifs, c'est-à-dire sur les jeunes qui doivent se constituer un patrimoine et acheter un logement.

Le problème est que la taxation des jeunes par l'inflation des prix des actifs est un impôt moins équitable certainement que la taxation traditionnelle ou la taxe inflationniste.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

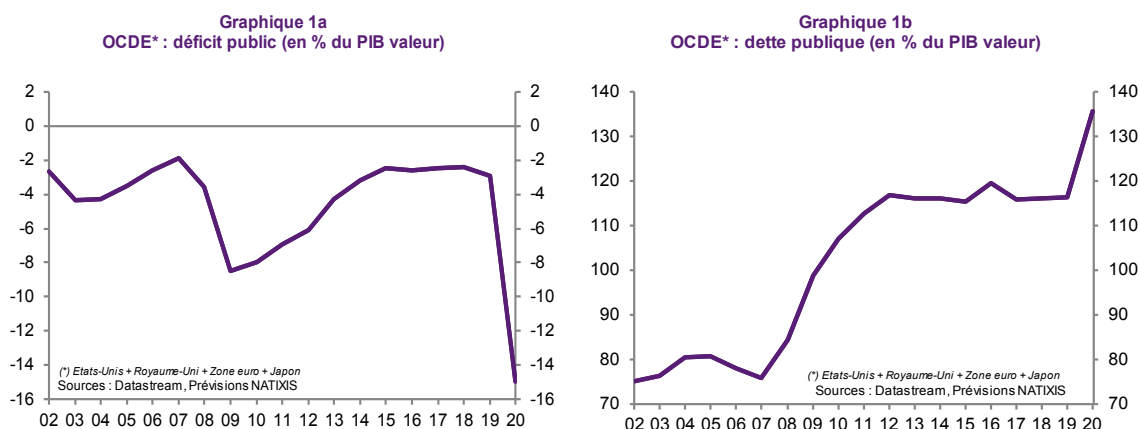
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

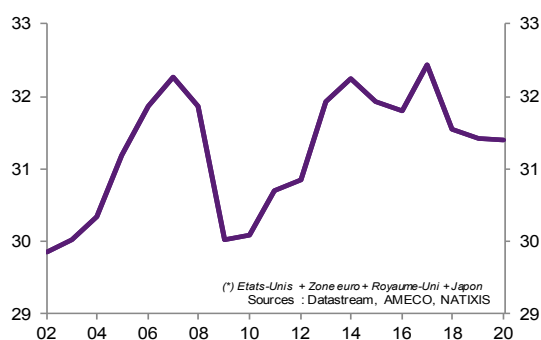
## En face des déficits publics, plus de taxe traditionnelle

En 2020, les pays de l'OCDE ont mis en place un déficit public considérable (graphique 1a), et l'endettement public va considérablement augmenter (graphique 1b).



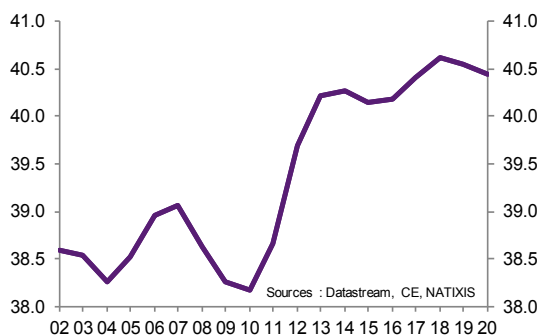
Pour rétablir la solvabilité budgétaire des Etats, il n'y aura pas cette fois-ci de hausse de la pression fiscale (graphique 2), avec la crainte que la hausse des impôts fasse rechuter l'activité.

**Graphique 2**  
OCDE\* : pression fiscale (en % du PIB valeur)

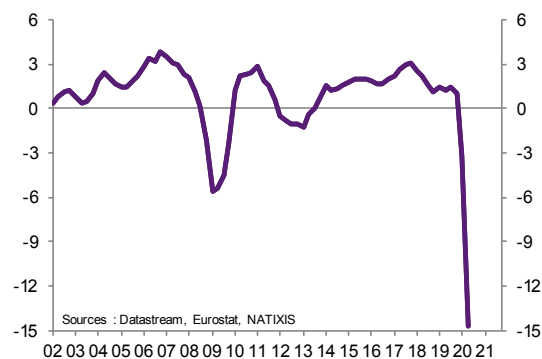


On se rappelle en particulier que la forte hausse de la pression fiscale dans les pays de la zone euro après la crise des subprimes (graphique 3a) avait fait rechuter la zone euro en récession (graphique 3b), d'où le rejet aujourd'hui d'une hausse des impôts.

