

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

21 Février 2012 – N° 160

Comment réduire les déficits publics sans tuer la croissance ?

La crise grecque et les perspectives de croissance pour les pays de la zone euro qui essaient de réduire rapidement leurs déficits publics (Espagne, Italie, Portugal, Irlande, France, Belgique) posent à nouveau la question très importante suivante : peut-on réduire les déficits publics sans « tuer » la croissance à court terme et à long terme. Parfois au point que finalement les déficits publics ne se réduisent pas.

- *A court terme, le problème des pays de la zone euro est très compliqué : dans les structures institutionnelles présentes, ils doivent aussi (s'ils en ont un) faire disparaître leur déficit extérieur. Ceci rend inévitable le recul de la demande intérieure.*
- *Il faut donc se concentrer sur la perspective de long terme : comment empêcher que la réduction des déficits publics conduise à une perte de croissance potentielle ? Il faudrait que les Etats, tout en réduisant les déficits publics :*
 - *mènent des politiques (incitatives, fiscales) qui soutiennent l'investissement et la compétitivité des entreprises ; malheureusement, le taux d'investissement des entreprises recule dans presque tous les pays ;*
 - *accroissent et ne réduisent pas l'investissement public et les dépenses publiques favorables à la croissance ; malheureusement, l'investissement public a été réduit dans presque tous les pays.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Aujourd'hui, la réduction des déficits publics dans la zone euro fait disparaître la croissance

Les pays de la zone euro (Espagne, Italie, Grèce, Portugal, Irlande, France, Belgique) qui mènent aujourd'hui des politiques de réduction rapide des déficits publics (tableau 1, graphique 1) souffrent tous d'une perte d'activité réelle (graphiques 2 a/b), plus faible en France, plus importante en Grèce, au Portugal, en Italie, en Irlande.

Dans certains cas (Espagne, Grèce) la perte d'activité réelle est telle que le déficit public ne se réduit plus (graphiques 3 a/b).

La question bien connue se pose donc crucialement : peut-on réduire les déficits publics sans « tuer » la croissance, à court terme et à long terme ?

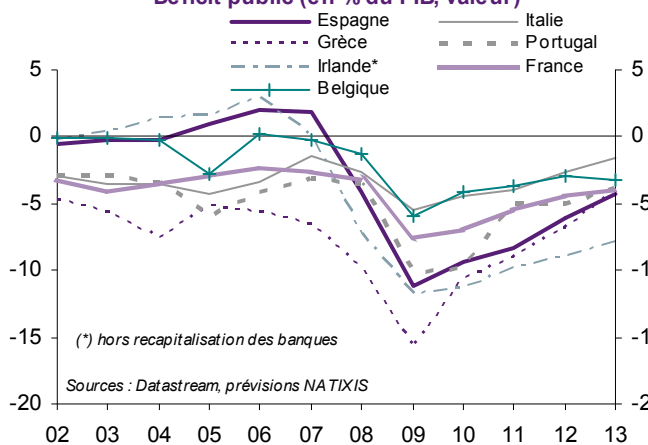
Tableau 1
Prévisions des gouvernements pour les déficits publics (en % du PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
France	-3,3	-7,5	-7,0	-5,7	-4,5	-3,0	-2,0	-1,0	-
Espagne	-4,2	-11,2	-9,3	-8,3	-4,4	-3,0	-2,1	-	-
Italie	-2,7	-5,2	-5,0	-3,9	-1,6	-0,1	-	-	-
Portugal	-3,5	-10,0	-9,1	-5,0	-4,5	-3,0	-1,8	-0,5	-
Grèce	-7,7	-15,4	-10,6	-9,0	-6,5	-4,9	-2,6	-1,1	-
Irlande*	-7,3	-11,7	-11,8	-10,1	-8,6	-7,5	-5,0	-2,9	-
Belgique	-1,3	-5,9	-4,1	-3,6	-2,8	-1,8	-0,8	-	-

