

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 juillet 2010 – N° 367

### **La seule manière de réduire les déficits publics sans tuer la croissance : donner une perspective d'accélération de la croissance à long terme**

*Tous les pays de l'OCDE vont devoir réduire fortement leurs déficits publics dans les prochaines années. Si rien ne vient soutenir l'économie, ceci conduira à une forte réduction de la croissance, avec de plus l'amplification du freinage de l'activité par le commerce extérieur entre ces pays.*

*La "neutralité ricardienne" donne une vision très partielle de ce que peut être un mécanisme compensateur : s'il y a réduction des dépenses publiques, les agents économiques privés anticipent une baisse des impôts, donc un supplément de revenu, dans le futur, et dépensent donc davantage à court terme. Mais, de manière plus générale, ce qui est nécessaire lorsque les déficits publics sont réduits est l'anticipation d'une accélération de la croissance dans le futur : les Etats doivent montrer pourquoi et comment la croissance deviendra plus forte à long terme qu'aujourd'hui, ce qui génère l'anticipation de revenus plus élevés dans le futur (au-delà des effets de court terme des politiques budgétaires).*

*Ceci a un certain nombre d'implications importantes pour les programmes de réduction des déficits publics :*

- *ne pas accroître les impôts (charges sociales, impôts sur les profits des sociétés dans les pays où la profitabilité est faible) dont la hausse réduirait la croissance potentielle ;*
- *de même, ne pas toucher (au contraire) aux dépenses publiques favorables à la croissance de long terme ;*
- *afficher une stratégie économique conduisant à une croissance plus forte avec des emplois de qualité à moyen terme (par exemple, en Allemagne, maintien d'une industrie sophistiquée de grande taille ; aux Etats-Unis, développement des industries vertes...). La concentration des politiques économiques sur les résultats à obtenir à court terme (Espagne, France, Royaume-Uni...) peut avoir des résultats catastrophiques.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

**Patrick ARTUS**

**Réduction généralisée des déficits publics dans les pays de l'OCDE, et ses effets sur la croissance**

La totalité des pays de l'OCDE va chercher à réduire leurs déficits publics dans le futur, certains à un rythme plus lent que celui des autres (Etats-Unis, tableau 1).

**Tableau 1**  
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics (en % du PIB)

Pays	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Etats-Unis	-2,8	-6,5	-9,9	-10,6	-8,3	-5,1	-4,2
Royaume-Uni	-2,7	-6,8	-11,3	-10,1	-7,6	-5,6	-3,6
Allemagne	0,2	0,0	-3,3	-5,5	-4,5	-3,5	-3,0
France	-2,7	-3,3	-7,5	-8,0	-6,0	-4,6	-3,0
Italie	-1,5	-2,7	-5,2	-5,0	-3,9	-2,7	-2,2
Espagne	1,9	-4,1	-11,2	-9,8	-7,5	-5,3	-3,0
Pays Bas	0,2	0,7	-5,3	-6,1	-5,0	-4,5	-
Grèce	-5,1	-7,7	-13,6	-8,7	-5,3	-2,8	-2,0
Portugal	-2,6	-2,8	-9,4	-8,3	-6,6	-4,6	-2,8
Irlande	0,1	-7,3	-14,3	-11,6	-10,0	-7,2	-4,9
Autriche	-0,4	-0,4	-3,4	-4,7	-4,0	-3,3	-2,7
Belgique	-0,2	-1,2	-6,0	-4,8	-4,1	-3,0	-
Finlande	5,2	4,2	-2,2	-3,6	-3,0	-2,3	-1,9
Suède	3,8	2,5	-0,5	-2,1	-1,0	0,4	1,3
Danemark	4,5	3,4	2,7	-5,1	-4,4	-3,9	-3,1
Japon	-7,4	-8,0	-8,9	-9,3	-	-	-

Sources : OMB, HM Treasury, Eurostat, Natixis

Si aucun facteur compensateur n'apparaît, cette réduction des déficits publics aura des effets très négatifs sur la croissance, d'autant plus qu'elle est simultanée dans tous les pays, et que ces pays ont entre eux des échanges commerciaux importants (en Europe, tableau 2), d'où un effet multiplicateur de la réduction des déficits publics).

