

## Flash Economie

22 février 2018 - 209

### France : que faudra-t-il pour que les keynésiens abandonnent ?

On entend encore souvent défendre en France l'idée de la nécessité du soutien de la demande de biens et services, du risque qu'il y aurait à réduire les déficits publics : les keynésiens sont toujours présents.

Pourtant :

- tous les signes montrent que le taux de chômage est proche en France du taux de chômage structurel (qui ne dépend pas de la croissance de la demande) malgré son niveau élevé : niveau élevé des difficultés d'embauche des entreprises, accélération nette des salaires, dégradation du commerce extérieur ; dans cette situation, il ne sert plus à rien de stimuler la demande ;
- les derniers travaux de recherche quantitative montrent de manière convaincante que, lorsqu'il y a réduction du déficit public (consolidation budgétaire), le multiplicateur budgétaire (l'effet de la variation du déficit public sur la croissance du PIB) est faible quand il y a baisse des dépenses publiques, élevé quand il y a hausse des impôts : on peut réduire le déficit public par la baisse des dépenses publiques ;
- la remontée des taux d'intérêt à long terme qui s'amorce dans la zone euro devrait inciter à réduire le taux d'endettement public, ce qui n'est pas fait en France. Les « keynésiens » supposent en réalité que, perpétuellement, la BCE maintiendra des taux d'intérêt anormalement faibles (acceptera la « dominance fiscale », c'est-à-dire le maintien de la solvabilité budgétaire par la politique monétaire), ce qui peut être une hypothèse dangereuse.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

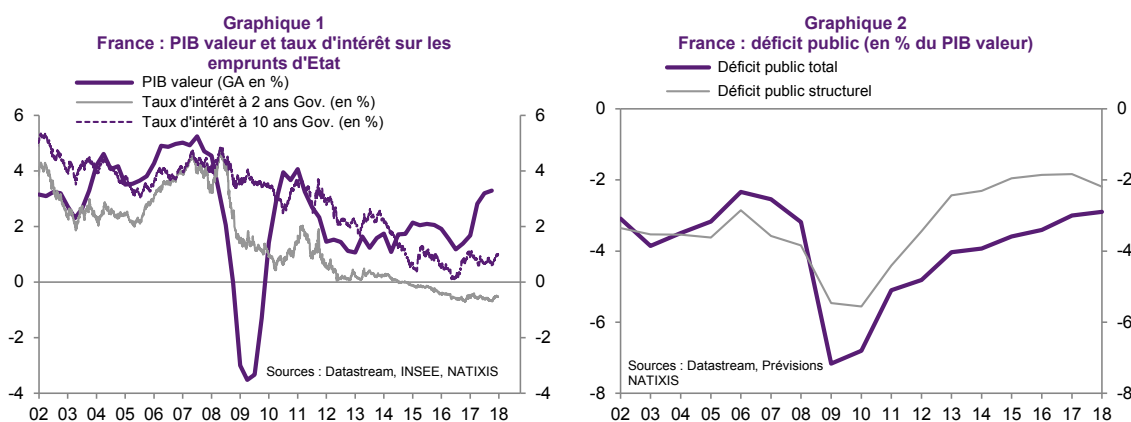
 @PatrickArtus

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

## France : « les keynésiens » sont toujours là

On entend toujours **défendre en France** :

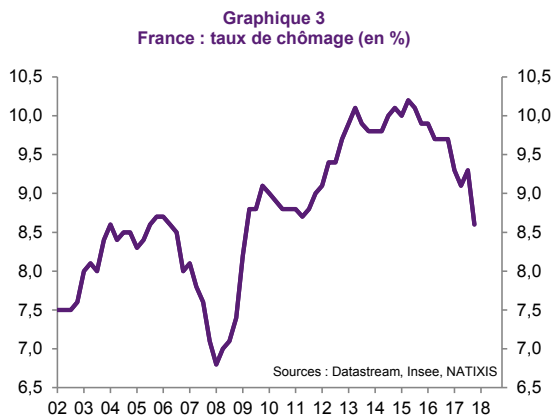
- le maintien d'une politique monétaire expansionniste (graphique 1) ;
- le maintien d'une politique budgétaire expansionniste (graphique 2), avec l'idée que la réduction du déficit public aurait un effet très négatif sur l'activité (que le multiplicateur budgétaire est élevé) ;
- l'idée que si on veut en France davantage d'investissements et d'emplois, il faudrait qu'il y ait davantage de demande pour les biens et services.



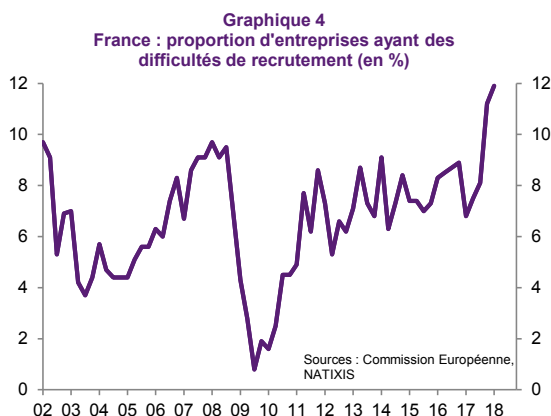
## Pourtant, de nombreux facteurs devraient faire douter de la pertinence du soutien de la demande aujourd'hui en France

### 1 – Tous les signes montrent que le taux de chômage est proche du taux de chômage structurel en France

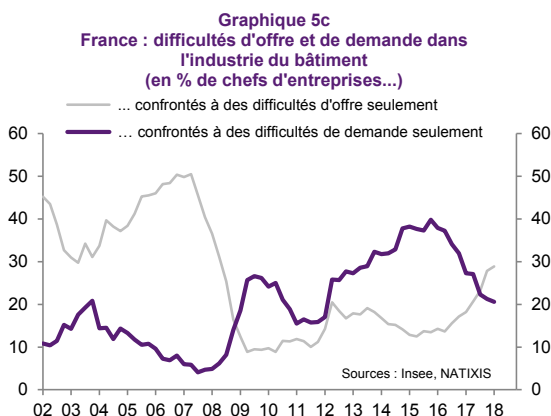
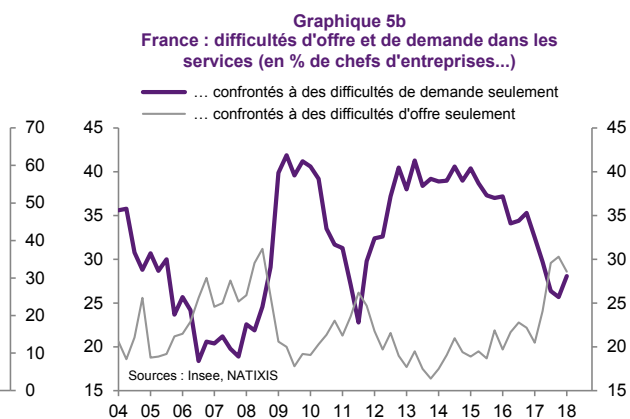
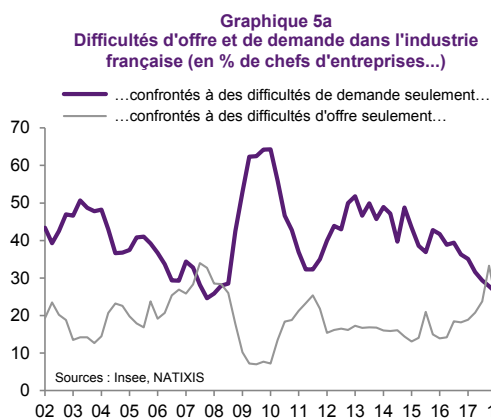
Malgré le niveau élevé du taux de chômage en France (graphique 3), on observe aujourd'hui en France :



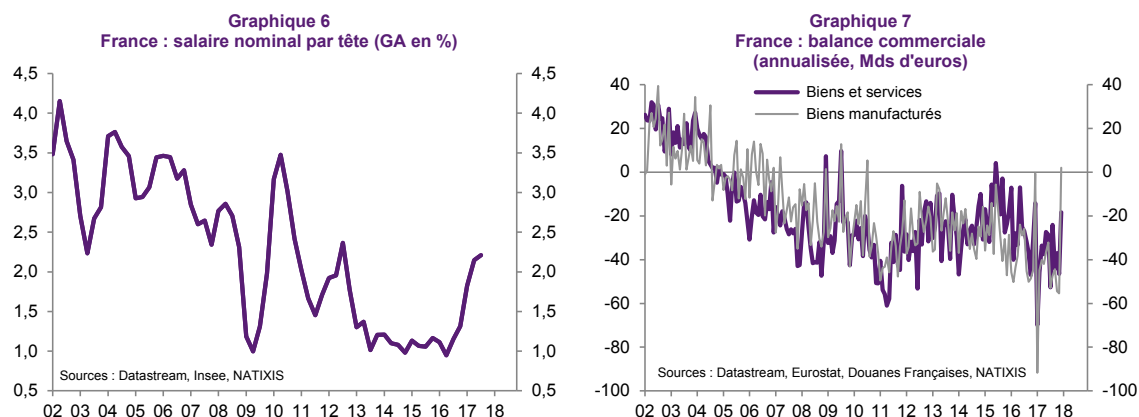
- que les difficultés d'embauche des entreprises sont très importantes (graphique 4) ;



- que les entreprises françaises mentionnent que les problèmes d'offre sont devenus plus graves que les problèmes de demande (graphiques 5a/b/c) ;



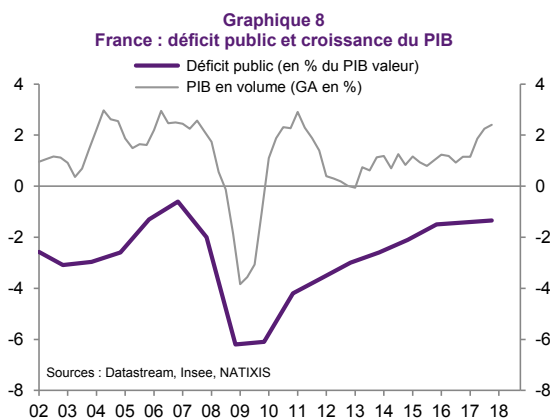
- que le salaire par tête accélère (graphique 6) ;
- que le commerce extérieur de la France se dégrade (graphique 7).



Dans cette situation où le taux de chômage devient proche du taux de chômage structurel (la partie du chômage qui ne dépend pas de la position cyclique de l'économie mais de facteurs structurels) il est inutile de stimuler la demande de biens et services : les contraintes d'offre impliquent qu'il ne résulte de cette stimulation que la dégradation du commerce extérieur et l'inflation salariale.

## 2 – Les travaux de recherche montrent que la réduction du déficit public par la baisse des dépenses publiques a peu d'effets négatifs sur l'activité.

Les « keynésiens » attribuent la faiblesse de la croissance en France entre 2011 et 2015 à la réduction du déficit public (graphique 8).

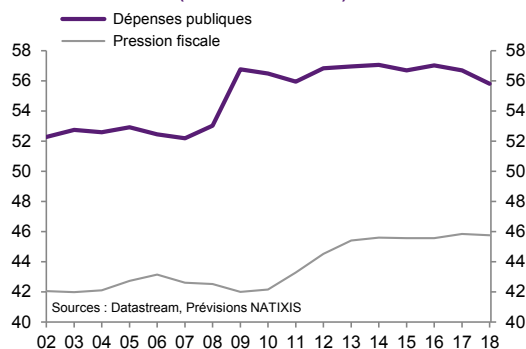


Mais un ensemble de travaux récents de recherche<sup>1</sup> montre que, **s'il y a réduction du déficit public** (consolidation budgétaire), le multiplicateur budgétaire (effet de la variation du déficit public sur la croissance du PIB) **est faible s'il y a baisse des dépenses publiques, élevé s'il y a hausse des impôts.**

<sup>1</sup> voir une synthèse dans A. ALESINA, C. FAVERO, F. GIAVAZZI « What do we know about the effects of austerity? », CEPR Discussion paper n° 12655, janvier 2018

Ce serait donc l'utilisation de la hausse de la pression fiscale et non de la baisse des dépenses publiques de 2011 à 2015 (graphique 9) qui expliquerait le freinage de la croissance.