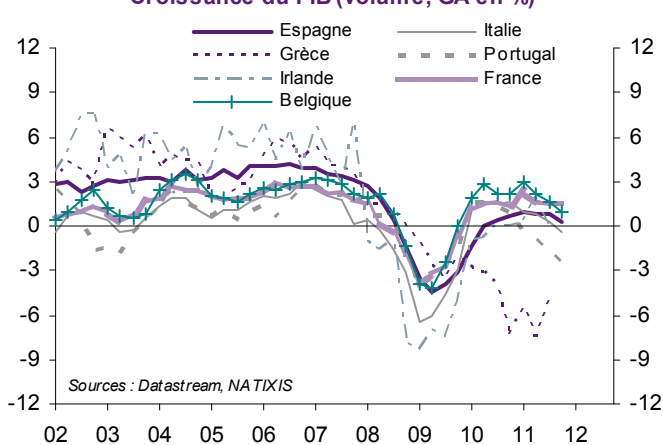
(*) hors capitalisation des banques

Sources : Sources Nationales, NATIXIS

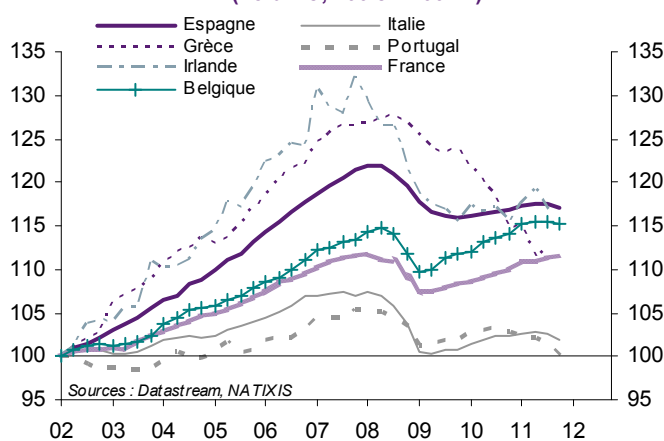
Graphique 1
Déficit public (en % du PIB, valeur)



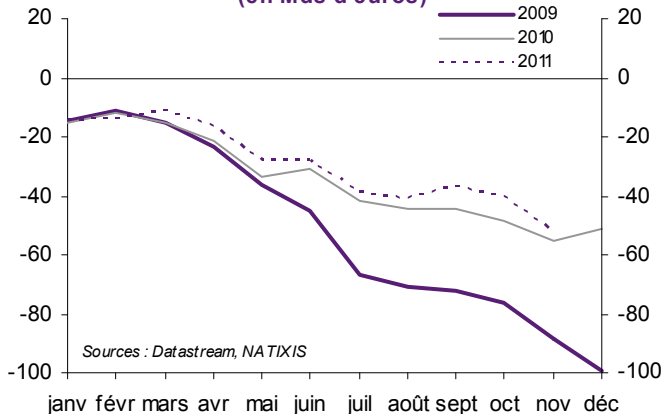
Graphique 2a
Croissance du PIB (volume, GA en %)



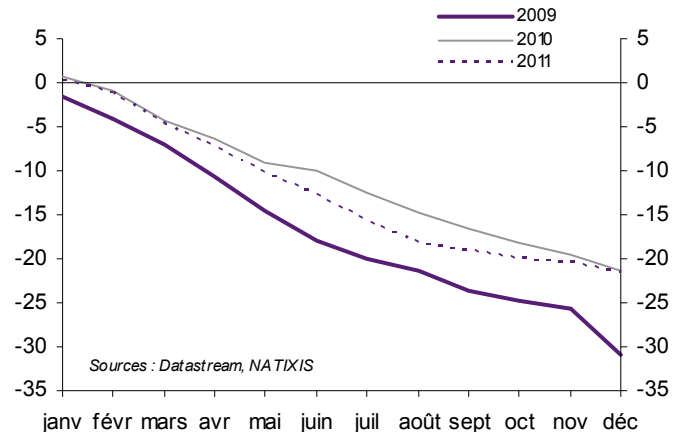
Graphique 2b
PIB (volume, 100 en 2002:1)



Graphique 3a
Espagne : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



Graphique 3b
Grèce : déficit public cumulé (en Mds d'euros)

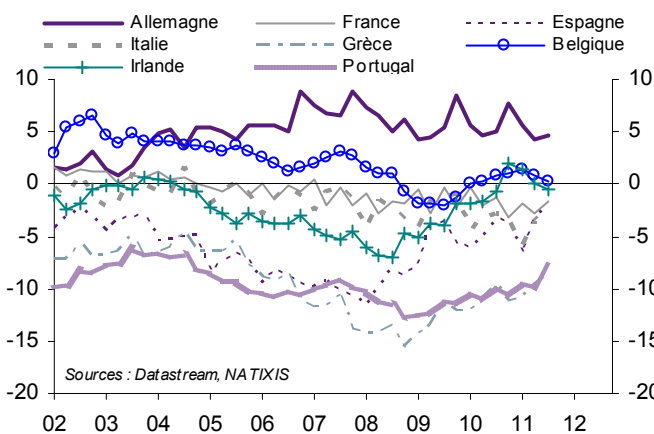


Peu d'espoir à court terme pour les pays qui ont des déficits extérieurs

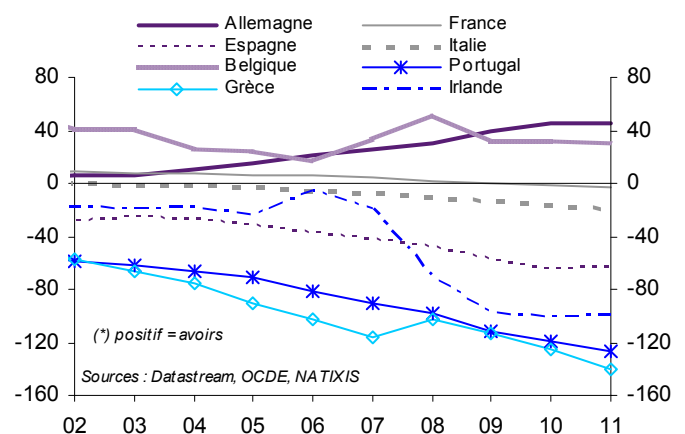
La crise de la zone euro est **non seulement une crise des dettes publiques mais aussi une crise des dettes extérieures** : les pays qui ont des excédents extérieurs (l'Allemagne en particulier) ne veulent plus prêter aux pays qui ont des déficits (et des dettes) extérieurs (graphiques 4 a/b), c'est-à-dire en particulier la Grèce, le Portugal, l'Espagne, l'Italie, l'Irlande jusqu'en 2011.

Les pays qui ont des déficits extérieurs (France, Espagne, Italie, Portugal, Grèce, ce n'est plus le cas de l'Irlande et ce n'est pas celui de la Belgique) **sont donc obligés de faire disparaître ces déficits extérieurs** puisqu'ils ne peuvent plus les financer.

Graphique 4a
Balance courante (en % du PIB)

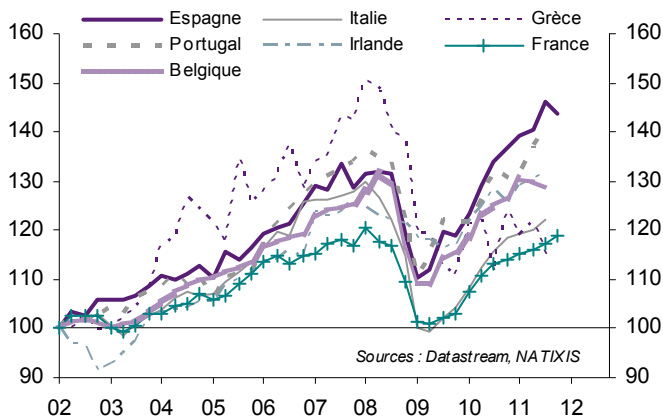


Graphique 4b
Actifs ou dettes nets extérieurs* (en % du PIB)

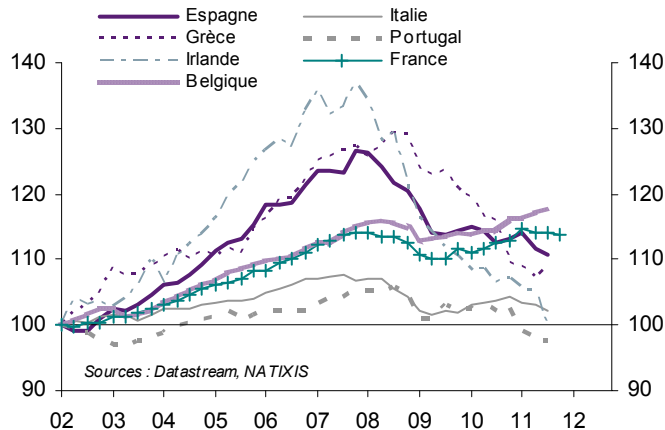


Ces pays peuvent utiliser un surplus d'exportations (c'est le cas en Espagne, au Portugal, en Irlande, en Belgique **graphique 5a**), mais **dans la plupart des cas doivent subir un recul de leur demande intérieure (graphique 5b)** pour faire disparaître le déficit de la balance courante ; c'est ce qu'on observe en Grèce, en Espagne, en Italie, au Portugal, en Irlande.

Graphique 5a
Exportations en volume (100 en 2002:1)

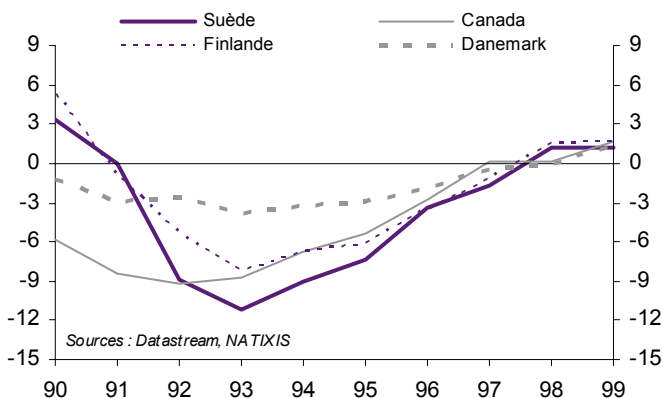


Graphique 5b
Demande intérieure (volume, 100 en 2002:1)

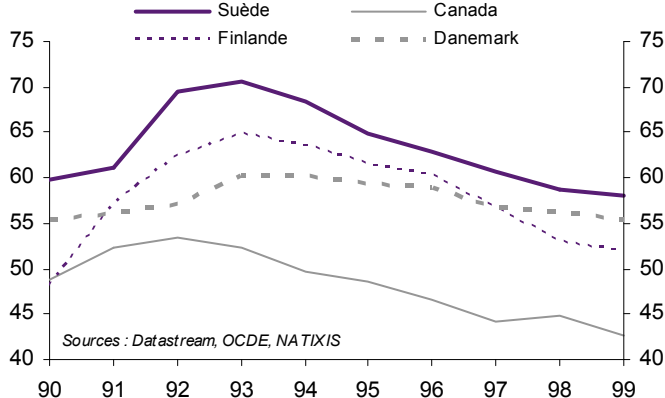


La neutralité ricardienne est parfois évoquée : le fait que la réduction des dépenses publiques conduit à une anticipation de baisse de la pression fiscale, donc à une baisse de l'épargne et à une hausse de la demande du secteur privé. La neutralité ricardienne a été observée semble-t-il, **dans les consolidations budgétaires des années 1990** (Suède, Canada, Finlande, Danemark par exemple, graphiques 6 a/b/c).

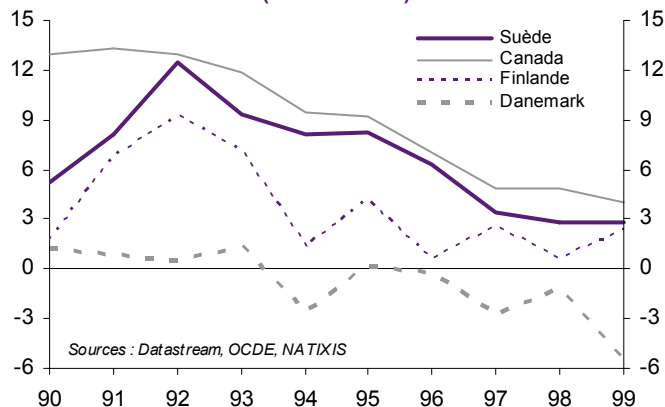
Graphique 6a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 6b
Dépenses publiques (en % du PIB)



Graphique 6c
Taux d'épargne nette des ménages (en % du RDB)



Mais cette configuration ne servirait à rien aujourd'hui dans les pays qui ont un déficit extérieur : la hausse de la demande privée qui se substituerait, s'il y a neutralité ricardienne, à la baisse de la demande publique, empêcherait la réduction du déficit extérieur.

On ne peut donc pas échapper, en France, en Espagne, en Italie, au Portugal, en Grèce, à une perte d'activité réelle, comme cela a été le cas en Irlande, puisqu'il faut que ces pays fassent disparaître leur déficit extérieur.

Il faut donc se concentrer, non sur la croissance de court terme, mais sur la croissance de long terme, potentielle.

Synthèse : peut-on « sauver » la croissance de long terme en réduisant les déficits publics ?

Ce qui précède montre :

- que les pays de la zone euro qui tentent de réduire leurs déficits publics subissent une forte baisse d'activité réelle ;
- que, puisque ces pays, **en raison de la nature de la crise, doivent faire disparaître leurs déficits extérieurs (courants), il n'est pas possible d'éviter le recul de la croissance à court terme.**

Il faut donc se concentrer sur la capacité à maintenir (même augmenter) la croissance potentielle alors qu'il y a réduction des déficits publics.

Ceci pousse à quelques **conclusions, préconisations, de politique économique** :

- **la croissance potentielle dépend des gains de productivité (graphique 7a), donc de l'effort d'investissement des entreprises des pays (graphique 7b). Les gains de productivité sont faibles en Italie, en Belgique, en France, au Portugal ; ils augmentent en Espagne, alors que la productivité recule en Grèce. La politique de réduction des déficits publics doit donc éviter de réduire l'incitation ou la capacité à investir, c'est-à-dire la rentabilité (graphique 7c) des entreprises. Le taux d'investissement des entreprises a beaucoup baissé depuis le début de la crise en Espagne, au Portugal, en Irlande, en Grèce (graphique 7b), même si la rentabilité s'est redressée dans ces pays (graphique 7c). La rentabilité reste faible en France et au Portugal. Il faut donc éviter la hausse des charges sociales, une taxation trop élevée des profits, des règles défavorables d'amortissement, etc**
- **la croissance potentielle dépend aussi des investissements publics (graphique 8), de l'effort public de R&D, d'éducation supérieure (tableaux 2 a/b).**

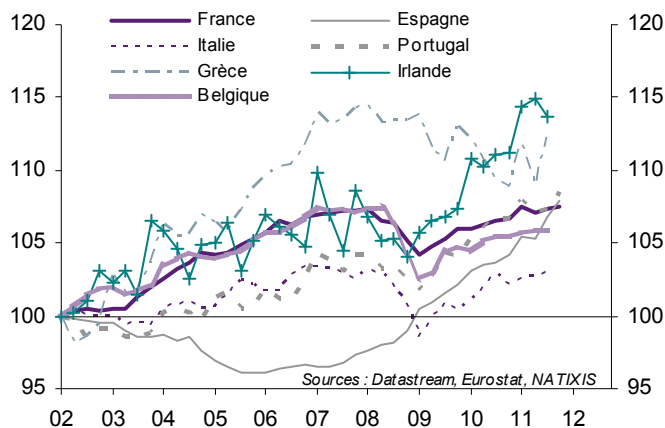
Il faudrait donc que la réduction des déficits publics se fasse :

- sans taxation des entreprises qui menace leur capacité à investir ;
- sans réduction des investissements et dépenses de l'état nécessaires à la croissance.

Aujourd'hui, malheureusement, l'investissement public recule dans tous les pays analysés, sauf la France (graphique 8). Ce n'est pas (encore) le cas pour les dépenses de R&D et d'éducation supérieure (tableaux 2 a/b).

Graphique 7a

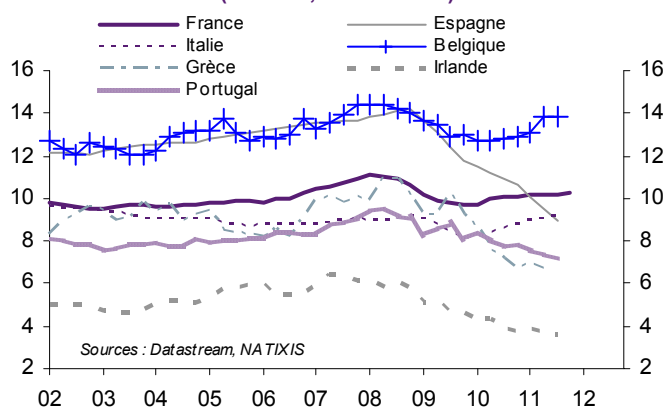
Productivité par tête (100 en 2002:1)



