

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

13 septembre 2012 – N° 607

La fin du keynesiannisme ou le sauvetage (provisoire) du keynesiannisme par la politique monétaire ?

Avec le niveau très élevé des taux d'endettement publics, les crises des dettes publiques dans plusieurs pays, on pourrait croire à la fin du keynesiannisme : les Etats ne pourraient plus utiliser les déficits publics, les dépenses publiques, les baisses d'impôts pour intervenir dans l'économie. Il faudrait se limiter aux politiques économiques structurelles (sur le marché du travail, des biens, en ce qui concerne l'innovation), aux réformes fiscales... ; il faudrait faire des choix entre les différents types de dépenses publiques.

Mais en réalité, beaucoup de pays vont vouloir s'acharner à sauver le keynesiannisme grâce à la politique monétaire : les taux d'intérêt très bas, les achats de titres publics par les Banques Centrales permettent de maintenir des déficits publics très élevés aux Etats-Unis (pour l'instant), au Royaume-Uni, au Japon, dans la zone euro probablement de plus en plus.

Le keynesiannisme ne sera pas sauvé à très long terme : il faudrait pour cela que les politiques monétaires de « fiscal dominance » parviennent à réduire fortement les taux d'endettement publics ; or ils continuent à augmenter, et même avec le soutien des politiques monétaires très expansionnistes, la hausse de l'endettement public forcera, mais plus tard, les gouvernements à abandonner le keynesiannisme.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

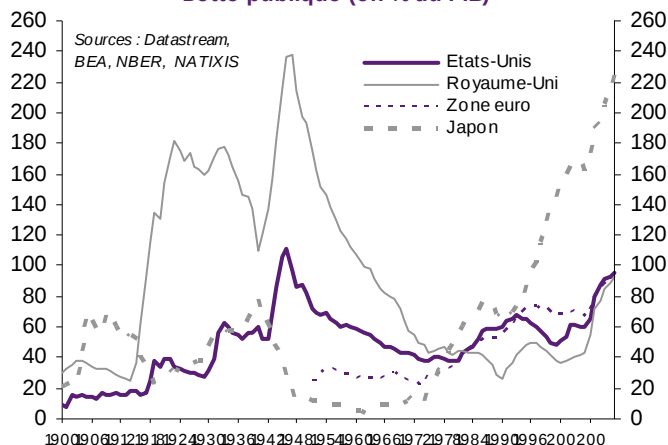
La fin, dès aujourd'hui, du keynesiannisme

Le « keynesiannisme », c'est-à-dire l'intervention de l'Etat dans l'économie par les déficits publics, la hausse des dépenses publiques, la baisse des impôts, **est menacé par la très forte hausse des taux d'endettement publics (graphique 1)**, qui reviennent, sauf au Royaume-Uni, au-dessus de leur niveau d'après la Seconde guerre Mondiale.

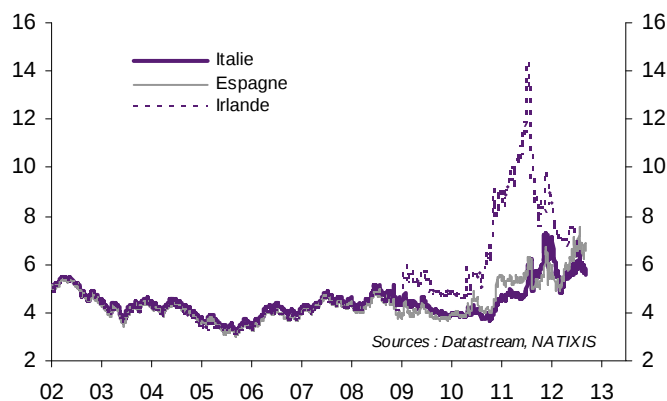
Les taux d'endettement publics élevés ont conduit à des **crises des dettes publiques dans les pays périphériques de la zone euro (graphiques 2 a/b), et ces crises pourraient apparaître dans d'autres pays** qui ont les mêmes caractéristiques : déficit public élevé non financé par l'épargne domestique, donc voisinant avec des déficits extérieurs (Etats-Unis, Royaume-Uni, France...).

On peut donc penser qu'il faut **maintenant stabiliser et même réduire les taux d'endettement**, c'est-à-dire passer à des excédents budgétaires primaires importants (**graphique 3**), réduire les dépenses publiques (**graphique 4a**), accroître la pression fiscale (**graphique 4b**).

