

Flash Economie

17 janvier 2017 - 96

Politiques économiques : retour aux débats des années 1970-80 ?

On voit aujourd'hui dans les pays de l'OCDE :

- certains (FMI, OCDE, Commission Européenne...) préconiser le retour de politiques keynésiennes : utilisation des déficits publics pour soutenir la croissance, lutter contre l'excès d'épargne ;
- d'autres (D. Trump, Th. May, F. Fillon...) préconiser le retour de politiques de l'offre : baisse des impôts des entreprises et des ménages, flexibilité accrue du marché du travail.

On voit donc le retour aux débats (un peu caricaturaux) de politique économique des années 1970-1980. D'où vient ce retour ?

Probablement :

- de la constatation que les politiques monétaires ont atteint leurs limites ;
- de ce qu'aucune de ces politiques (demande, offre) n'a été essayée complètement, avec force, depuis 30 ans : lorsque des déficits publics ont été mis en place, ils ont été vite corrigés ; lorsque des baisses d'impôts ont été mises en place, elles ont été timides ;
- de l'insuffisance de l'analyse qui est faite dans les deux cas : les problèmes de croissance viennent souvent de causes structurelles (affaiblissement du progrès technique, déficiences des systèmes d'éducation et de formation, déformation des structures des économies) que ni les politiques de la demande ni les politiques de l'offre telles qu'elles sont proposées ne pourront corriger.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

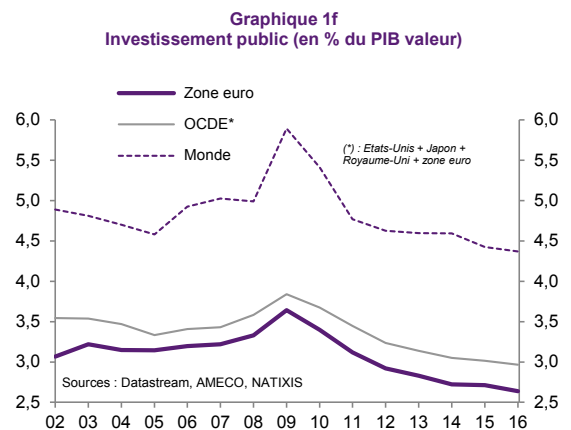
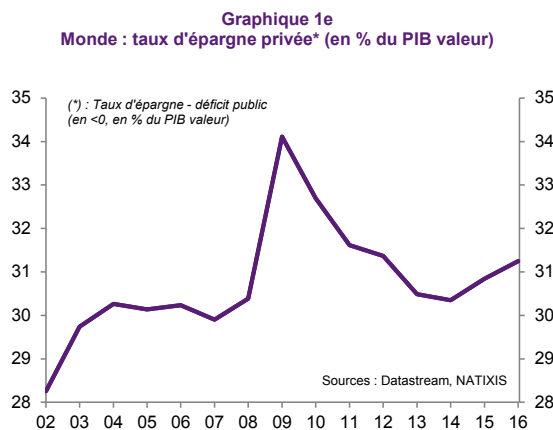
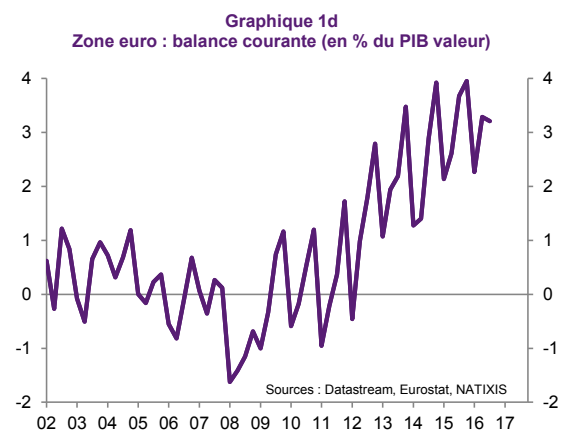
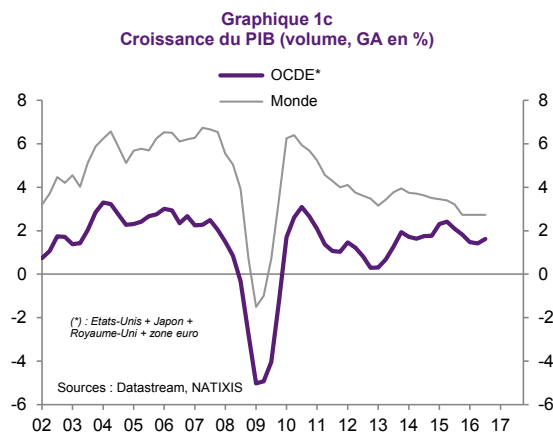
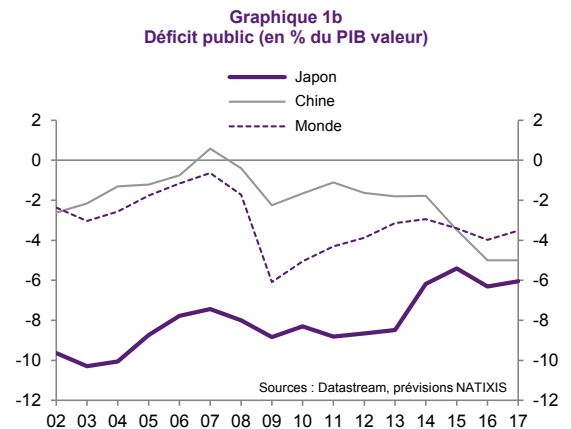
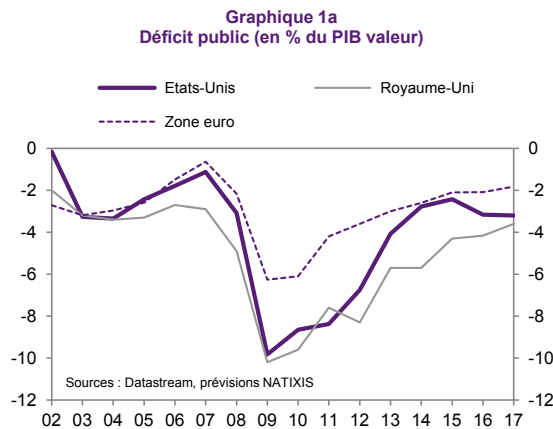
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

