

Flash Economie

21 septembre 2018 - 1067

France : quels choix budgétaires possibles ?

Compte tenu de perspectives raisonnables de croissance de la France, des baisses d'impôts et des hausses de dépenses publiques décidées, le gouvernement français a le choix entre 3 options pour la politique budgétaire :

- laisser le déficit budgétaire augmenter, ne pas respecter les contraintes budgétaires européennes ; les risques politiques et financiers associés à cette stratégie sont grands ;
- réduire fortement les dépenses publiques ; le coût en activité peut-être très grand, sauf si le choix est fait de réduire les dépenses publiques d'une manière qui accroisse la demande privée ;
- changer le périmètre de l'Etat, pour faire fournir par le secteur privé des services auparavant fournis par le secteur public ; ce choix serait politiquement difficile à assumer.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

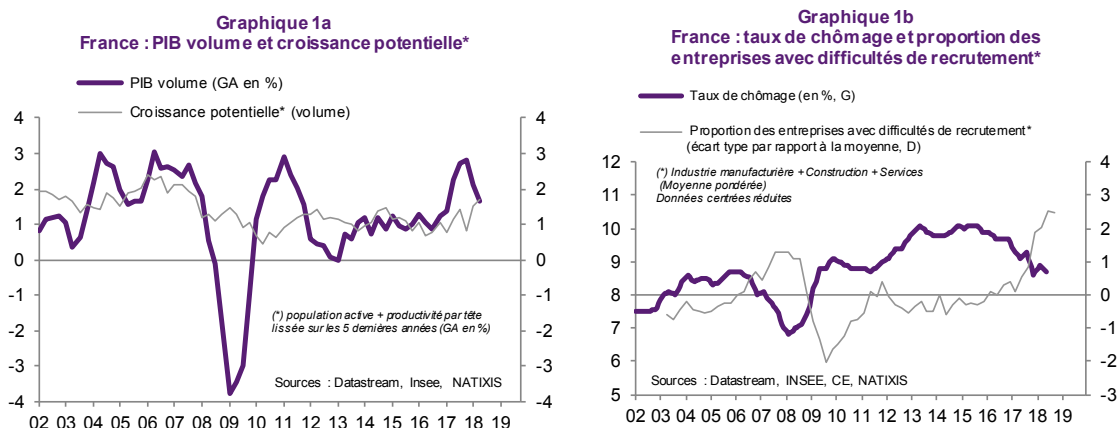
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

La problématique des finances publiques en France

Pour réfléchir à la situation future des finances publiques en France, il faut tenir compte :

- **du ralentissement de la croissance** (vers le niveau de la croissance potentielle, **graphique 1a**) avec le retour du taux de chômage vers le taux de chômage structurel (comme le montre la forte hausse des difficultés d'embauche des entreprises, **graphique 1b**) ;



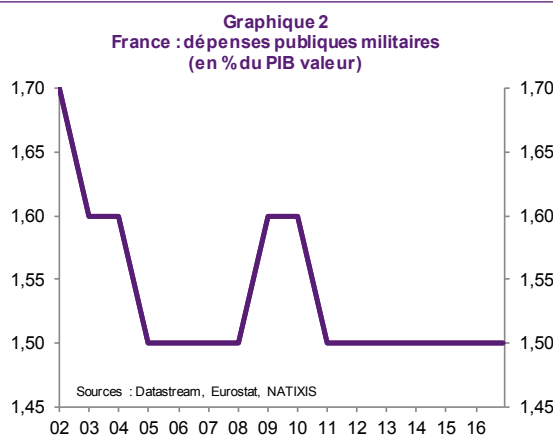
- de la décision prise de **baisser un grand nombre d'impôts (tableau 1)** ;

Tableau 1 : France : principales baisses des prélèvements obligatoires dans la trajectoire pluriannuelle des finances publiques (en régime de croisière en 2022, en Mds d'euros)

| Baisse des prélèvements obligatoires | Montant |
|---|--------------|
| Baisse progressive du taux normal de l'IS de 33% à 25% | -11,1 |
| Dégrèvement de la taxe d'habitation pour 100% des ménages | -18,1 |
| Exonérations de cotisations sur les heures supplémentaires | -3,5 |
| Suppression de l'Impôt Sur la Fortune (ISF) au profit de l'Impôt sur la Fortune Immobilière (IFI) | -3,2 |
| Suppression de la contribution de 3% sur les revenus distribués (dont les dividendes) | -1,9 |
| Taux de prélèvement forfaitaire unique de 30% sur les revenus du capital | -1,9 |
| Prolongation des dispositifs CITE, Pinel et PTZ | -1,4 |
| Individualisation de l'IR | -1,3 |
| Mesures micro-entreprises | -0,4 |
| Suppression du CICE au profit d'une baisse pérenne de charges patronales sur les bas salaires | -0,2 |
| Suppression de la 4e tranche de la taxe sur les salaires | -0,1 |
| Total | -43,1 |