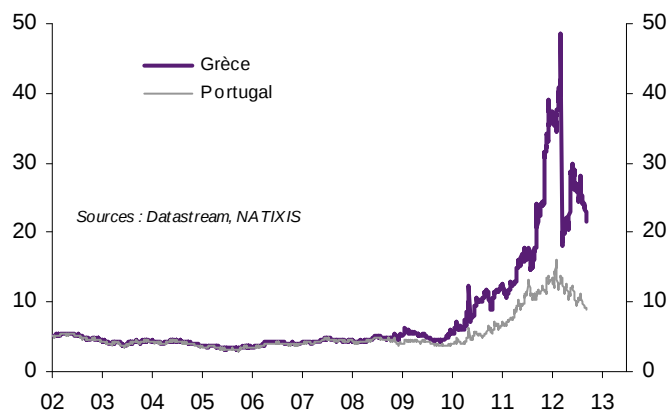
Graphique 1
Dettes publiques (en % du PIB)



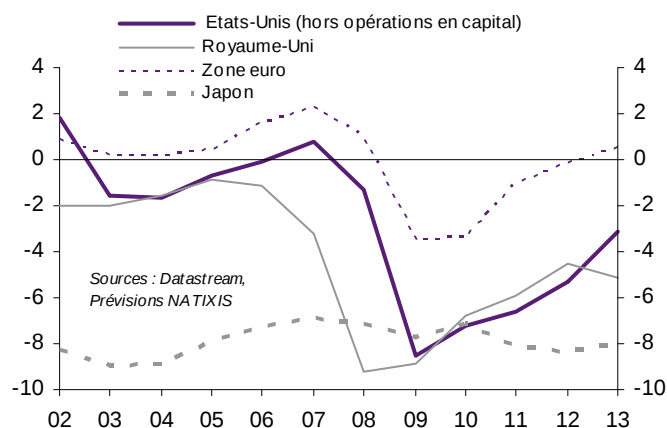
Graphique 2a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



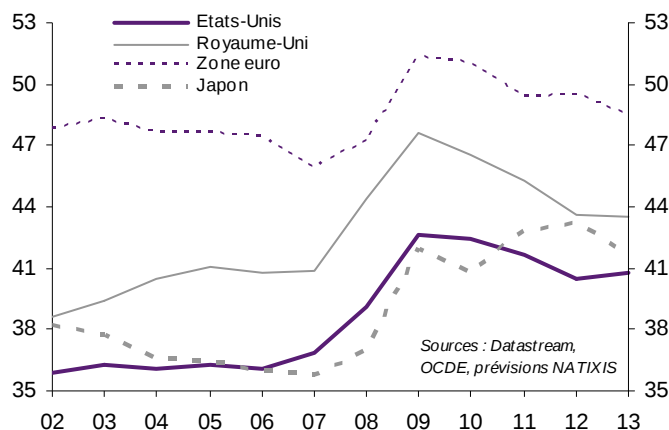
Graphique 2b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



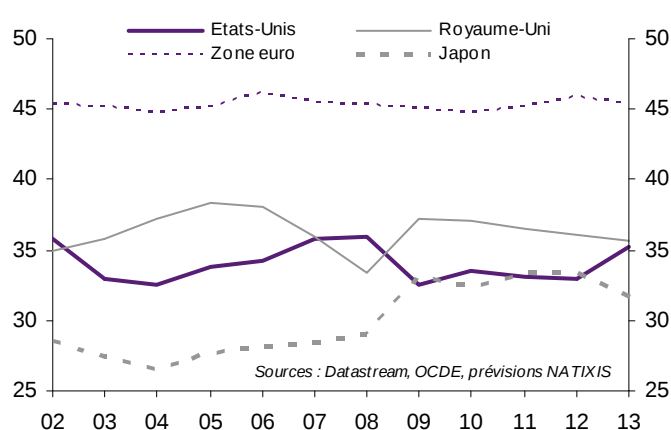
Graphique 3
Déficit public primaire (en % du PIB)



Graphique 4a
Dépenses publiques (en %PIB)



Graphique 4b
Pression fiscale (en %PIB)



