

Lettre 32

Vers une hausse de l'impôt sur les sociétés dans le monde. Quelles incidences sur les marchés ?

« *Il faut prendre l'évènement par la main avant qu'il ne vous saisisse à la gorge* » Churchill.

Écoutons Churchill. Dans le monde, les démocraties sont affaiblies par le glissement des classes moyennes vers les partis populistes, le populisme menace. En cause, la stagnation des revenus des classes moyennes depuis une trentaine d'années, l'accroissement des inégalités, un manque de moyens des Etats pour investir dans l'éducation, la santé et les infrastructures collectives. Telle est une des conséquences des réductions d'impôts et des recettes budgétaires ces dernières décennies.

Aux Etats-Unis, en 2000, les prélèvements obligatoires représentaient 31.5% du PIB, en 2019, 28%. Non seulement, les baisses d'impôts de 35% à 21% décidées par Trump n'ont pas été financées et le déficit budgétaire, en 2019, 4.6% du PIB, était le plus élevé observé en haut de cycle mais les entreprises ont préféré les rachats d'actions ou les augmentations de dividendes à l'augmentation des investissements et ainsi, ni la croissance économique, ni la productivité n'ont été stimulés.

Le taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés était, comme le rappelle dans leur livre « *Le Triomphe de l'Injustice* », *Saez et Zucman*, deux économistes français, proches du Parti Démocrate, de 52% en 1960, encore de plus de 40% à la fin des années 70 et 40 ans plus tard, il est inférieur à 25%.

Longtemps, les firmes multinationales ont opportunément profité des schémas d'optimisation dans les « paradis fiscaux » et, récemment, 60% de leurs profits étaient réalisés dans ces pays contre 30% en l'an 2000. Les cinq grandes sociétés du numérique ont acquitté \$220 milliards d'impôts ces dix dernières années, c'est-à-dire l'équivalent de 16% de leur résultat avant impôts.

La situation évolue. D'une part, après la chasse aux comptes non déclarés, l'OCDE, depuis plusieurs années s'est attelée à l'impôt sur les sociétés, sujet plus lucratif. D'autre part, devant la crise, l'aggravation des dettes publiques, les entreprises comprennent la nécessité de participer à l'effort pour réduire les inégalités et aider les économies à sortir de l'ornière de la crise.

I. Le versant financier de la mondialisation :

La mondialisation présente trois composantes principales : commerciale, avec l'abaissement, voire la suppression des droits de douane ; économique, avec la délocalisation des sites de production vers des pays à même d'offrir des coûts salariaux plus faibles et, avant tout, vers les nouveaux pôles de croissance de la consommation, la Chine par exemple, et financière.

Cette dimension financière est essentielle : parfois, déstabilisés par la libre circulation des capitaux ; souvent, confrontés à la mobilité des entreprises; fréquemment, exposés à l'exode des individus qualifiés, les Etats ont abaissé l'impôt sur les sociétés et les revenus pour garder sur leurs territoires les sièges d'entreprises et les personnes qualifiées. Ils ont compensé avec une hausse des impôts liés à la consommation mais une telle mesure aggrave les inégalités.

On a aussi observé la mise en œuvre de schémas d'optimisation fiscale. De petits pays comme l'Irlande et les Pays-Bas ont su offrir des taux d'imposition bas, 12.5% pour le premier ou des rescrits fiscaux, des « rulings » pour le second. Une *étude de l'OCDE*, il y a quelques années, soulignait que

1

l'optimisation fiscale coûtait entre 4 et 10% des recettes de l'impôt sur les sociétés dans le monde, soit entre \$100 et \$240 milliards chaque année.

Donald Trump a abaissé le taux d'impôt sur les sociétés de 14 points de 35% à 21%. Cette diminution sensible a finalement été sans grande incidence sur les bénéficiaires et sur l'investissement car la majorité des entreprises n'acquittait pas des impôts au taux facial et bénéficiaient de possibilités d'amortissement ou de déductions. Le taux effectif était environ de 27%. L'impact sur les résultats des sociétés du S&P500 a été évalué à 10%.

II. Les ajustements recherchés aux excès de la mondialisation :

- Les préconisations de l'OCDE :

Dès 2015, l'OCDE a présenté le projet « Base Erosion and Profit Shifting », avec deux objectifs, la lutte contre le transfert de bénéfices dans le monde et la lutte contre l'érosion de la base d'imposition. Ouverte aux 36 membres de l'OCDE, cette négociation a été élargie à plus de 110 Etats dont la Chine. Dans l'intervalle de l'adoption par le Congrès américain des mesures proposées par Biden, un certain nombre de pays poursuivent la taxation sur le chiffre d'affaires des GAFAM. La Commission européenne envisage ainsi une taxe de 3% mais n'a pu obtenir la nécessaire unanimité faute de l'agrément de l'Allemagne, de l'Irlande et des pays scandinaves.

Assurément, la taxe sur le chiffre d'affaires est peu satisfaisante car elle n'est pas calée sur la profitabilité des entreprises. Néanmoins, elle a permis, par exemple, à la France d'imposer les sociétés dont le chiffre d'affaires excède €750 millions sur la base des résultats 2018 et de récupérer, en 2019, un tiers du milliard de manque à gagner. Depuis lors, l'Italie, l'Espagne, l'Autriche ont mis en œuvre une taxe similaire et, hors de l'U.E., le Royaume-Uni et l'Inde font de même.

- Le plan Biden :

L'idée portée par l'OCDE et reprise par Biden d'une plus grande justice fiscale présente deux facettes : d'une part, veiller au respect d'un taux minimum d'imposition ; d'autre part, imposer les géants du numérique dans les pays où ils réalisent des bénéfices.

Biden voudrait porter l'impôt sur les sociétés à 28% mais, au regard de l'étroitesse de la majorité et des réticences de sénateurs démocrates modérés comme John Manchin, un taux de 25% semble plus probable.

Dans le but de mettre fin à l'optimisation fiscale et à l'utilisation des paradis fiscaux, Biden souhaite également un taux minimum de 21% sur les bénéfices des filiales à l'étranger de sociétés réalisant plus de \$20 milliards de profits. Trump avait déjà fait un pas dans cette direction avec une taxe de 10.5% sur les revenus des entreprises américaines à l'étranger. Si un pays maintient un taux d'imposition inférieur à 21%, les Etats-Unis prendront la différence. Selon les estimations de la Wharton, la hausse de l'impôt apporterait \$1000 milliards de recettes supplémentaires sur les dix prochaines années.

Cette mesure s'inspire de la proposition de *Saez et Zucman*, dans leur livre « *Le Triomphe de l'Injustice* » car ils expliquent que chaque pays doit devenir le gendarme de ses multinationales. Si Apple paye 2% à Jersey, les Etats-Unis pourraient collecter les 19% manquants. Une telle approche ne violerait aucun traité international et n'exigerait pas la coopération des paradis fiscaux. Avec une telle mesure les entreprises américaines subiraient une augmentation de leur facture fiscale d'environ 100 milliards. Les pays membres du G20 doivent s'entendre pour appliquer un taux minimum de 25% aux sociétés multinationales.

Conclusion : « Les dangers d'une cupidité infectieuse » Greenspan

Cette mise en garde de Greenspan, ancien Président de la FED, Biden la prend au sérieux et entend mettre fin à la concurrence fiscale. Le projet de taxation accrue des sociétés est une des illustrations du glissement des « Reaganomics » ou du Thatcherisme vers une nouvelle ère de régulation et de moindre concurrence fiscale, une ère de relocalisation et de réaffirmation de la puissance. Et cette évolution appelle 8 remarques :

- Une volonté de réaffirmer la puissance des Etats-Unis :

La révolution technologique a contribué au développement plus rapide de l'Asie mais aussi à la désindustrialisation de l'Occident. En 1970, comme le rappelle *Milanovic dans « Le capitalisme sans rival »*, l'Occident produisait 56% du PIB mondial, l'Asie avec le Japon 19%. Aujourd'hui, ces proportions sont passées à 37% et 43% respectivement.

La quête par Joe Biden d'une imposition uniforme des multinationales dans le monde participe d'une volonté de renforcer la prééminence américaine, de rapatrier des activités, de supprimer certaines des incitations aux délocalisations.

Sans pousser le paradoxe, on peut arguer d'un même but entre Trump et Biden, renforcer l'attractivité de l'Amérique, et d'un constat similaire : la mondialisation a accru la désindustrialisation et elle a incité à la délocalisation pour profiter d'une fiscalité attractive.

La convergence s'arrête là car les solutions sont opposées. Trump a baissé de 35% à 21% l'impôt sur les sociétés et ainsi, les recettes sont tombées de \$365 milliards en 2015 à \$160 milliards en 2018. Mais le bilan est amer : les réductions d'impôts n'ont accru ni l'investissement, ni l'offre de travail, ni la croissance, ni la marge opérationnelle et les rapatriements de capitaux ont été décevants. Le pays est perdant car sous la présidence Trump, les recettes fiscales fédérales sont tombées à 16% du PIB, le plus bas niveau depuis 1945. Il y a donc incapacité à financer l'Etat Providence, les infrastructures, les dépenses d'éducation, autant de facteurs clés de succès à moyen terme.

Aussi Biden emprunte un autre chemin : augmenter l'impôt et, pour ne pas pénaliser l'Amérique, viser l'harmonisation, un taux minimum à l'échelle mondiale. Ce plan Biden a pour but d'augmenter les recettes fiscales américaines et il a pour conséquence de sonner la fin de la rivalité entre pays pour la compétitivité fiscale.

- Un renforcement du rôle de l'Etat :

Tyler Cowen a montré que la prospérité n'est pas contradictoire avec un Etat aux prérogatives larges y compris sur le terrain du social, à la condition qu'il demeure agile et efficace et qu'il n'empiète pas sur les libertés individuelles. C'est grâce à l'investissement collectif dans l'éducation, la santé et les autres services publics que les pays aujourd'hui les plus développés sont hier devenus riches. Avec ce plan Biden d'infrastructures et son financement, il s'agit pour les Etats-Unis de se donner les moyens de réduire les déficits budgétaires chroniques de l'ère Trump tout en réinvestissant dans l'éducation, le social pour améliorer la cohésion sociale. Les démocraties, si elles veulent survivre, doivent avoir les moyens de lutter contre le réchauffement climatique et l'appauvrissement des classes moyennes.

- Un frein à la substitution du capital au travail :

Lutter pour une uniformisation des taux d'imposition, c'est dépasser la problématique de la mobilité du capital, c'est rendre obsolète la recherche de l'optimisation fiscale. A l'heure de la robotisation, des inquiétudes sur l'emploi futur, la recherche d'une harmonisation de l'imposition des sociétés est pour

les Etats-Unis et pour les grands pays européens un moyen d'inciter à une relocalisation des activités et donc à des créations d'emplois domestiques.

- *Une étape avant des mesures anti trusts ?*

Indépendamment de la fiscalité, les GAFAM risquent de subir les foudres de l'administration contre les abus de position dominante mais cela sera analysé dans une prochaine Lettre.

- *Un moment opportun ?*

Cette hausse des impôts, à un moment de fort redressement des résultats des sociétés, pourrait être aisément absorbée. La Grande Bretagne va aussi majorer son impôt sur les sociétés de 19% à 23%. La hausse est néanmoins à mettre en parallèle avec les pressions sur les marges liées au renchérissement des matières premières, des coûts de transport et de certains composants.

Dans l'hypothèse d'un taux d'imposition à 25%, un pays comme la France qui vient d'un taux d'imposition de 31% peut poursuivre l'abaissement. Les grands pays, traditionnellement, ont souvent des taux supérieurs à 25% et ne seront que rarement affectés. Les perdants seront les petits pays, Malte, Chypre, le Luxembourg, les Pays-Bas... désireux de rendre leurs territoires plus attractifs, avec des taux d'imposition sur les sociétés faibles, à 9% en Hongrie, à 10% en Bulgarie, à 12.5% en Irlande, à 13.5% en Suisse.

- *Une faible incidence budgétaire :*

Pour tempérer l'optimisme des sectateurs de l'impôt, on précisera que la majoration de l'impôt sur les sociétés ne réduira guère des déficits budgétaires attendus entre 8 et 15% du PIB cette année. Dans les pays de l'OCDE, les recettes de l'impôt sur les sociétés ne représentent que 3% du PIB, un faible pourcentage au regard des dépenses publiques. Aux Etats-Unis, c'était 8% du PIB dans les années 60, 2% du PIB à la veille de l'élection de Trump, 1% à son départ. De la majoration du taux américain et de la fixation d'un taux minimal, on n'escompte qu'un surcroît de recettes de \$150 milliards/an, faible par rapport au déficit budgétaire de \$3100 milliards en 2020.

- *Une étape avant une éventuelle harmonisation de la fiscalité des revenus ?*

Si le chemin vertueux pour amorcer le désendettement est celui d'un taux de croissance économique supérieur au coût de l'endettement, les Etats, une fois le plus dur de la crise passé, pourraient être tentés d'aller plus loin dans l'augmentation de la fiscalité, car les recettes nées d'une augmentation de l'impôt sur les sociétés seront marginales par rapport à la masse de l'endettement. Ainsi, sourd l'idée, soutenue par *Piketty dans « Capital et idéologie »*, d'une harmonisation des taux d'imposition sur les revenus et sur le patrimoine des plus favorisés. Biden réfléchit à une augmentation de l'impôt sur le revenu pour les personnes gagnant plus de 400000\$/an car la part de revenu détenu par le 1% le plus riche aux Etats-Unis est de 20% contre 11% en Europe. D'autres pays pourraient suivre cette voie. Le salaire minimum est un autre thème de réflexion de l'équipe Biden. Dans les années 50, les Etats-Unis avaient le salaire minimum le plus élevé du monde, en 1970, il était de \$10/heure en \$ actuels, en 2019, le niveau réel n'est plus que de 7.2\$ et Biden, sans succès pour l'instant, souhaiterait le porter à \$15/heure. Piketty encore, l'écart entre le revenu moyen des 10% les plus riches et les 50% les plus pauvres est de 8x en Europe, 19x aux USA, 35 en Afrique du Sud ou au Moyen-Orient.

- *Une incidence boursière :*

Terminons par le plus important pour notre stratégie d'investissement. Les secteurs les plus affectés par un accroissement de l'impôt sur les sociétés seront la technologie, la pharmacie car leurs taux effectifs

sont entre 10 et 15%. A l'inverse, les secteurs de la consommation et les secteurs « value » comme l'énergie, l'industrie, la finance, les matériaux, récemment favorisés en Bourse, seront moins touchés car leurs taux d'imposition domestiques sont souvent en ligne avec le taux officiel et leurs filiales ne sont pas dans les paradis fiscaux. En d'autres termes, leur vogue boursière pourrait se poursuivre.

Genève, le 20 avril 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.