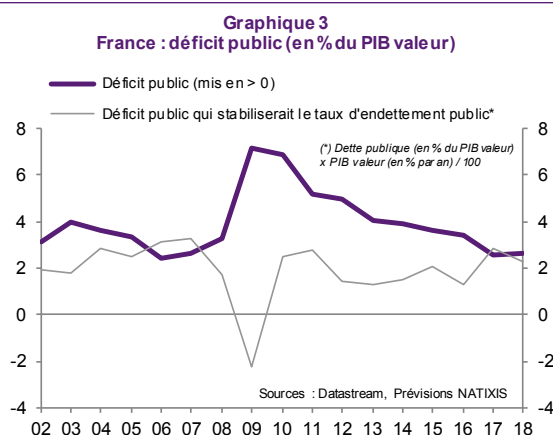
Sources : PLF 2018, Natixis

- de la décision prise d'augmenter un certain nombre de dépenses : 15 Mds € supplémentaires pour la formation professionnelle, passage à 2% du PIB des dépenses militaires (graphique 2) .



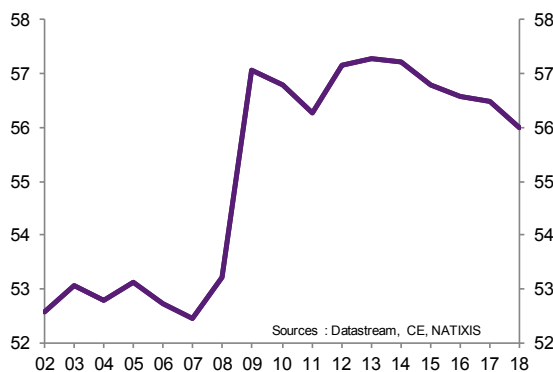
Il résulte de cet environnement que le gouvernement français a le choix entre trois possibilités pour les finances publiques

- 1- Laisser le déficit public de la France augmenter, dépasser le plafond autorisé par les normes européennes. Spontanément, en l'absence de mesures correctrices, le déficit public irait vers 4% du PIB en 2022. **La perte de la solvabilité budgétaire (graphique 3)** ferait courir le risque de remontée des taux d'intérêt, le **non-respect des règles européennes** affaiblirait politiquement la France en Europe.



2- La baisse des dépenses publiques (de l'ordre de 3 points de PIB) par rapport à la tendance spontanée (graphique 4) afin de respecter les engagements budgétaires de la France.

Graphique 4
France : dépenses publiques (en % du PIB valeur)



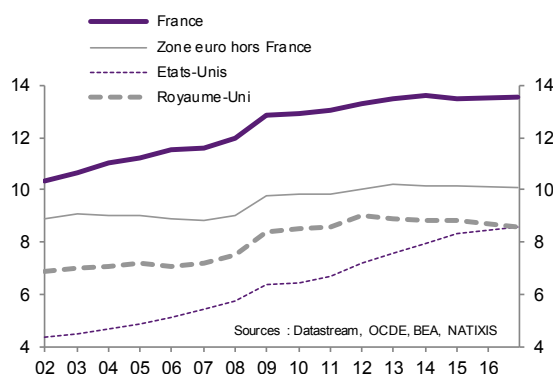
La baisse des dépenses publiques réduirait fortement la croissance, sauf si les choix de baisse des dépenses publiques sont faits de manière à stimuler la dépense privée (il y a alors neutralité ricardienne). Ceci est le cas par exemple s'il y a report de l'âge de la retraite (faible en France comme le montre le taux d'emploi des 60-64 ans, tableau 2) pour réduire les dépenses publiques de retraite (graphique 5).

Tableau 2 : taux d'emploi des 60-64 ans (en %)