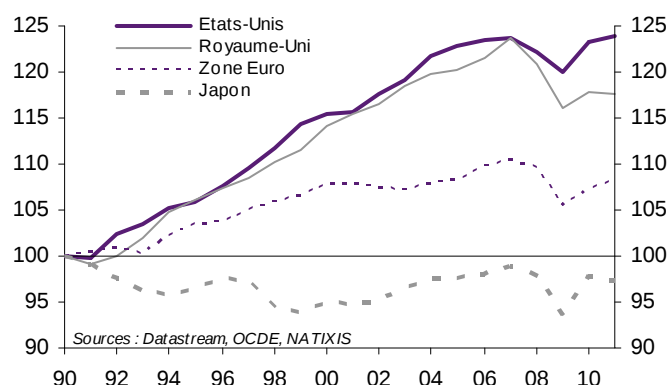
Que deviennent les politiques économiques s'il y a fin du keynesiannisme ?

Si le keynesiannisme ne peut plus être utilisé, alors quelles politiques économiques reste-t-il ?

- **les politiques structurelles du marché du travail** (nature des contrats de travail, régime de retraite, qualification...) **et du marché des biens et services** (concurrence...);
- les politiques de **l'innovation**, de **l'éducation** ;
- **les réformes fiscales** (substitution d'un impôt à l'autre) ;
- **les choix stratégiques entre les différents types** de dépenses publiques.

Il s'agit essentiellement de **politiques de l'offre**, visant à stimuler la croissance potentielle, la productivité globale des facteurs qui stagne ou recule depuis le milieu des années 2000 (**graphique 5**).

Graphique 5
Productivité globale des facteurs (100 en 1990:1)

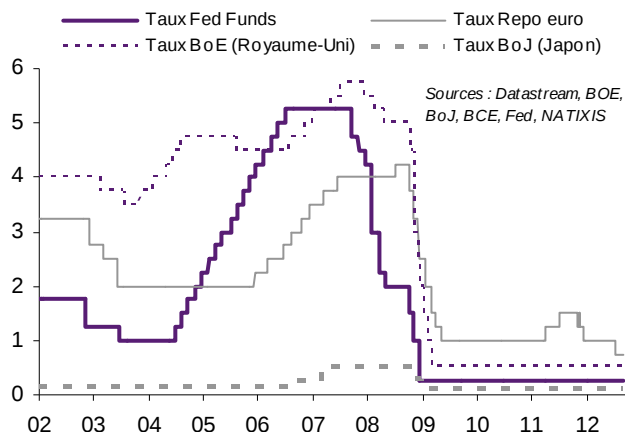


Mais beaucoup de pays vont « s'acharner » à prolonger le keynesiannisme

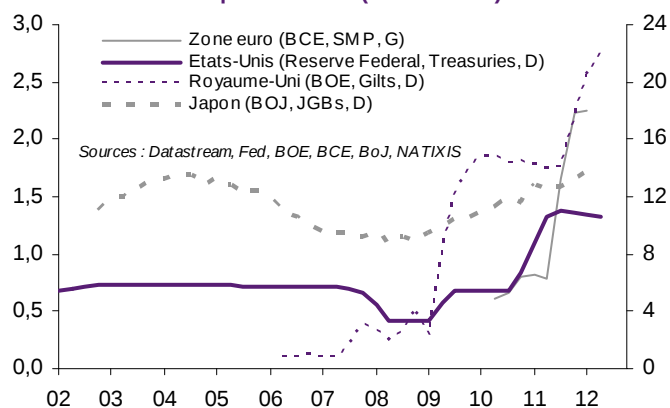
Mais beaucoup de pays n'acceptent pas la fin du keynesiannisme. Pour cela, ils utilisent la politique monétaire, ce qu'on appelle la « fiscal dominance » : la politique monétaire très expansionniste restaure la solvabilité budgétaire.

Aux États-Unis, dans la zone euro, au Royaume-Uni, au Japon, les taux d'intervention des Banques Centrales sont très bas (**graphique 6a**), les Banques Centrales sont acheteuses de dette publique (**graphique 6b**).

Graphique 6a
Taux directeurs



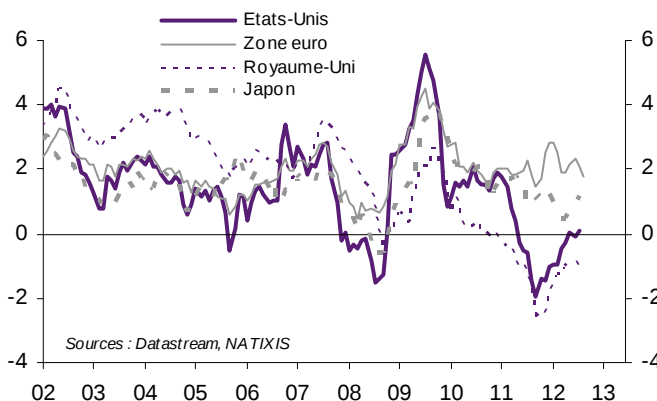
Graphique 6b
Encours de dette publique détenue par la
Banque Centrale (en % du PIB)



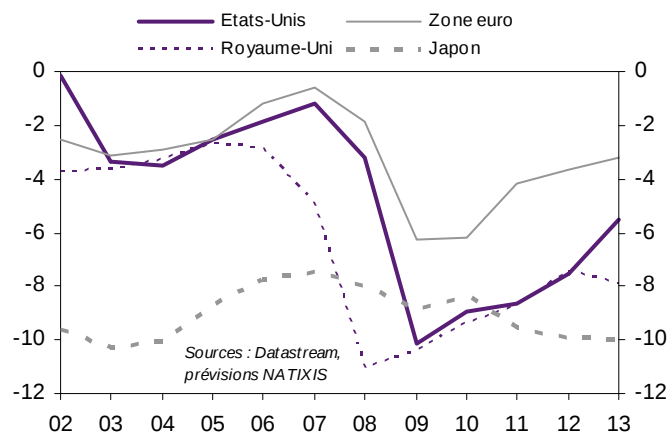
Dans la zone euro, les achats de titres publics par la BCE ont vocation à s'accroître afin de stabiliser la situation financière de l'Espagne et de l'Italie.

Le maintien de taux d'intérêt réels à long terme très faibles ou négatifs dans les pays de l'OCDE (la zone euro est biaisée par les taux d'intérêt dans les pays périphériques, **graphique 7**), avec les politiques monétaires très expansionnistes et les achats de dettes publiques par les Banques Centrales, **permet de maintenir des déficits publics élevés (graphique 8).**

Graphique 7
Taux d'intérêt à 10 ans réel sur
les emprunts d'Etat (déflaté par le CPI)



Graphique 8
Déficit public (en % du PIB)



Les situations peuvent évoluer différemment dans différents pays :

- les républicains américains veulent limiter les dépenses publiques ;
- le gouvernement japonais a annoncé un doublement de la TVA en 2013-2014 ;
- dans la zone euro et au Royaume-Uni, le rythme de réduction des déficits publics sera beaucoup plus lent que celui qui a été annoncé (**tableaux 1 a/b**), compte tenu des perspectives de croissance (**graphiques 9 a/b**).

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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Royaume-Uni*	-11,0	-10,4	-9,4	-8,3	-5,9	-6,0	-4,4	-2,9	-1,2	-
Espagne	-4,5	-11,2	-9,3	-8,9	-6,3	-4,5	-2,8	-1,9	-	-
Italie	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-1,7	-0,5	-0,1	-	-	-
Grèce	-9,8	-15,6	-10,3	-9,1	-6,5	-4,9	-2,6	-1,1	-	-
Portugal	-3,6	-10,2	-9,8	-4,2	-4,5	-3,0	-1,8	-0,5	-	-
France	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0	-2,3	-1,6	-0,8	0,0

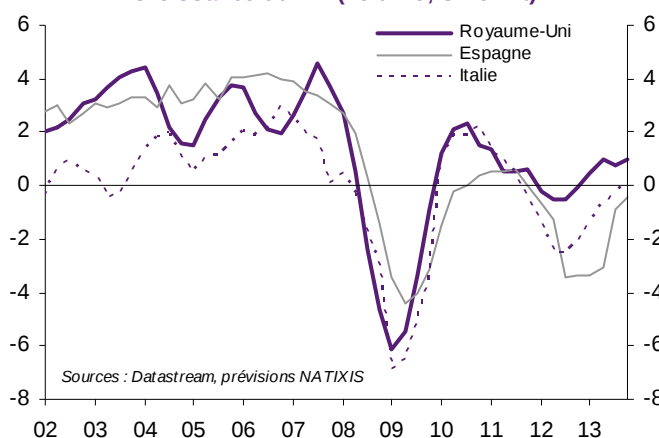
(*) hors recapitalisation des banques
Sources : Sources Nationales, Natixis

Tableau 1b
Prévisions de NATIXIS pour les déficits publics
(en % du PIB)

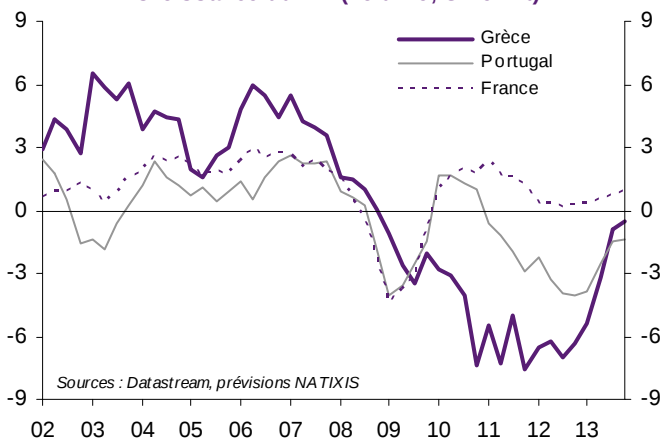
Pays	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Royaume-Uni	-11,0	-10,4	-9,4	-8,8	-7,5	-7,9
Espagne	-4,5	-11,2	-9,3	-8,9	-8,0	-7,4
Italie	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-3,1	-2,5
Grèce	-9,8	-15,6	-10,3	-9,1	-8,4	-7,8
Portugal	-3,6	-10,2	-9,8	-4,2	-5,0	-4,5
France	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2	-4,5	-3,8

Sources : Sources Nationales, Natixis

Graphique 9a
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 9b
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Même aux Etats-Unis et au Japon, si la croissance recule, il n'est pas certain que les plans de réduction des déficits publics soient mis en œuvre.

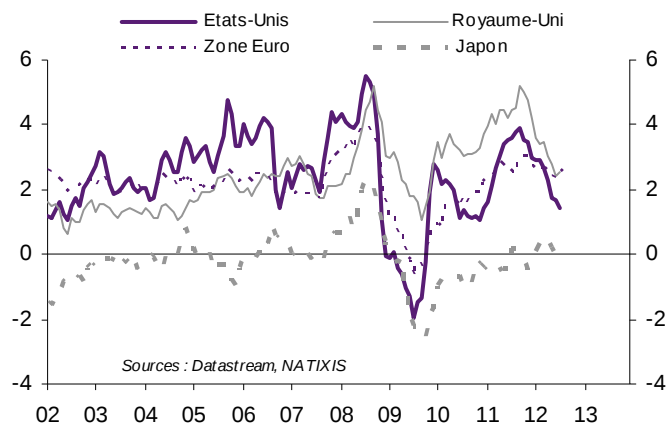
Synthèse : le sauvetage du keynesiannisme ne peut pas être réalisé à très long terme

Compte tenu du niveau des taux d'endettement publics, le keynesiannisme devrait s'arrêter aujourd'hui dans les pays de l'OCDE. **Mais, à des degrés divers, les pays veulent prolonger le keynesiannisme** grâce à la politique monétaire très expansionniste, aux achats de dette publique par les Banques Centrales.

Cependant, le keynesiannisme ne sera pas sauvé à très long terme ; il faudrait pour cela que la politique monétaire de « fiscal dominance » parvienne à ramener les taux d'endettement publics à un niveau faible. Or, ils continuent à augmenter (graphique 1 plus haut) malgré les taux d'intérêt réels faibles ou négatifs. **Pour que les taux d'endettement public diminuent, il faudrait des taux d'intérêt réels très négatifs**, aujourd'hui, compte tenu des déficits publics (graphique 8 plus haut) des niveaux de dette publique (graphique 1 plus haut) et de croissance : - 4% aux Etats-Unis, - 2% dans la zone euro, - 6 ½% au Royaume-Uni, - 3 ½% au Japon.

Il est très peu probable que les taux d'intérêt réels puissent devenir aussi négatifs, compte tenu du faible niveau d'inflation (graphique 10), donc il faudra bien arrêter la hausse du taux d'endettement public dans le futur.

Graphique 10
Inflation (CPI, GA en %)



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 conseils, ni toute autre personne acceptent 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 conseils 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.