**Tableau 2**  
Exportations vers Etats-Unis + UE à 15 + Japon (en % du total)

Exportations depuis	Etats-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Espagne	Italie	Pays Bas
2002	28,69	76,01	75,77	74,25	71,73	78,45	85,75
2003	28,62	74,46	75,85	74,72	72,14	79,61	85,70
2004	27,92	73,29	75,26	73,80	71,14	78,46	85,97
2005	26,87	71,67	74,85	71,78	70,62	76,65	84,66
2006	26,48	73,49	73,68	73,42	69,86	75,32	83,97
2007	26,76	73,43	73,47	72,43	68,63	75,02	82,99
2008	26,32	72,00	71,67	70,19	65,54	73,35	83,41
2009	25,86	71,34	70,72	68,61	64,45	72,80	81,73

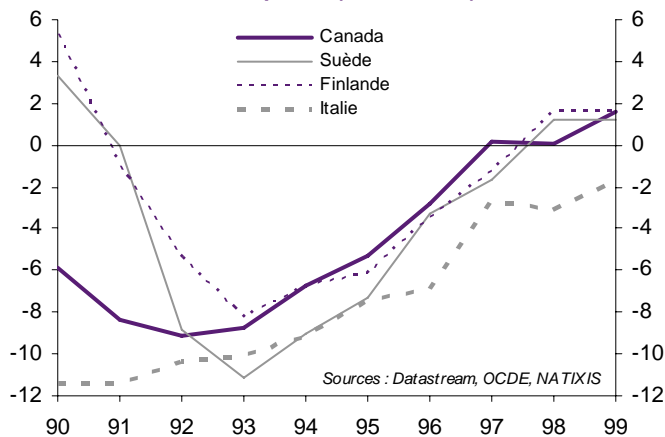
Exportations depuis	Grèce	Portugal	Irlande	Autriche	Belgique	Finlande	Japon
2002	60,64	87,23	83,70	81,12	84,12	71,63	44,23
2003	71,15	87,08	85,49	81,20	84,89	70,40	40,98
2004	69,98	86,25	85,13	80,71	85,08	66,64	38,53
2005	66,94	82,43	84,80	78,79	84,17	64,35	37,50
2006	68,63	81,24	84,29	78,89	83,47	65,35	37,34
2007	69,71	79,82	83,18	78,39	82,66	64,91	35,21
2008	69,16	74,19	83,72	77,25	82,35	63,94	31,86
2009	67,73	76,71	83,96	76,56	82,12	64,88	28,93

Sources : Datastream, Natixis

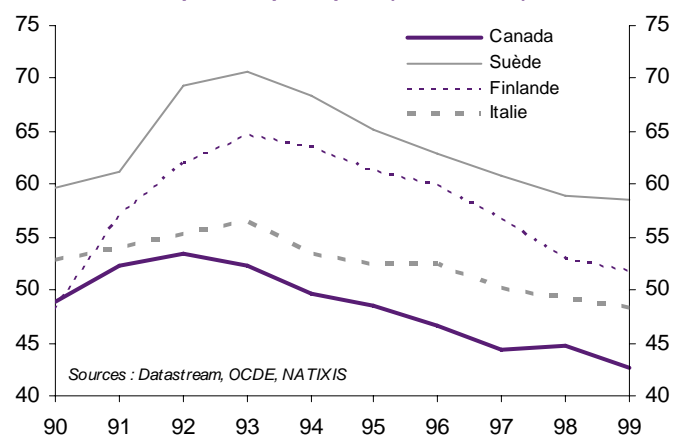
**La vision usuelle de la "neutralité ricardienne"**

On met souvent en avant une théorie liée à la "neutralité ricardienne" : si les pays réduisent les déficits publics seulement en réduisant les dépenses publiques (ce qui a été le cas dans les années 1990 au Canada, en Suède, en Finlande, en Italie, graphiques 1a-1b-1c), les agents économiques privés (ménages en particulier) anticipent qu'ils paieront moins d'impôts dans le futur, d'où une baisse du taux d'épargne qui soutient la demande (ce qu'on a aussi observé, graphique 2a, mais peut-être à cause de la baisse des taux d'intérêt, graphique 2b, et pas des anticipations de revenus futurs).

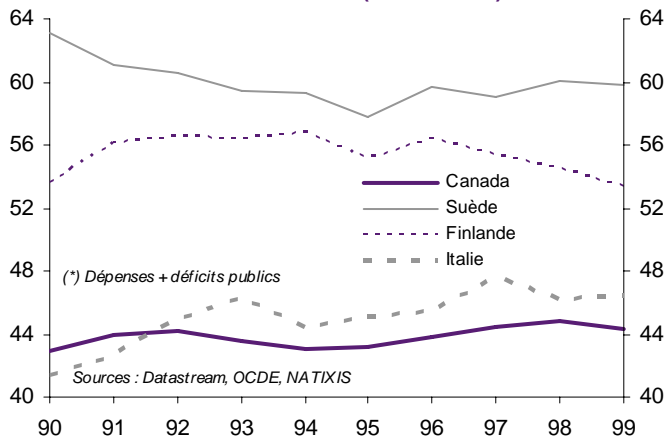
Graphique 1a  
Déficit public (en % du PIB)