| Année | États-Unis | Royaume-Uni | Allemagne | France | Espagne | Italie | Suède | Japon |
|-------|------------|-------------|-----------|--------|---------|--------|-------|-------|
| 2002 | 48,49 | 37,85 | 22,37 | 15,56 | 29,24 | 18,84 | 53,75 | 50,37 |
| 2003 | 48,86 | 40,44 | 22,61 | 13,37 | 30,73 | 19,83 | 56,88 | 50,67 |
| 2004 | 48,96 | 41,53 | 25,14 | 13,51 | 30,72 | 18,69 | 58,45 | 51,46 |
| 2005 | 49,98 | 41,69 | 28,19 | 13,84 | 32,15 | 17,97 | 58,05 | 52,00 |
| 2006 | 51,03 | 43,11 | 29,68 | 14,36 | 32,97 | 18,57 | 59,57 | 52,59 |
| 2007 | 51,72 | 44,63 | 32,93 | 15,68 | 32,94 | 19,44 | 60,66 | 55,50 |
| 2008 | 52,13 | 45,96 | 35,09 | 16,24 | 33,83 | 19,96 | 60,45 | 57,16 |
| 2009 | 51,50 | 44,87 | 38,56 | 16,91 | 32,55 | 20,20 | 60,63 | 56,88 |
| 2010 | 51,16 | 43,73 | 40,98 | 17,81 | 32,05 | 20,40 | 61,58 | 57,09 |
| 2011 | 50,79 | 44,39 | 44,29 | 18,62 | 32,76 | 20,75 | 63,49 | 57,26 |
| 2012 | 51,99 | 45,26 | 46,62 | 21,52 | 31,74 | 22,69 | 64,37 | 57,63 |
| 2013 | 52,07 | 46,08 | 50,00 | 23,34 | 30,65 | 25,94 | 65,76 | 58,85 |
| 2014 | 53,34 | 48,05 | 52,58 | 25,14 | 33,01 | 31,12 | 66,31 | 60,70 |
| 2015 | 53,26 | 49,13 | 53,33 | 27,46 | 35,26 | 34,23 | 66,39 | 62,24 |
| 2016 | 53,80 | 52,23 | 56,03 | 27,90 | 36,81 | 36,92 | 67,68 | 63,60 |
| 2017 | 54,73 | 52,00 | 58,37 | 29,20 | 38,13 | 39,56 | 68,37 | 66,20 |

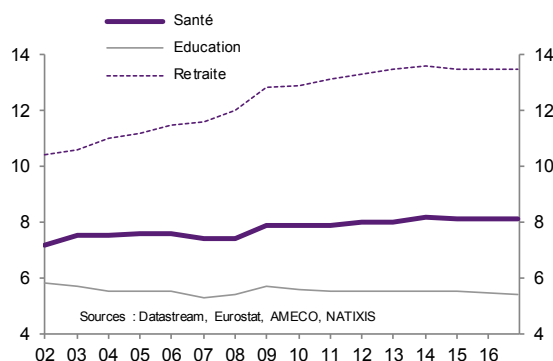
Sources : OCDE, Natixis

Graphique 5
Dépenses publiques de retraite (en % du PIB valeur)



3- **La modification du périmètre de l'Etat, avec le transfert au secteur privé de services rendus antérieurement par le secteur public.** Il y a bien alors transformation de dépenses publiques en consommation privée (par exemple de santé, d'éducation, de retraite, **graphique 6**) ; cette transformation va au-delà du simple artifice comptable si le secteur privé est plus efficace que le secteur public pour fournir ces services. Il ne faut pas négliger les difficultés politiques associées à cette modification du périmètre de l'Etat.

Graphique 6
France : dépenses publiques (en % du PIB valeur)



Synthèse : quel est le choix le plus probable ?

Quel choix va faire le gouvernement français ?

- **laisser dérapier le déficit public ?** C'est peu probable en raison des risques financiers (taux d'intérêt) et politiques (perte de poids de la France en Europe) induits ;
- **changer le périmètre de l'Etat ?** C'est peu probable, en raison des risques politiques associés, du fait que ce changement n'a pas été annoncé ;
- **il ne reste alors que la réduction des dépenses publiques,** avec un fort risque de recul de la croissance s'il n'y a pas de substitution de la dépense privée à la dépense publique (de neutralité ricardienne). La réduction des retraites publiques, par exemple, va au contraire provoquer une hausse de l'épargne de précaution des actifs.

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 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.

Canada : Natixis n'est pas référencé au titre de courtier en vertu de la législation sur les valeurs mobilières au Canada et ne peut traiter qu'avec des investisseurs désignés comme clients admissibles au sens de l'article 8.18 du Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription, les dispenses et les obligations permanentes des personnes inscrites.

Australie : Natixis opère à travers une filiale détenue entièrement, Natixis Australia Pty Ltd (" NAPL "). NAPL est enregistrée auprès de l'« Australian Securities & Investments Commission » et détient une licence de services financiers australienne (No 317114) qui permet à NAPL d'exercer ses activités en Australie avec des clients "wholesale". Les détails de cette licence sont disponibles sur demande.

Hong Kong : ce document est destiné à être distribué uniquement aux investisseurs professionnels (au sens de l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les contrats à terme (Cap.571) de Hong Kong et de toute règle établie en vertu de cette ordonnance).

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 (CERTIFIONS) 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>