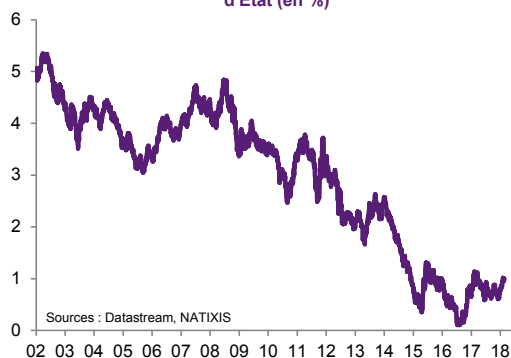
**Graphique 9**  
France : dépenses publiques et pression fiscale  
(en % du PIB valeur)



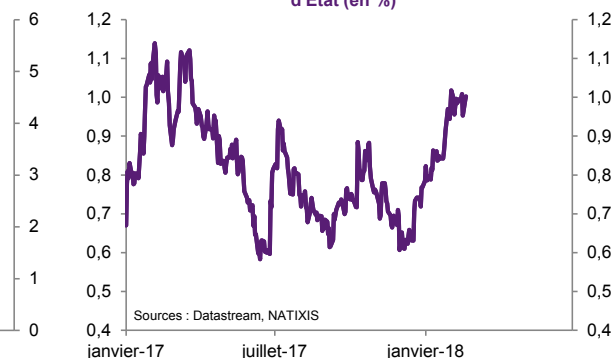
### 3 – On ne peut pas supposer que la BCE va maintenir perpétuellement des taux d'intérêt bas

Les taux d'intérêt à long terme commencent à remonter dans la zone euro (graphiques 10a/b).

**Graphique 10a**  
France : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

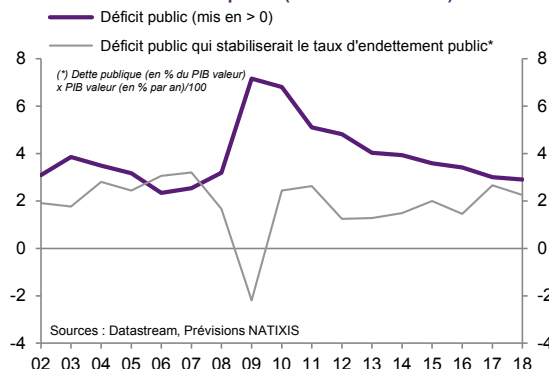


**Graphique 10b**  
France : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Il pourrait donc sembler nécessaire de commencer à réduire le taux d'endettement public, mais ce n'est pas le cas (graphique 11).

**Graphique 11**  
France : déficit public (en % du PIB valeur)



**Les « keynésiens »** qui préconisent le maintien d'une politique budgétaire expansionniste en France **supposent donc implicitement que la BCE va perpétuellement maintenir des taux d'intérêt à long terme anormalement bas**, c'est-à-dire qu'il y aura perpétuellement « dominance fiscale » (nécessité pour la Banque Centrale d'assurer la solvabilité budgétaire par une politique monétaire anormalement expansionniste).

**Mais il n'est pas clair du tout que la BCE va accepter durablement ce rôle.**

## **Synthèse : difficulté de rester keynésien en France, normalement**

Avec :

- le retour visible du taux de chômage vers le taux de chômage structurel, qui rend inefficaces les politiques de soutien de la demande ;
- la recherche économique qui semble montrer qu'on peut réduire le déficit public en réduisant les dépenses publiques sans effet négatif important sur l'activité ;
- le danger qu'il y a à supposer que les taux d'intérêt à long terme vont rester perpétuellement bas et qu'il n'est donc pas dangereux de laisser le taux d'endettement public augmenter,

Il paraît vraiment difficile de continuer à défendre des thèses keynésiennes en France. Et pourtant, elles continuent à être défendues.

## Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et 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. 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 ne doit accepter 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 a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière 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.**

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'exactitude ou 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 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 supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) 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'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée en matière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR 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 est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

**JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFICATIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.**

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>