On voit revenir aujourd'hui le débat de politique économique des années 1970-80

(1) Le FMI, l'OCDE, la Commission Européenne, beaucoup d'économistes... **préconisent d'aller vers des politiques budgétaires plus expansionnistes (graphiques 1a/b)**, pour lutter contre l'affaiblissement de la croissance (graphique 1c), dans la zone euro contre l'excès d'épargne (graphique 1d), contre l'excès d'épargne privée du Monde (graphique 1e). **On voit donc revenir la proposition de politiques keynésiennes, assez souvent sous la forme d'une demande de redressement de l'investissement public (graphique 1f).**



(2) Au contraire, **aux Etats-Unis D. Trump propose de baisser fortement (de 35% à 15%) le taux d'imposition des entreprises** et plus modérément celui des ménages ; **au Royaume-Uni, Th. May veut ramener à 15% le taux d'imposition des profits** ; **en France, F. Fillon (le candidat de la droite à l'élection présidentielle), veut baisser les cotisations sociales des entreprises et flexibiliser le marché du travail. On voit donc revenir des politiques de l'offre**, visant à réduire la pression fiscale (**graphiques 2a/b**), à avoir un marché du travail plus flexible (**tableau 1**).

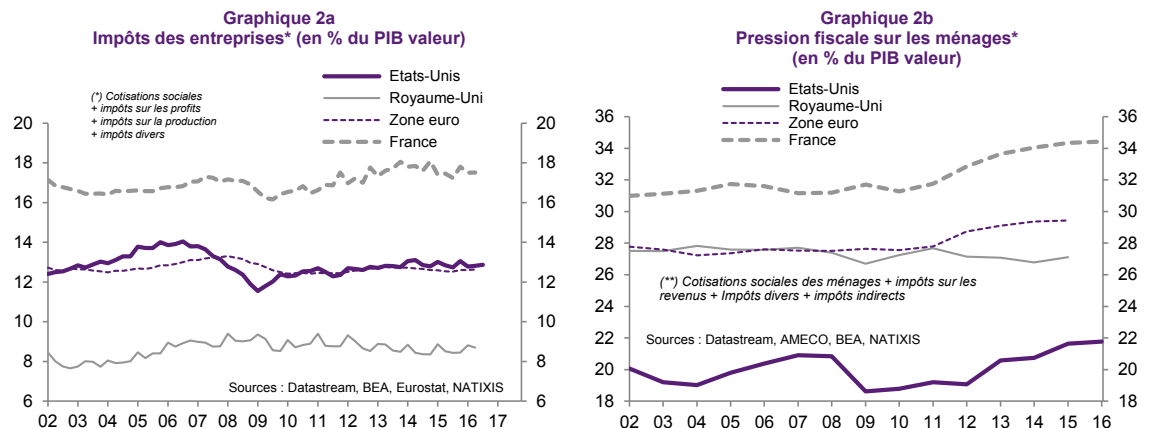


Tableau 1 : indice de protection de l'emploi : degré de réglementation du marché du travail*

(Emploi à durée indéterminée)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Etats-Unis	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Royaume-Uni	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,66
Allemagne	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,84	2,84	2,84	2,84	2,84	2,84
France	2,64	2,73	2,73	2,73	2,73	2,73	2,87	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82
Espagne	2,76	2,76	2,76	2,76	2,76	2,76	2,66	2,66	2,66	2,56	2,56	2,36
Italie	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03	2,89

(*) Echelle de 0 à 6, les valeurs augmentant avec le degré de rigueur de la réglementation

Rupture de série en 2008

Sources : OCDE, NATIXIS

On retrouve donc les débats des années 1970-80 entre les tenants d'une expansion budgétaire assez forte et ceux de politiques « dures » de l'offre.

- **les premiers** mettent en avant que **les travaux empiriques montrent que le multiplicateur budgétaire est élevé** (en réalité, l'évidence est assez confuse) ;
- **les seconds** ont fait réapparaître la **Courbe de Laffer** (l'idée qu'une baisse de la pression fiscale pouvait faire monter les recettes fiscales grâce aux effets d'offre).

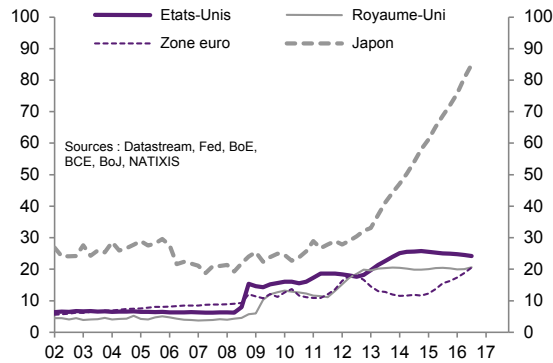
Pourquoi retrouve-t-on ces propositions ?

Pourquoi retrouve-t-on aujourd'hui à la fois la proposition d'une stimulation keynésienne et celle d'une politique de l'offre ? Nous pensons que **les explications sont les suivantes** :

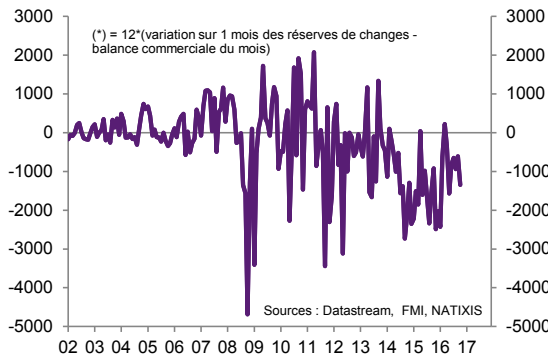
(1) **La constatation que les politiques monétaires ont atteint leurs limites. Les inconvénients de l'expansion monétaire (graphique 3) : variabilité des prix des actifs, développement considérable de la taille des flux de capitaux (le graphique 4a montre**

l'exemple des capitaux vers les pays émergents), bulle obligataire (graphique 4b) l'emportent sur les gains à en attendre sur la croissance.

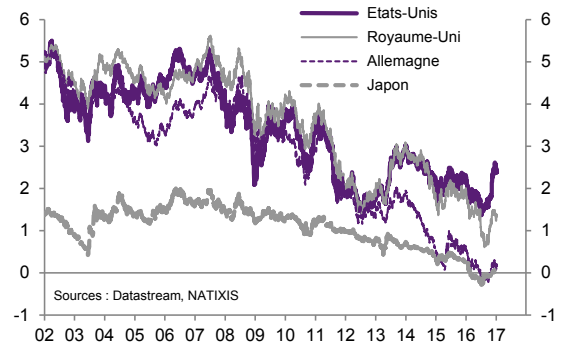
Graphique 3
Base monétaire (en % du PIB valeur)



Graphique 4a
Ensemble des émergents : flux de capitaux annualisés* (en Mds de \$)



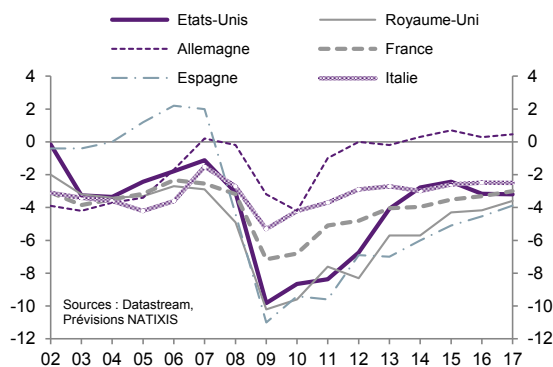
Graphique 4b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



(2) La constatation qu'on n'a pas, dans la période récente, vraiment testé ces deux politiques :

- lorsque les déficits publics ont été mis en place (graphique 5), ils ont été rapidement corrigés ;
- lorsqu'il y a eu baisse d'impôts des entreprises (Allemagne au début des années 2000, Espagne et Italie depuis la crise, France depuis 2015, Royaume-Uni depuis la crise) elles ont été faibles.

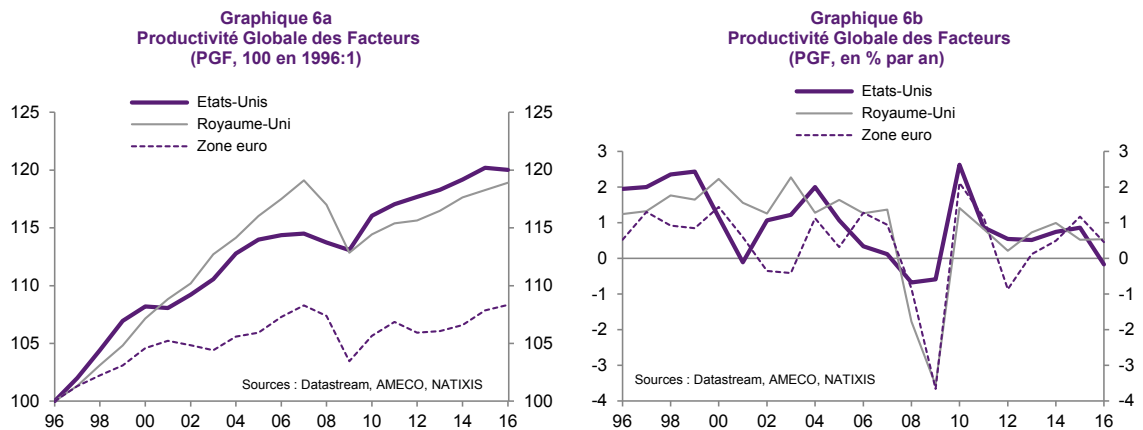
Graphique 5
Déficit public (en % du PIB valeur)



(3) L'insuffisance de l'analyse qui est faite aussi bien par les partisans des politiques keynésiennes ou par ceux des politiques de l'offre.

Aucune de ces deux politiques ne peut corriger les causes profondes de la perte de croissance :

- faiblesse du progrès technique (graphiques 6a/b) depuis 10 ans ;
- dans plusieurs pays (France, Espagne, Italie) déficience des compétences de la main d'œuvre (tableau 2) ;
- la déformation de l'économie vers les services (graphique 7).



Graphique 7
OCDE* : PIB volume et production manufacturière
(100 en 1996:1)

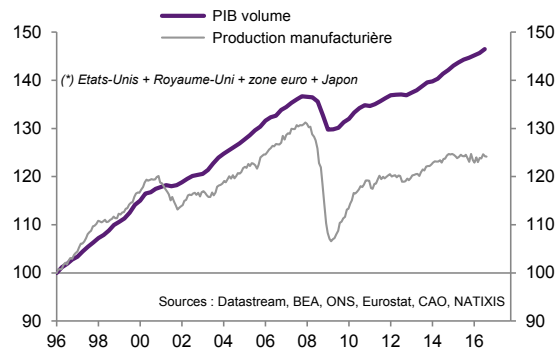


Tableau 2 : enquête PIAAC, score global par score décroissant (2016)

Pays	Score
Japon	292,8
Finlande	286,4
Pays-Bas	283,6
Suède	282,0
Norvège	281,1
Australie	278,9
Flandre (Belgique)	278,9
République tchèque	277,6
Danemark	277,4
Slovaquie	276,9
Autriche	276,2
Nouvelle-Zélande	275,9
Estonie	275,5
Allemagne	274,7
Canada	273,7
Royaume-Uni	271,6
Corée	268,0
Irlande	266,3
Pologne	267,2
Irlande	266,3
Etats-Unis	265,4
France	258,2
Slovénie	257,0
Israël	253,1
Grèce	252,9
Italie	248,8
Espagne	248,8
Turquie	223,0
Chili	213,1

Sources : OCDE, NATIXIS

Synthèse : un débat pauvre de politique économique

Si le débat de politique économique se limite à un débat entre keynésiens (demande des déficits publics) et partisans des politiques de l'offre (baisse des impôts), il va être pauvre, car il ignorera les causes structurelles de la croissance faible vues ci-dessus (freinage du progrès technique, déficiences des systèmes éducatifs et de formation professionnelle, déformation de l'économie vers une économie de services).

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 REFLETENT, 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>