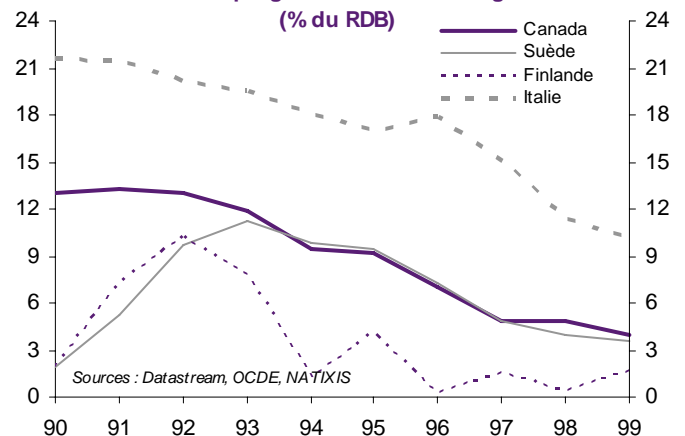
Graphique 1b  
Dépenses publiques (en % du PIB)



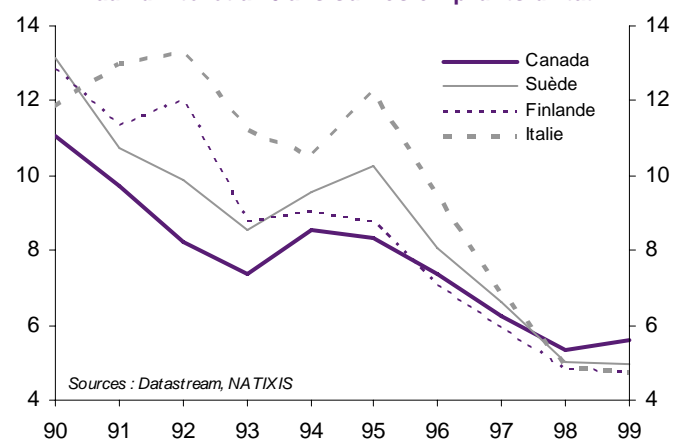
Graphique 1c  
Pression fiscale\* (en % du PIB)



Graphique 2a  
Taux d'épargne nette des ménages  
(% du RDB)



Graphique 2b  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État



Mais, d'une manière plus générale, pour espérer obtenir une hausse de la demande privée au moment où les déficits publics sont réduits, il faut :

- éviter les politiques économiques qui réduisent fortement la demande intérieure à court terme (par exemple hausse de la TVA) ;
- et surtout, ce qui est notre point ici, **donner aux agents économiques la perspective d'une hausse de la croissance donc de leurs revenus dans le futur**, ce qui les amène à dépenser davantage à court terme.

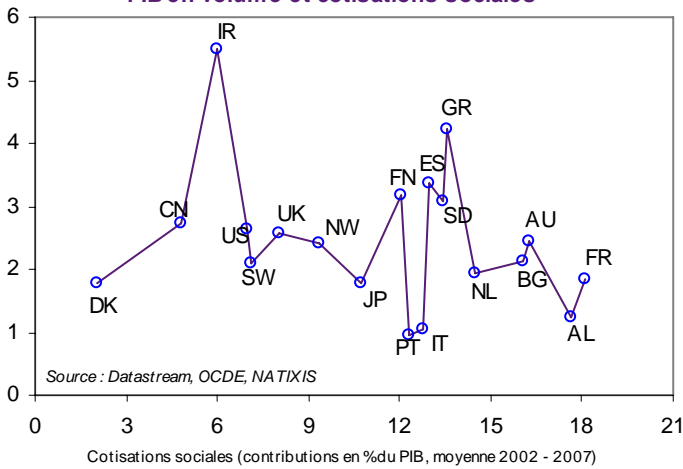
Il est donc très important que les Etats montrent aux agents économiques privés comment et pourquoi ils vont obtenir un supplément de croissance à moyen terme, avec des emplois nouveaux de bonne qualité.

Quelles implications pour les programmes de réduction des déficits publics ?