Sources : Datastream, Eurostat, NATIXIS

Graphique 7b

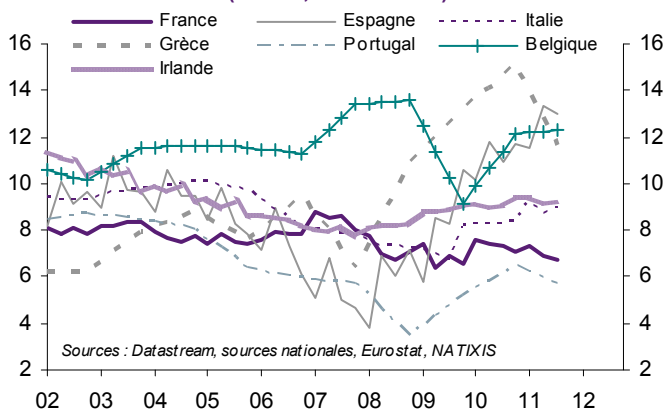
Investissement total des entreprises (volume, en % du PIB)



Sources : Datastream, NATIXIS

Graphique 7c

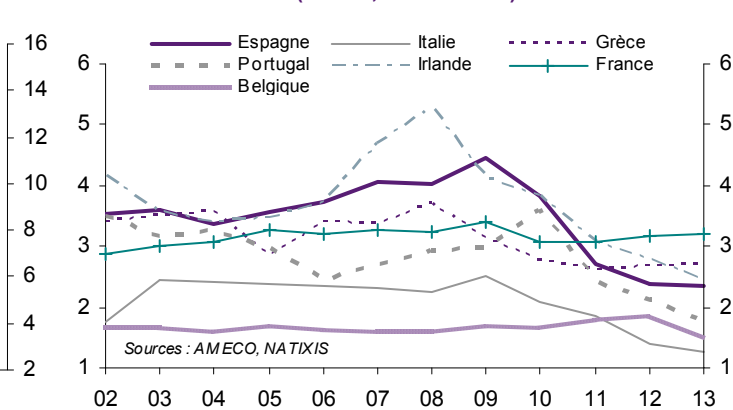
Profits après impôts, intérêts et dividendes (valeur, en % du PIB)



Sources : Datastream, sources nationales, Eurostat, NATIXIS

Graphique 8

Taux d'investissement public (valeur, en % du PIB)



Sources : AMECO, NATIXIS

Tableau 2a
Dépenses totales en R&D (en % du PIB)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Espagne	0,81	0,80	0,87	0,86	0,91	0,92	0,99	1,05	1,06	1,12	1,20	1,27	1,35	1,39	1,39
Italie	0,98	1,02	1,04	1,02	1,04	1,08	1,12	1,10	1,09	1,09	1,13	1,17	1,21	1,26	1,26
Grèce	-	0,45	-	0,60	-	0,58	0,57	0,57	0,55	0,60	0,59	0,60	0,58	0,57	-
Portugal	0,56	0,57	0,63	0,69	0,73	0,77	0,73	0,71	0,75	0,78	0,99	1,17	1,50	1,64	1,59
Irlande	1,29	1,26	1,22	1,17	1,11	1,09	1,09	1,16	1,22	1,24	1,24	1,28	1,45	1,74	1,79
France	2,27	2,19	2,14	2,16	2,15	2,20	2,24	2,18	2,16	2,11	2,11	2,08	2,12	2,26	2,26
Belgique	1,76	1,83	1,86	1,93	1,97	2,07	1,94	1,87	1,86	1,83	1,86	1,89	1,97	2,03	1,99

Sources : OCDE, EUROSTAT

Tableau 2b
Dépenses publiques en éducation supérieure (en % du PIB)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Espagne	0,26	0,26	0,27	0,26	0,27	0,28	0,29	0,32	0,31	0,33	0,33	0,33	0,36	0,39	0,39
Italie	0,26	0,31	0,33	0,32	0,32	0,35	0,37	0,37	0,36	0,33	0,34	0,35	0,37	0,38	0,36
Grèce	-	0,23	-	0,30	-	0,26	-	0,26	0,27	0,28	0,28	0,30	-	-	-
Portugal	0,22	0,23	0,25	0,27	0,27	0,28	0,28	0,27	0,27	0,28	0,32	0,35	0,52	0,60	0,59
Irlande	0,26	0,26	0,26	0,24	0,22	0,24	0,25	0,29	0,33	0,34	0,34	0,35	0,42	0,52	0,51
Belgique	0,38	0,40	0,40	0,41	0,40	0,41	0,41	0,42	0,40	0,41	0,40	0,40	0,43	0,48	0,46
France	0,38	0,38	0,38	0,37	0,40	0,42	0,42	0,42	0,40	0,40	0,40	0,41	0,43	0,47	0,48

Sources : OCDE, EUROSTAT

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 acceptée 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'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 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