

Réforme de l'ISF: l'imposture du financement de l'économie

 [mediapart.fr/journal/france/100817/reforme-de-l-isf-l-imposture-du-financement-de-l-economie](https://www.mediapart.fr/journal/france/100817/reforme-de-l-isf-l-imposture-du-financement-de-l-economie)

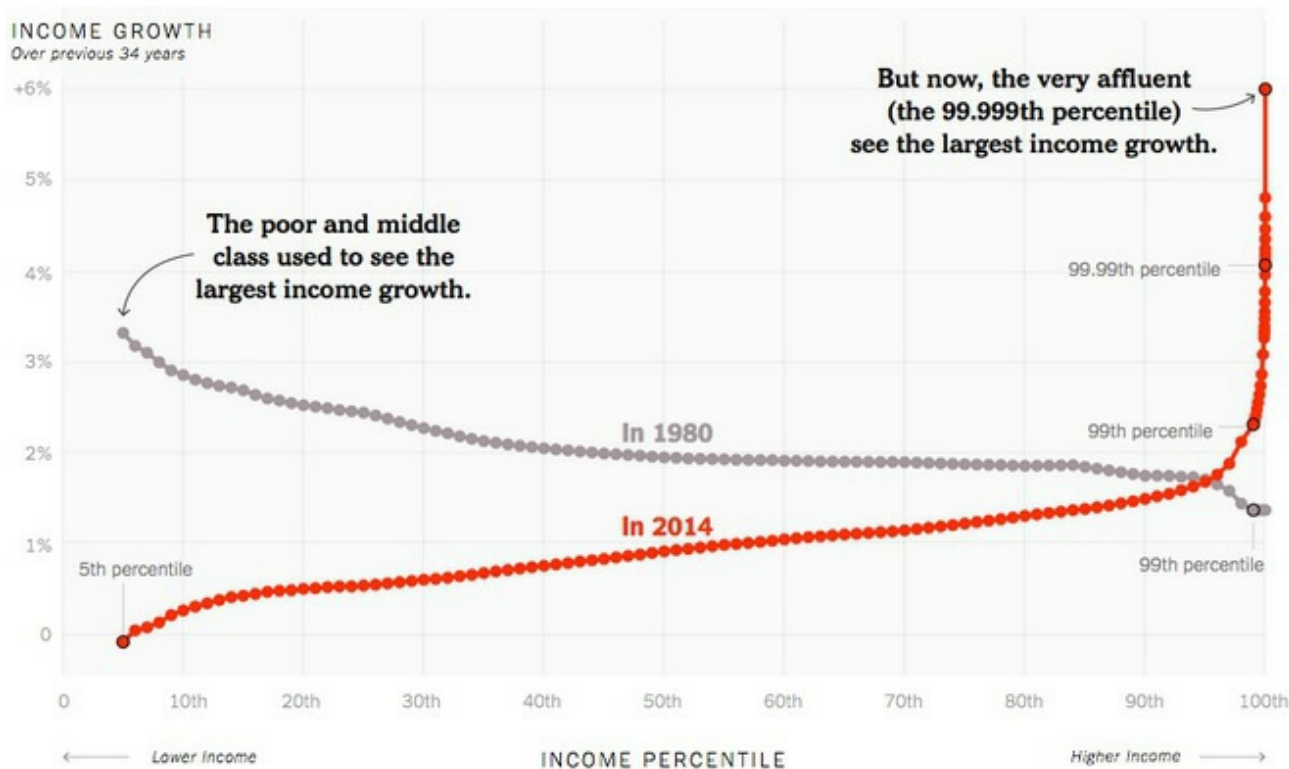
L'encre des ordonnances sur la réforme du travail était à peine sèche que le gouvernement rappelait sa décision de s'attaquer promptement à l'autre versant de sa grande transformation économique : la suppression de tous les obstacles qui entravent le capital. Dès l'automne, les règles de l'impôt sur la fortune (ISF) vont être modifiées, a confirmé le ministre de l'action et des comptes publics, Gérard Darmanin, jeudi 3 août sur [France Inter](#) : « Il y aura toujours un impôt sur la fortune mais sur la fortune immobilière », a-t-il expliqué.