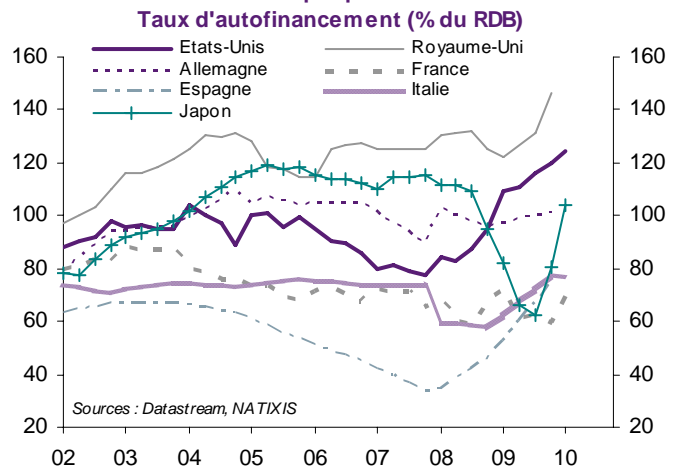
Il faudrait donc être capable aujourd'hui de réduire les déficits publics tout en faisant anticiper une accélération de la croissance à moyen terme. Ceci conduit à préconiser :

- (1) de ne pas accroître les impôts dont la hausse réduirait la croissance potentielle : charges sociales, impôts sur les sociétés dans les pays où la rentabilité est faible (c'est-à-dire France, Italie, Espagne, graphique 4). Le graphique 3 montre bien une relation négative entre taux de charges sociales et croissance moyenne.

Graphique 3  
PIB en volume et cotisations sociales

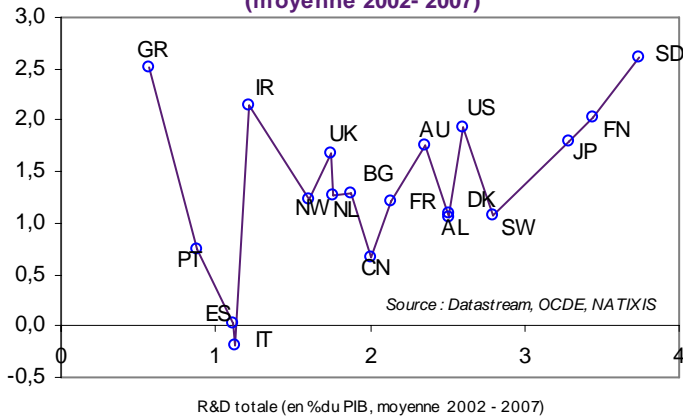


Graphique 4

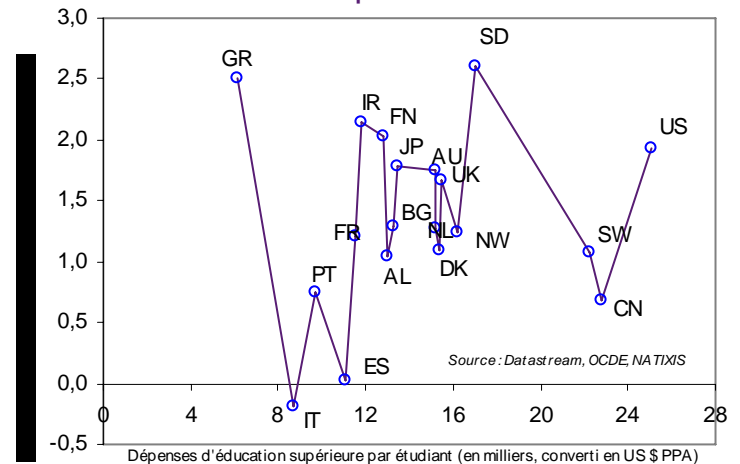


- (2) de ne pas réduire les dépenses publiques qui sont favorables à la croissance de long terme : R&D, éducation, infrastructures nécessaires (énergie, télécom...). A l'exception de la Grèce et de l'Irlande, la relation entre gains de productivité et dépenses de R&D est bien croissante (graphique 5). A l'exception de la Grèce, la relation entre gains de productivité et dépenses d'éducation est croissante (graphique 6).