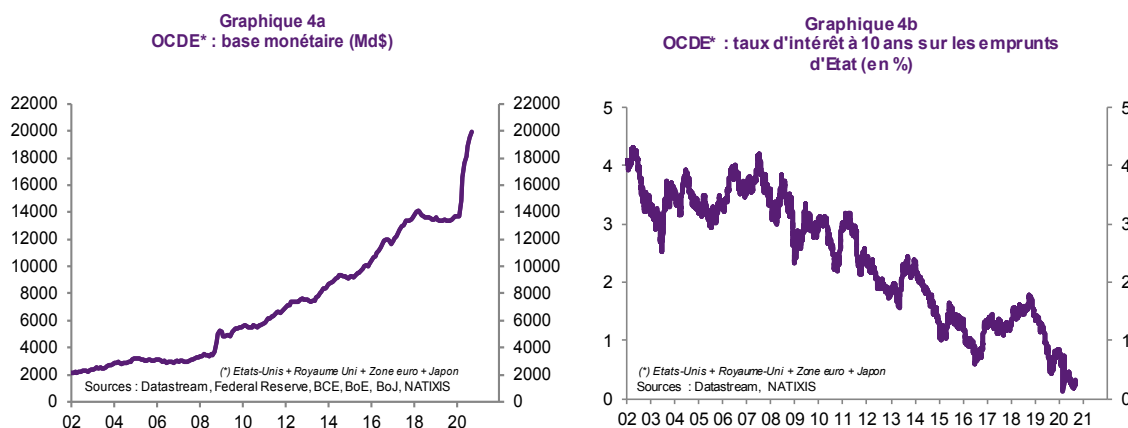
**Graphique 3a**  
Zone euro : pression fiscale (en % du PIB valeur)



**Graphique 3b**  
Zone euro : PIB en volume (GA en %)



Pour rétablir la solvabilité budgétaire, l'instrument utilisé est aujourd'hui la monétisation du déficit public par la Banque Centrale (graphique 4a), qui maintient des taux d'intérêt à long terme très bas (graphique 4b) en évitant que le supplément de dette publique doive être détenu par des investisseurs privés.

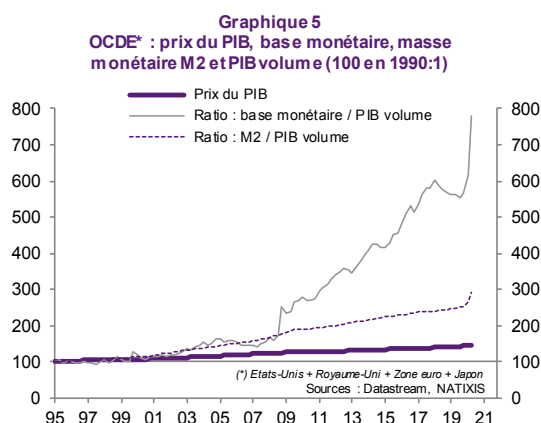


Mais la monétisation des dettes publiques fait apparaître de nouvelles formes d'impôts.

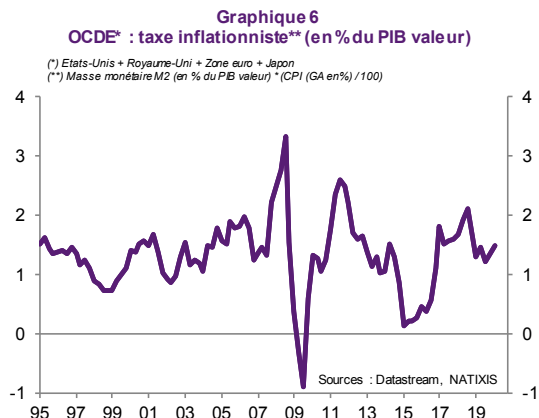
## Plus de taxe inflationniste non plus

Dans le passé, la création monétaire (graphique 4a ci-dessus) conduisait à l'inflation, avec une relation stable à long terme entre l'offre de monnaie et la valeur du PIB : les prix devaient donc augmenter comme le ratio de l'offre de monnaie au PIB en volume.

Mais cette relation entre offre de monnaie et inflation a complètement disparu aujourd'hui que l'on regarde la base monétaire ou la monnaie détenue par les agents économiques non bancaires (M2, graphique 5), avec la déréglementation des marchés du travail, la globalisation, la numérisation de l'économie.



Il n'y a donc plus de taxe inflationniste, de taxe levée sur les détenteurs d'actifs monétaires par l'inflation (graphique 6).

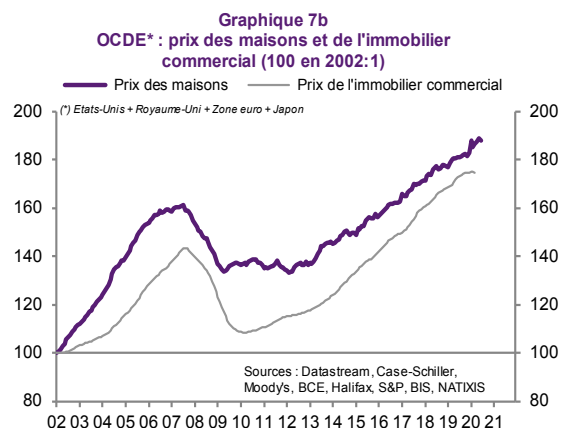
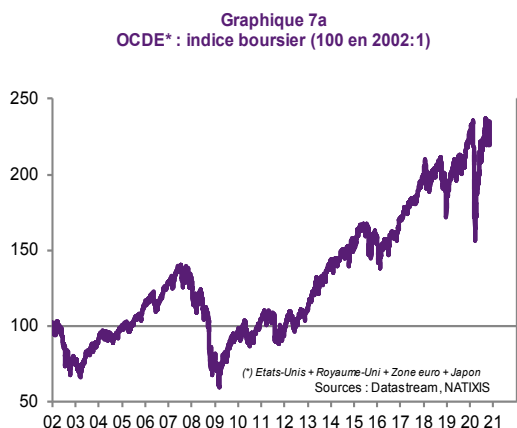


## Mais il apparaît une taxe inflationniste liée à l’inflation des prix des actifs

Dans les économies contemporaines, la création monétaire n’a plus comme effet l’inflation des prix des biens et services mais l’inflation des prix des actifs.

Ceci provient du comportement de **rééquilibrage de portefeuille** : si les épargnants ont initialement trop de monnaie, ils utilisent l’excès de monnaie pour acheter les autres actifs, et il y a hausse des prix de ces actifs qui ramène à la normale la structure des portefeuilles en réduisant le poids de la monnaie.

On attend donc, quand l’offre de monnaie croît rapidement (graphique 4a plus haut) en particulier une **hausse des cours boursiers (graphique 7a) et des prix de l’immobilier (graphique 7b).**



Or il s’agit bien d’une **taxe**. Les agents économiques qui doivent acheter des actifs pour se constituer un patrimoine (en vue de leur retraite future) ou qui doivent acheter un logement **les payent trop cher** : pour un même revenu obtenu par la détention des actifs, la valeur des achats d’actifs devient anormalement élevée.

Il s’agit bien d’une **taxe levée sur les acheteurs d’actifs, qui sont en particulier les jeunes.**

## Synthèse : la taxe liée à l'inflation des prix des actifs est la plus désagréable

Lorsque le déficit public devient très important, **il faut rétablir la solvabilité budgétaire, et ceci peut se faire par la hausse de l'une des trois taxes possibles :**

- **la taxe** (les impôts) **normale**, ce qui est exclu aujourd'hui en raison de son effet sur l'activité ;
- **la taxe inflationniste**, qui a disparu avec la disparition du lien entre offre de monnaie (dont la hausse sert à monétiser les déficits publics) et inflation ;
- **la taxe liée à l'inflation des prix des actifs**, qui vient aussi de la création monétaire due à la monétisation des déficits publics.

**L'Annexe montre qu'on peut formaliser ce retour à la solvabilité budgétaire avec ces trois taxes.**

**La taxe liée à l'inflation des prix des actifs est probablement plus néfaste que les deux autres, puisqu'elle taxe ceux qui doivent acheter des actifs financiers et immobiliers, qui sont donc surtout les jeunes.**

## ANNEXE : LES TROIS TAXES

La dynamique de la dette publique s'écrit :

$$(1) D_{t+1} = D_t(1+r) - (M_{t+1} - M_t) + DEF_t$$

$D$  est la dette publique

$r$  le taux d'intérêt nominal

$M$  est l'offre de monnaie ;  $M_{t+1} - M_t$  est la monétisation du déficit public ;

$DEF$  est le déficit budgétaire primaire (hors intérêt sur la dette).

La demande de monnaie est à la fois une demande de monnaie de transaction (liée au revenu, au PIB en valeur) et une demande de monnaie de placement (liée à la richesse), d'où :

$$(2) M_t = \alpha P_t Y_t + \beta W_t$$

$P$  est le niveau des prix

$Y$  le niveau du PIB en volume

$W$  la richesse, avec :

$$(3) W_t = M_t + q_t A$$

$A$  est le nombre d'actifs

$q$  est le prix des actifs

d'où :

$$(4) M_t = \frac{\alpha P_t Y_t + \beta q + A_t}{1-\beta}$$

Regardons alors la dynamique du taux d'endettement public par rapport au PIB en valeur :

$$d = \frac{D}{PY}$$

On suppose que le nombre d'actifs évolue comme le PIB en volume :

$$A_t = aY_t$$

Il en résulte :

$$(5) d_{t+1} = d_t(1-r-p-g) - \frac{\alpha}{1-\beta}(p+g) - \beta a \left( \frac{q_{t+1}}{P_{t+1}} - \frac{q_t}{P_t} \right) + def_t$$

$p$  est l'inflation

$g$  la croissance en volume

$def$  le déficit public primaire rapporté au PIB en valeur

On voit apparaître les trois taxes :

- la taxe normale (baisse de  $def$ , le déficit public primaire) ;
- la taxe inflationniste,  $\frac{\alpha}{1-\beta}p$  ;
- la taxe liée à l'inflation des prix des actifs,  $\beta a \left( \frac{q_{t+1}}{P_{t+1}} - \frac{q_t}{P_t} \right)$