Emmanuel Macron saluant Bernard Arnault (LVMH) et Maurice Lévy (Publicis) lors du salon des start-up le 1er juin. © Reuters

Même l'ancien président (LR) de la commission des finances Gilles Carrez s'étonne de ce projet si déséquilibré. Pour lui, la nouvelle réforme de l'ISF va uniquement « frapper les petits riches », ceux qui ont un patrimoine immobilier, alors que les fortunes de 10, 20 voire 100 millions investies en valeurs mobilières seront totalement exonérées. « J'ai beau être de droite, je suis prêt à soutenir un amendement qui limitera l'exonération d'ISF au seul investissement productif. Quitte à réintégrer les œuvres d'art ! », [explique](#) le député LR.

Depuis l'annonce de ce projet de réforme de l'ISF, de nombreuses études économiques ont montré combien cette mesure allait bénéficier aux plus fortunés (*lire les articles de [Romaric Godin](#) et de [Laurent Mauduit](#)*). Car ce sont les plus riches qui détiennent la plus grande partie des patrimoines financiers sous forme d'actions, d'obligations, d'investissements financiers. Ce sont eux qui ont connu aussi la plus grande envolée de leur patrimoine depuis la crise financière, comme le rappelle année après année le rapport peu suspect de parti pris du [Crédit suisse sur les grandes fortunes dans le monde](#). Une récente [enquête du New York Times](#) démontre le creusement sans précédent des inégalités qui s'est produit au cours des quatre décennies et surtout depuis la crise financière au profit des 1 % et surtout des 0,01 %.



L'enrichissement sans précédent des 0,01 % les plus fortunés. © New York Times

La France s'inscrit totalement dans ce phénomène d'augmentation des richesses et d'extrême concentration entre quelques mains. Ainsi, en 1996, il fallait être à la tête d'une fortune équivalente à 14 millions d'euros pour figurer dans le classement des 500 premières fortunes de France établi par *Challenges*. Dans le dernier classement, inutile d'espérer y figurer avec un patrimoine inférieur à 130 millions d'euros. Il y a dix ans, la France comptait à peine une vingtaine de milliardaires. En 2017, ils sont 74 à avoir une fortune dépassant le milliard d'euros.

Quant aux très grandes fortunes, les Arnault, les Pinault, les Dassault, les Bettencourt ou les Hermès, ils ont vu leur patrimoine multiplié par douze en dix ans en moyenne. Dans le même temps, le PIB de la France a seulement été multiplié par deux. Une multiplication qui a un peu à voir avec la mondialisation et beaucoup avec « l'exubérance » des marchés financiers et l'inflation galopante des actifs. En tout cas, ces chiffres nous enseignent au moins que la France n'est pas un enfer pour les milliardaires, contrairement aux affirmations du Medef.

Lire aussi

Le gouvernement sait que sa réforme est uniquement à destination des plus riches. Et il semble décidé à en faire plus encore. Car il a aussi le projet d'ajouter à la réforme de l'ISF un prélèvement forfaitaire unique sur les revenus du capital et les plus-values réalisées lors d'opérations financières, comme nous l'avions annoncé ([lire ici](#)). Une « flat tax », présentée par le porte-parole du gouvernement Christophe Castaner, comme un impôt « juste », [sur France Inter le 9 août](#), bien que le dispositif renonce par avance à toute progressivité, à toute politique de redistribution.

Mais tout cela est pour la bonne cause. Le gouvernement s'en tient au concept du ruissellement, qui a démontré pourtant toute son inefficacité depuis trente ans ([lire à ce sujet la chronique de l'économiste Gaël Giraud](#)) : l'enrichissement des uns est censé garantir l'emploi des autres. Tous ces allègements sont donc censés « libérer les énergies ». La réforme de l'ISF, comme l'a précisé Christophe Castaner, a pour but d'en finir avec « l'économie de la rente », pour « que l'argent aille vers l'économie réelle, dans la prise de risque, dans l'emploi ».

Laisser croire que la suppression de l'ISF permettra de financer l'économie relève de l'imposture. Comment

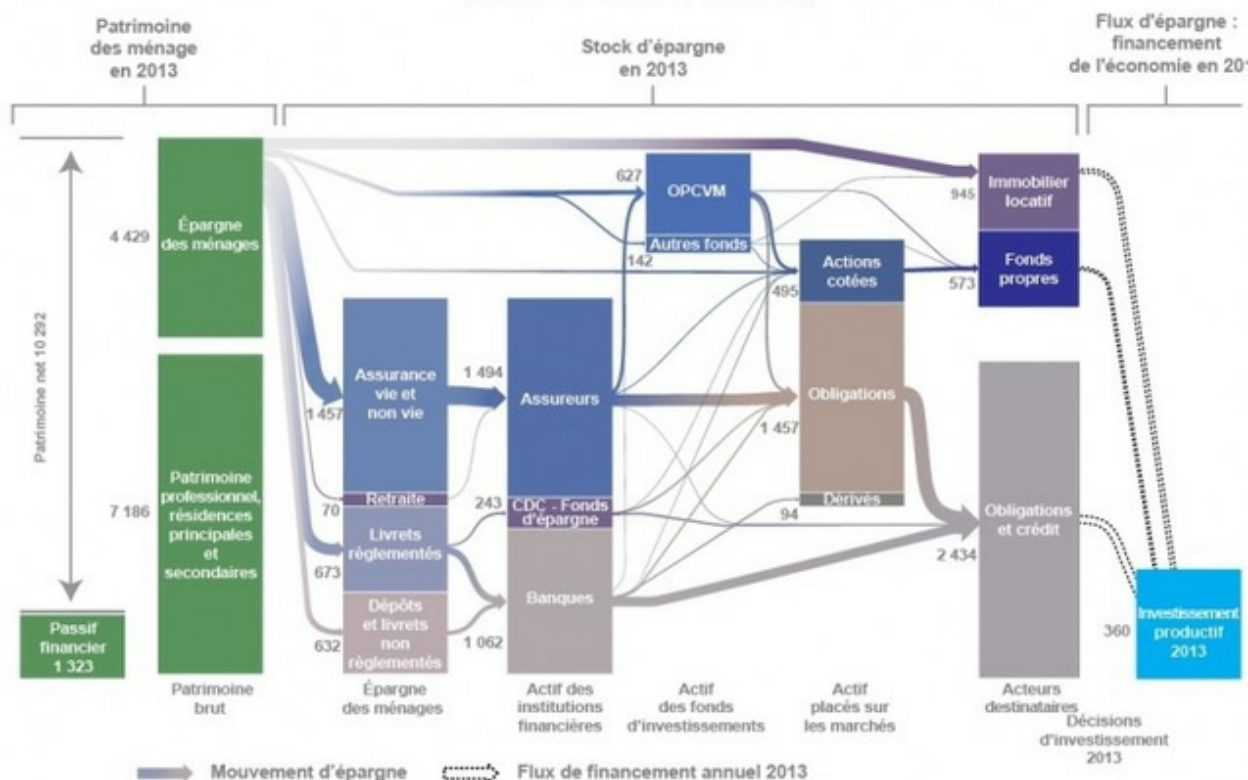
imaginer que l'exonération totale de quelque 150 000 personnes les plus fortunées, le renoncement à 3 milliards d'euros, permettent de répondre aux défis complexes de l'économie française ? En avançant de tels arguments, le gouvernement ancre dans l'opinion publique une image du fonctionnement de l'économie digne du *Journal de Mickey*, avec des Picsous dormant sur leur tas d'or. Comme s'il fallait surtout que les Français ne comprennent pas ce qui se trame en coulisses.

Le financement de l'économie repose d'abord sur le crédit, sur la création monétaire donnée désormais aux banques. Plus qu'aux États-Unis encore, les entreprises européennes dépendent de cette relation bancaire. Pour s'en convaincre, il suffit de se rappeler l'insistance avec laquelle le président de la BCE, Mario Draghi, engagé dans une politique monétaire hors norme, a parlé pendant des mois des problèmes de transmission monétaire. Car il se heurtait à un problème de taille : les centaines de milliards qu'il déversait dans le système monétaire ne se transformaient pas en relance du crédit, n'arrivaient pas à atteindre l'économie réelle, l'essentiel restant capturé par la sphère financière. Il a fallu attendre plus d'un an pour que le système se remette progressivement en marche, apportant la fragile reprise que l'Europe connaît actuellement.

Des marchés boursiers qui ne financent plus rien

Si la préoccupation première du gouvernement était le financement de l'économie, il aurait pu annoncer quelque réflexion sur la réorientation de l'épargne. Le taux d'épargne des Français est parmi les plus élevés au monde. Plus de 1 500 milliards d'euros sont investis dans les produits d'assurance-vie, dans la plus totale opacité. Mais là encore, nulle volonté de modifier le système existant. Il ne s'agit pas pour l'exécutif d'inventer de nouvelles incitations pour financer des défis comme la transition écologique, pour permettre « *de favoriser une croissance durable et inclusive* » comme le recommandait [une étude de France Stratégie publiée en mai](#). La réforme de l'ISF conduira peut-être tout juste à des ajustements à la marge, en incitant « les petits riches » à préférer l'assurance-vie à l'immobilier, pour le plus grand bonheur des banques et des assurances.

Graphique 1 – Cheminement de l'épargne des ménages vers l'investissement final
(montants en milliards d'euros)



Notes de lecture : - Une couleur plus claire correspond à un chiffre dépendant de plus d'hypothèses.
- Les données sont relatives à 2013 mais les éléments retracés sont stables dans le temps.
Source : 2*Investing Initiative (2017).

Quant aux grandes fortunes, cela fait bien longtemps qu'elles évoluent dans un univers à part. Depuis que le monde financier a obtenu en 1987 un droit de tirage illimité sur les banques centrales, elles ont vite compris le bénéfice qu'il y avait à tirer à avoir totalement partie liée avec lui. Le jeu n'est pas de participer au financement de l'économie, à prendre des risques, mais à obtenir le profit maximum d'une circulation de capitaux à une vitesse de plus en plus effrénée, en vase clos.

La situation des marchés boursiers, censés justement être le lieu privilégié du financement des entreprises, traduit cette évolution éloquente. Selon les chiffres glanés au fil de rapports de l'Autorité des marchés financiers (AMF) – curieusement, cette dernière ne tient pas de statistiques officielles sur longue période –, il n'y a eu que 17 introductions en bourse en 2016 contre 42 en 2015, 40 en 2014. Il y en avait près d'une centaine par an avant les années 2000.

« Une cotation impose trop de contraintes aux petites sociétés », avancent certains spécialistes boursiers pour expliquer cette désaffection. Surtout, ces petites sociétés ne sont plus assurées de trouver les capitaux nécessaires pour les aider à innover, à se développer, à créer des emplois, pour reprendre la doxa gouvernementale.

Les montants des capitaux levés par les entreprises sont devenus ridicules. En 2015, les entreprises nouvellement cotées avaient encore réussi à lever 5,3 milliards d'euros. En 2016, le montant est tombé à 1 milliard d'euros. Et encore ! Deux introductions en bourse – celles de Maisons du Monde et de Mediawan – ont représenté plus de la moitié des sommes apportées.

En 2015, les jeunes entreprises *high tech*, celles qui sont censées être au centre des préoccupations gouvernementales, étaient encore parvenues à trouver quelque 330 millions d'euros auprès des investisseurs boursiers parisiens. L'AMF ne donne aucune précision dans son rapport 2016. Peut-être parce que les chiffres sont inavouables.

À eux seuls, ces chiffres donnent la mesure de ce qu'est devenue la bourse de Paris : une place qui ne sert en rien à aider les nouvelles entreprises. Mais elle ne sert pas non plus à financer les groupes reconnus. Lancer une augmentation de capital est mal vu, presque une faute de goût. D'ailleurs, depuis dix ans, il n'y en a quasiment plus.

En septembre 2016, Air Liquide s'est essayé à enfreindre cet interdit. Le groupe a souhaité lever 3,3 milliards d'euros pour parfaire le financement de sa dernière acquisition, le rachat de l'américain Airgas, la plus grosse opération de son histoire. Malgré son excellente réputation boursière, le groupe a dû pourtant donner d'importants gages pour réussir son opération. Le fabricant de tubes, Vallourec, en grande difficulté, lui, n'a pu parvenir à boucler son augmentation de capital de 1 milliard d'euros que grâce au soutien de ses deux principaux actionnaires, BPI France et Nippon Steel. Et il a dû leur accorder des garanties exceptionnelles.

Ces deux opérations représentent plus de 70 % des sommes levées par les sociétés cotées en 2016. Le total des augmentations de capital s'est élevé à 6 milliards d'euros l'an dernier, contre 4 milliards l'année précédente. Au total, les entreprises sont parvenues à obtenir 7 milliards d'euros l'an dernier auprès de leurs actionnaires. Pourtant, chaque jour, il s'échange en moyenne entre 3 et 4 milliards d'euros dans les transactions.

Ces montants donnent la mesure de ce que sont devenus les marchés boursiers, la place de Paris s'inscrivant dans un mouvement mondial. Ce ne sont plus des places – des marchés primaires – dont la fonction est de permettre à des sociétés d'accéder à des capitaux disponibles. Ce ne sont plus désormais que des marchés secondaires, d'occasion, où se négocient des titres sans relation directe avec les sociétés. Le lien avec les entreprises n'est désormais que subalterne : la détention d'une action, avec le *trading* à haute fréquence, est tombée [en moyenne à 22 secondes à New York](#). Dans cette nouvelle configuration, les groupes cotés n'ont pour mission que de redistribuer leur argent, d'entretenir la machine à faire de l'argent avec de l'argent.

Le capital au service du capital

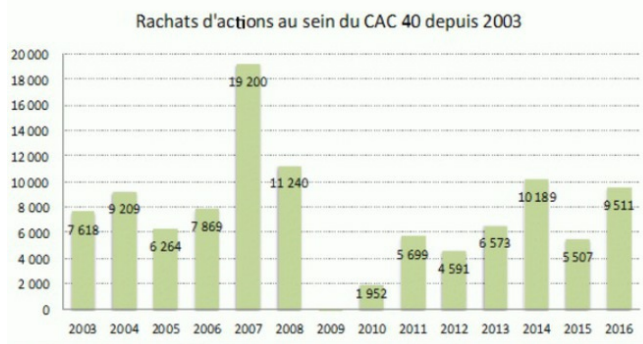
Les sociétés françaises cotées ont particulièrement bien intégré ces nouvelles règles. Elles figurent même parmi les premières de la classe. Au nom des préceptes de la « *shareholder value* », les sociétés cotées se font un

devoir de soigner leurs actionnaires. Le taux de distribution des entreprises du CAC 40 augmente chaque année un peu plus. L'an dernier, les groupes du CAC 40 ont distribué 57 % de leurs bénéfices contre 51 en 2015, et 33 % au début des années 2000. Et cela n'est qu'une moyenne. Cette année, des groupes comme Total, Airbus ou Veolia ont distribué plus que la totalité de leurs bénéfices. D'autres sociétés en perte comme Engie ou Publicis ont continué à verser des dividendes.

Contrairement aux pratiques dans d'autres pays, les sociétés françaises mettent un point d'honneur à ne jamais réviser à la baisse leur politique de distribution. En 2017, les sociétés du CAC 40 ont versé, comme en 2016, 45,8 milliards d'euros à leurs actionnaires. Et ce n'est qu'une partie de la « juste rétribution » des risques pris par les actionnaires. À côté des dividendes, il y a les rachats d'actions, négation même de l'esprit d'entreprise.

© Institut Vernimmen

Suivant les traces de sociétés de Wall Street, les groupes français sont devenus des adeptes forcés de ces pratiques qui viennent gonfler les patrimoines financiers. Certains n'hésitent pas même à s'endetter pour racheter leurs actions, jugeant qu'il est plus profitable pour eux d'emprunter pour détruire du capital plutôt que lancer de nouveaux projets. Chaque année, les groupes français dépensent entre 7 et 10 milliards d'euros dans ces rachats d'actions, [selon les calculs de l'institut Vernimmen](#).

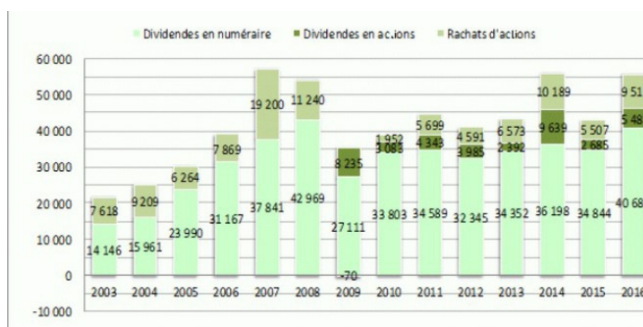


Il y eut même une année faste, 2007, où les groupes du CAC 40 ont dépensé près de 20 milliards d'euros pour soutenir leur cours. De l'argent brûlé en pure perte : la crise de 2008 allait précipiter la chute de tous les marchés boursiers.

« La France est, de loin, le plus gros payeur de la région [l'Europe – ndlr], et aussi le pays dont les dividendes ont progressé le plus rapidement. Les dividendes totaux français [incluant les rachats d'actions – ndlr] ont augmenté de 11,8 % pour atteindre 54,3 milliards de dollars US, ce qui correspond à une hausse de 9,4 % des dividendes sous-jacents », note [une étude d'Henderson Global Investors](#) de février 2017. Les groupes allemands, qui en apparence ne sont pas en mauvaise santé, ont distribué la même année 32 milliards de dividendes.

© Institut Vernimmen

« Les entreprises du CAC ont versé l'équivalent du budget de l'éducation nationale », rappelle de son côté l'institut Vernimmen. Dans le même temps, les mêmes groupes réduisent leurs investissements, taillent dans leur recherche et développement, proposent peu d'innovations, suppriment des emplois, ferment des usines et se décapitalisent. L'illustration d'un nouvel esprit d'entreprise, sans doute.



Une grande partie de cet argent capté auprès des entreprises évolue en circuit fermé. Les indices boursiers volent de record en record, le prix des actions atteint des niveaux irréalistes. Au point que les connaisseurs des marchés boursiers parlent désormais ouvertement de bulle boursière, tant la déconnexion est devenue béante par rapport à l'économie réelle.

Lire aussi

Ainsi, de la même manière qu'il existe une rente immobilière nourrie par l'explosion des prix de l'immobilier, il existe une rente boursière, alimentée par une inflation des actifs financiers. Quelle logique y a-t-il alors de taxer l'une et d'épargner l'autre ? Est-il vraiment dans l'intérêt général que le gouvernement donne une prime supplémentaire aux plus fortunés qui profitent le plus des dérèglements du monde financier, déjà largement subventionné par les banques centrales ? Est-ce vraiment de bonne politique d'encourager la spéculation, en refusant de mettre la moindre fiscalité sur ces enrichissements sans cause, liés à l'emballage des capitaux ?

À entendre Christophe Castaner, il ne s'agit pas de cela naturellement. La suppression de l'ISF pour les valeurs mobilières doit servir essentiellement à « *soutenir le développement des PME* », les *high tech*, les petites entreprises au coin de la rue. Mais là encore, le gouvernement choisit de ne faire aucune distinction entre un investissement à long terme, qui accompagne le développement de sociétés, et les allers-retours. Avoir une part dans une entreprise vaut *quitus* fiscal.

Depuis plusieurs années, le capital-risque, le *private equity* dans le jargon financier, ne cesse de se développer en France. Il ne s'est même jamais aussi bien porté, à en croire ses promoteurs. Selon l'association française des investisseurs pour la croissance (AFIC), les quelque 300 fonds français sont parvenus à lever 14,7 milliards d'euros en 2016, soit une hausse de 51 % par rapport à l'année précédente. Près de la moitié des sommes ont été apportées par des investisseurs étrangers. Tout cet argent aurait permis d'investir massivement dans les entreprises. 1 900 PME ont ouvert leur capital à ces professionnels du financement.

Si tant d'investisseurs se précipitent, c'est qu'on y fait beaucoup d'argent, surtout dans cette période à taux zéro. Une grande partie de cet argent apporté ne sert pas à investir, développer mais plutôt à enrichir rapidement fondateurs et investisseurs. Ceux-ci privilégient non pas les entreprises en devenir mais plutôt celles qui ont déjà des assises fermes, où il y a des actifs à vendre, où l'on peut obtenir un rendement élevé et rapide. Contre leur apport en capitaux, ils exigent des retours annuels de 10 %, 15 %, parfois 20 %. Pour être sûrs de toucher leurs dividendes, certains obligent les sociétés à s'endetter afin qu'elles leur reversent immédiatement les sommes empruntées au titre de dividendes exceptionnels.

Un marché des entreprises s'est ainsi créé qui connaît la même folie inflationniste que l'immobilier ou les marchés boursiers. Les sociétés y passent de main en main, d'investisseur en investisseur, en s'endettant à chaque fois un peu plus, tandis que les fonds ramassent la mise. Jusqu'à ce que l'entreprise s'écroule, plombée par les dettes, le sous-investissement, et le dépeçage d'actifs. De [Vivarte](#) à [Solocal](#), de [GM&S](#) à [Parkeon](#) – pour ne citer que quelques cas –, les exemples de ces pillages d'entreprises par des investisseurs intéressés, aidés par quelques dirigeants, ne manquent pas. Loin de les décourager, le gouvernement met en place un dispositif incitatif pour perpétuer ce système de prédation, puisque demain, il n'y aura plus d'ISF et que les plus-values ne seront soumises qu'à une imposition forfaitaire.

Plutôt que chercher des prétextes en invoquant le financement de l'économie, le gouvernement devrait au moins assumer sa réforme pour ce qu'elle est : une politique de classe en faveur des grandes fortunes, afin de leur complaire. Le prix à payer pour leur soutien à la présidentielle ?