Graphique 5  
Productivité et dépenses en R&D  
(moyenne 2002- 2007)

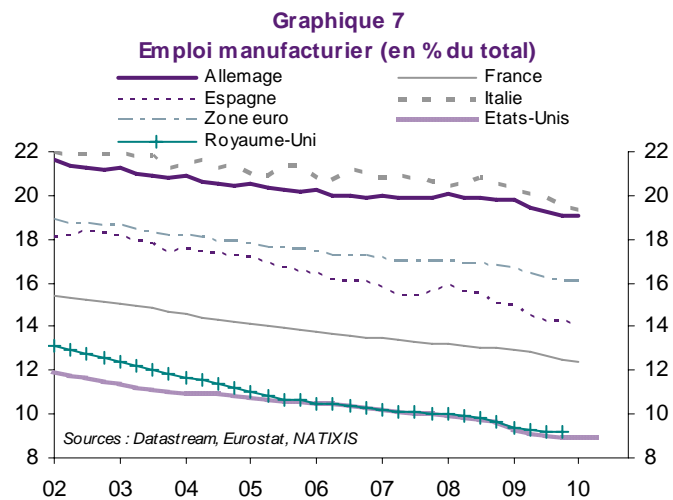


Graphique 6  
Productivité et dépenses d'éducation



(3) d'afficher une stratégie économique favorable à la croissance de long terme, par exemple :

- en Allemagne, stratégie (contrôle des coûts salariaux, maintien de taux d'intérêt à long terme bas avec la réduction des déficits publics) de maintien d'une industrie sophistiquée de grande taille (graphique 7) ;
- aux Etats-Unis, développement des industries vertes (tableau 3).



**Tableau 3**  
**Etats-Unis : financement des projets d'énergie et d'environnement (Mds \$)**

L'efficacité énergétique et les énergies renouvelables	16,8
Les garanties fédérales pour les crédits pour les systèmes des énergies renouvelables et de la transmission d'électricité	6
Subventions d'états pour les projets de l'infrastructure d'eau	5,8
Autres projets d'énergie inclus le programme de rénovations des grilles électriques ("smart grid", \$4,4Md)	22,4
Autres projets d'environnement inclus le développement capital des parcs nationaux	4,7
Les allocations pour la recherche en sciences liées aux énergies (Fondation Nationale des Sciences, Bureau de la Recherche du Département de l'Energie, NASA)*	5
Autres	1
<b>Total</b>	<b>61,7</b>

\* Allocations à la Fondation Nationale des Sciences (\$3Md), au Bureau de la Recherche du Département de l'Energie pour les projets sur les biocarburants, physique nucléaire et des énergies de la fusion (\$1,6Md), à NASA pour la recherche sur le climat (0,4Md\$)

Source : Natixis

On peut être inquiet au contraire pour les pays où il semble que le seul objectif affiché fortement par les gouvernements est la réduction à court terme du déficit public.

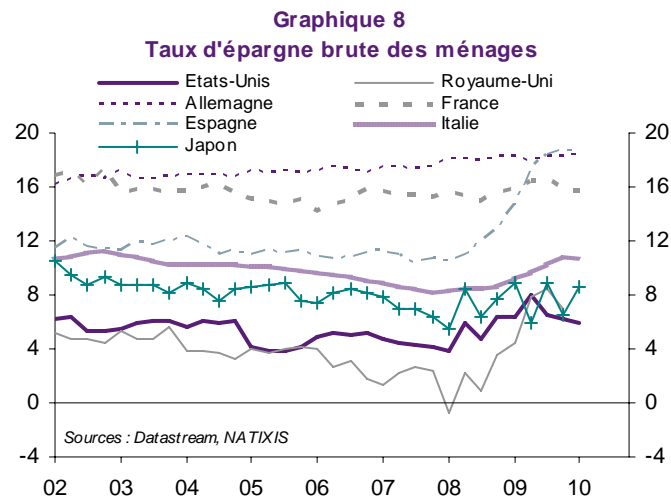
**Synthèse : associer réduction des déficits publics et politique de stimulation de la croissance de moyen terme**

Si les agents économiques privés voient qu'il va y avoir réduction des déficits publics mais en même temps que des politiques économiques sont mises en œuvre pour augmenter la croissance de long terme (et que la réduction des déficits publics n'est pas faite par des méthodes qui affecteraient la croissance potentielle, comme la hausse des charges sociales), ils peuvent compenser les effets restrictifs de la diminution des déficits publics par une hausse de leurs dépenses.

Il nous paraît donc très important **que les gouvernements passent simultanément deux messages** :

- qu'ils vont réduire les déficits publics, sans accroître les impôts qui freinent la croissance de long terme et sans couper les dépenses nécessaires à cette croissance ;
- que parallèlement ils mettent en place un programme économique visant à augmenter la croissance potentielle (réindustrialisation, R&D, éducation, développement des nouvelles industries – vert, nanotech, énergie...).

Si les messages passés ne concernent que la réduction des déficits publics, la réaction des agents économiques risque d'être une **nouvelle augmentation de l'épargne de précaution**, ce qu'on voit sans doute aujourd'hui en Europe (graphique 8).



## AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

**Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.**

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne accepte d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie. Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a)(6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

**This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.**

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA