

Flash Economie

8 janvier 2019 - 22

La question centrale pour le gouvernement français aujourd'hui : à quel niveau de déficit public les marchés financiers se fâchent-ils ?

Le gouvernement français a décidé d'accroître les bas salaires et de baisser certains impôts, ces dépenses nouvelles étant en majorité financées par une hausse du déficit public.

Puisque, de plus, la croissance ralentit, le déficit public de la France en 2019 pourrait atteindre 3,3 ou 3,4% du PIB mais dont une composante exceptionnelle de 0,9 point de PIB. La question centrale pour le gouvernement français est donc de savoir à quel niveau de déficit public les marchés financiers commencent à réagir et les taux d'intérêt à long terme à monter.

Quand on regarde les flux d'achat de dette publique française, on voit que le déficit public de la France est financé en 2018 surtout par la Banque Centrale et peu par les investisseurs institutionnels et les banques et que les non-résidents sont vendeurs, ce qui peut inquiéter.

Hors facteurs exceptionnels, le déficit public de la France en 2019 (2,4% ou 2,5% du PIB) est supérieur au déficit qui assure la solvabilité budgétaire lorsque la croissance est égale à la croissance potentielle (2%).

Au total, on ne peut pas totalement exclure un problème de financement du déficit public de la France en 2019.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

Déficit public de 3,3% ou 3,4% du PIB en 2019 en France mais de 2,4% ou 2,5% du PIB hors éléments exceptionnels

Le gouvernement français a décidé de distribuer une prime régulière aux Français ayant de faibles revenus, de baisser certains impôts (taxation des carburants, CSG sur les basses retraites, taxation des heures supplémentaires).

La plus grande partie de ces dépenses supplémentaires sera financée par une hausse du déficit public. Comme de plus **la croissance de la France ralentit en 2019 (graphique 1)** et sera inférieure aux prévisions du gouvernement (**tableau 1**), on peut attendre un déficit public de 2019 de 3,3% ou 3,4% du PIB.

Graphique 1
France : PMI composite (indice)

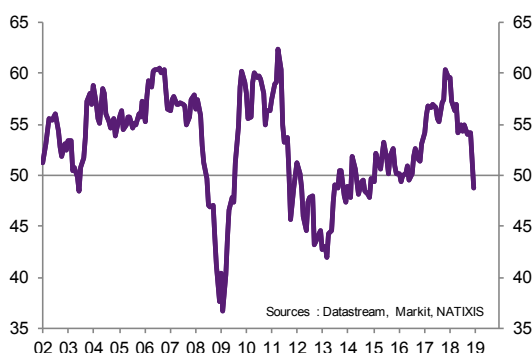


Tableau 1 : France : prévisions de croissance du gouvernement

Année	2018	2019	2020	2021	2022
En % par an	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7

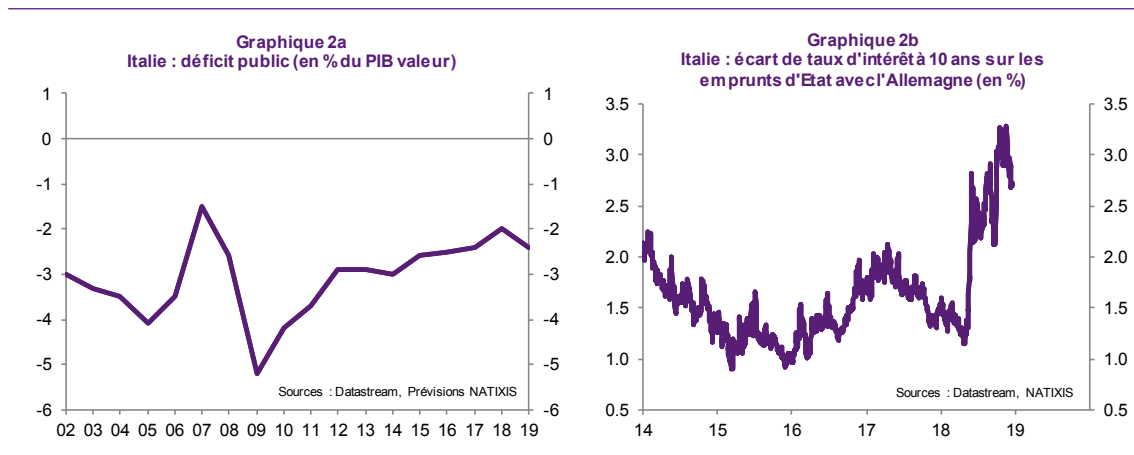
Sources : Trésor – Programme de Stabilité, Natixis

En 2019, il existe cependant un déficit public exceptionnel de 0,9 point de PIB dû à ce que les entreprises recevront, cette année seulement, deux baisses d'impôts (le CICE, sur l'impôt sur les bénéfices – l'IS – et les baisses de cotisations sociales) liées aux salaires versés.

Hors éléments exceptionnels, le déficit public de la France en 2019 devrait donc être de 2,4% ou 2,5% du PIB.

Ce déficit peut-il faire monter les taux d'intérêt à long terme de la France ?

La question centrale pour le gouvernement français est de savoir **si ce déficit public peut conduire à une hausse importante des taux d'intérêt à long terme**, comme on l'a vu en Italie (graphiques 2a/b).



Il nous semble qu'il faut s'interroger alors :

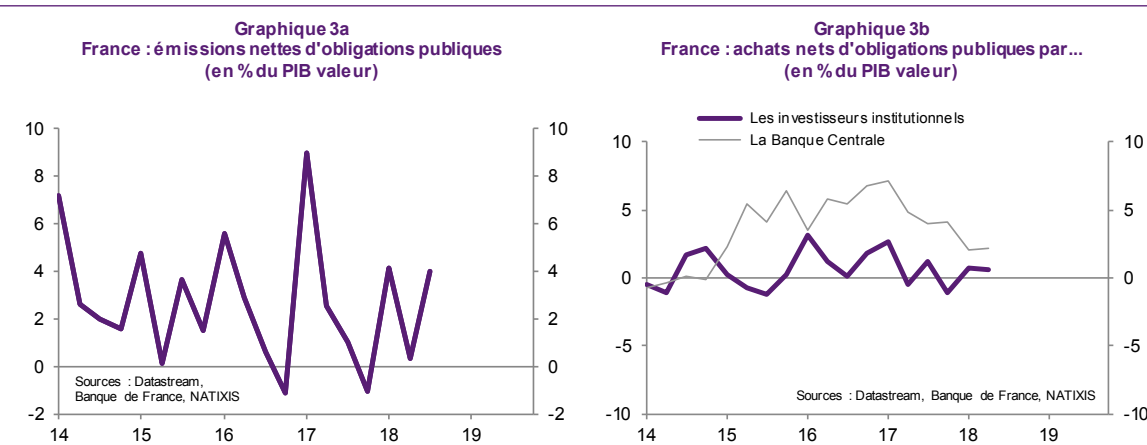
- **sur la nature des acheteurs de la dette publique de la France** ; ceux qui achètent cette dette en 2018 pourraient-ils arrêter de le faire en 2019 ?
- **sur la solvabilité budgétaire de la France** : le déficit public hors éléments exceptionnels de 2019 assure-t-il la solvabilité budgétaire dans une perspective de long terme, c'est-à-dire lorsque la croissance est égale à la croissance potentielle ?

Qui achète la dette publique de la France ?

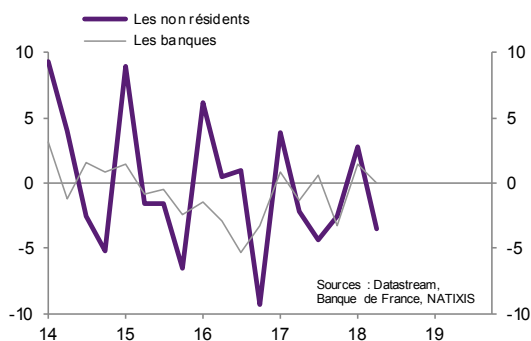
Ceux qui achètent la dette publique de la France peuvent-ils probablement arrêter de le faire ou même devenir vendeurs ?

Les graphiques 3a/b/c/d montrent que, dans la période récente :

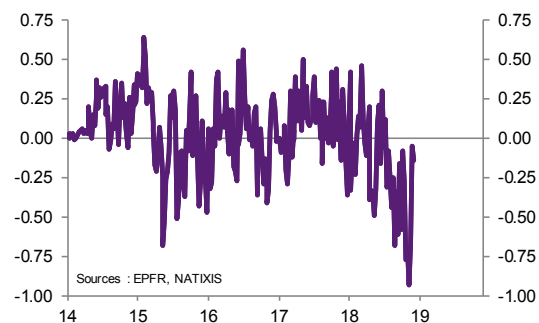
- **les non-résidents sont vendeurs de dette publique de la France** ;
- **les banques et les investisseurs institutionnels sont peu acheteurs** ;
- **la Banque Centrale est acheteuse avec la fin du Quantitative Easing.**



Graphique 3c
France : achats nets d'obligations publiques par...
(en % du PIB valeur)



Graphique 3d
France : achats d'obligations par les non résidents
(Mds de \$)

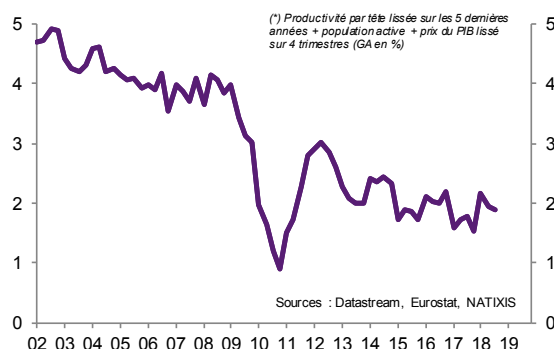


La solvabilité budgétaire de long terme reste-t-elle assurée ?

Il faut partir de l'estimation de **la croissance potentielle en valeur**.

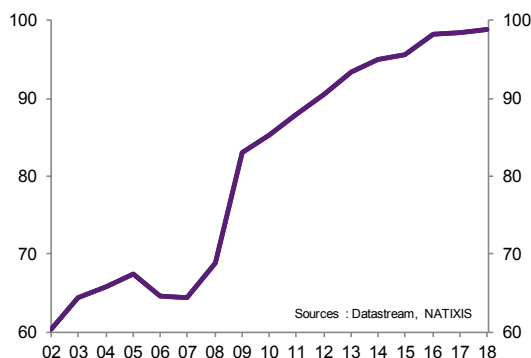
Nous la calculons comme la somme de la tendance des gains de productivité, de la croissance de la population active, de la croissance du prix du PIB (**graphique 4**).

Graphique 4
France : croissance potentielle* (valeur)



Le déficit public qui stabilise le taux d'endettement public (graphique 5) est le produit du taux d'endettement public par la croissance en valeur, soit aujourd'hui 2% du PIB.

Graphique 5
France : dette publique (en % du PIB valeur)



On voit que **le déficit public hors éléments exceptionnels prévu pour 2019 (2,4% ou 2,5% du PIB) est alors supérieur, un peu, au déficit qui assure la solvabilité budgétaire.**

Synthèse : faut-il craindre une hausse des taux d'intérêt à long terme de la France ?

La politique économique décidée en France à la fin de 2018 (hausse des bas salaires financée par l'Etat et baisse d'impôts) va conduire à un déficit public de 3,3% ou 3,4% du PIB en 2019, soit, hors éléments exceptionnels, 2,4% ou 2,5% du PIB.

Nous avons vu :

- **que les acheteurs de dette publique de la France sont, dans la période récente**, surtout la Banque Centrale, les non-résidents étant vendeurs, ce qui est inquiétant ;
- **que la solvabilité budgétaire de long terme de la France**, si le déficit public hors éléments exceptionnels, est de 2,4% à 2,5% du PIB, **ne sera plus assurée, mais de peu** (il faudrait un déficit inférieur à 2% du PIB).

Au total, on ne peut pas exclure un problème de financement du déficit public de la France en 2019.

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 conseils, 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 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 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'exerce 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 de manière 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 propre 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), SOUS-SIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) 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>