

Flash Economie

19 avril 2021 - 286

Le retour du keynésianisme est-il une bonne idée ?

Les keynésiens se félicitent évidemment du retour du keynésianisme dans les pays de l'OCDE : d'abord à court terme soutien massif des revenus des ménages et des entreprises pendant la crise par les déficits publics ; puis annonce de plans d'investissement (dans les infrastructures, la transition énergétique, la R&D, la formation, la rénovation des bâtiments, la réindustrialisation) avec comme objectifs à la fois l'accélération de la transition énergétique et le redressement de la croissance potentielle.

Bien sûr, le soutien des revenus pendant la crise a limité le chômage et les faillites d'entreprises ; bien sûr, le principe d'un supplément d'investissements publics bien ciblés doit être bien accueilli.

Mais il ne faut pas oublier les dangers associés à cette politique :

- le risque que, parmi les investissements publics, il y en ait de rentabilité faible (infrastructures de transport) ;
- les désordres générés par l'excès de la création monétaire lié au financement, à court terme, des déficits publics très élevés ;
- la nécessité, une fois que les Banques Centrales arrêteront la monétisation des déficits publics, d'accroître la pression fiscale. Est-on certain que les impôts qui seront augmentés ne généreront pas des distorsions fortes qui annuleront les effets bénéfiques des investissements publics ? Existe-t-il des impôts « indolores », en particulier dans les pays où la pression fiscale est déjà forte ?
- le risque, quand les Banques Centrales arrêteront la monétisation des déficits publics, de hausse des taux d'intérêt à long terme si les déficits publics sont durablement plus élevés (c'est-à-dire s'il y a hésitation à financer par l'impôt la totalité de la hausse des dépenses publiques).

Il faut donc espérer que les États sauront identifier les « bons » investissements publics et les « bons » impôts.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

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

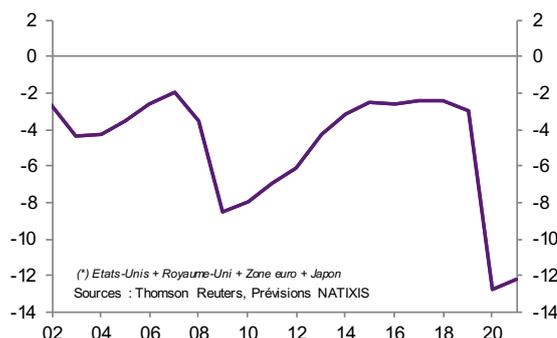
www.research.natixis.com

Dans les pays de L'OCDE, clairement retour du keynésianisme

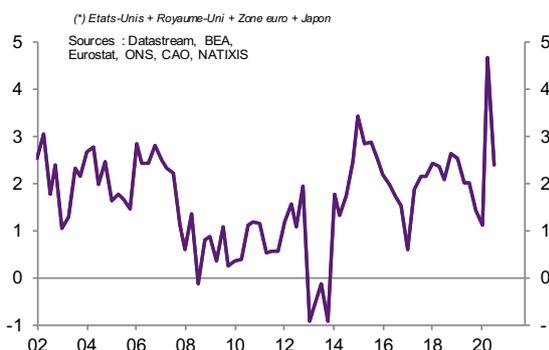
Tous les économistes et les hommes politiques « keynésiens » se félicitent de l'orientation prise par les politiques budgétaires des pays de l'OCDE :

- dans un premier temps (2020-2021) déficits publics (graphique 1) qui permettent, de manière défensive, de soutenir les revenus des ménages et des entreprises (graphiques 2a/b).

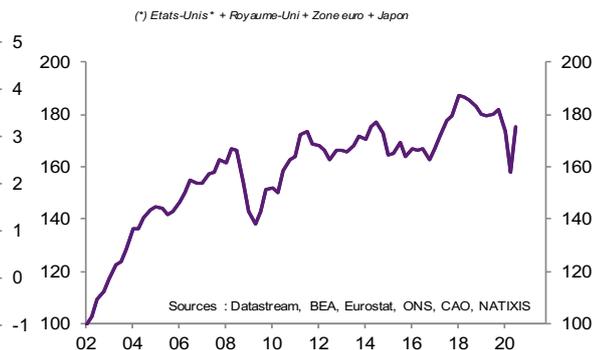
Graphique 1
OCDE* : déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 2a
OCDE* : revenu disponible réel des ménages (déflaté par le prix de consommation, GA en %)

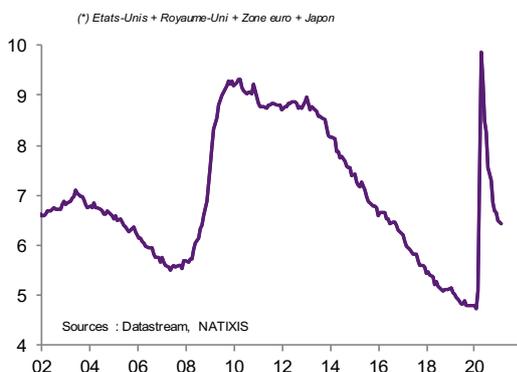


Graphique 2b
OCDE* : profits après impôts et intérêts avant dividendes réels (déflatés par le prix du PIB, 100 en 2002:1)

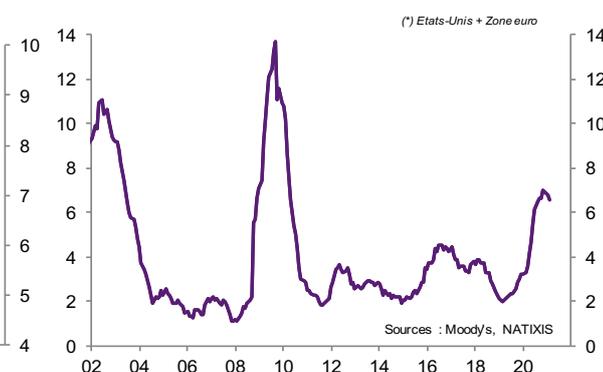


Cette politique a limité la hausse du chômage (graphique 3a), de la pauvreté, les faillites des entreprises (graphique 3 b) ;

Graphique 3a
OCDE* : taux de chômage (en %)

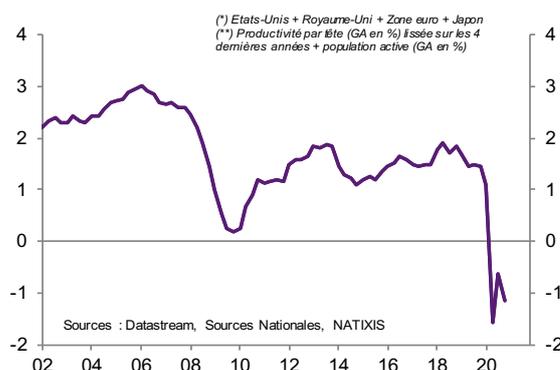


Graphique 3b
OCDE* : taux de défaut High Yield (en %)



- dans un second temps (2021-2022 et après), mise en place de programmes d'investissement public (2250 Md\$ aux États-Unis, 750 Md€ dans l'Union Européenne) dans les infrastructures (transport, eau, télécom), dans la transition énergétique, la R&D, la santé, la rénovation des bâtiments, la formation, l'aide aux relocalisations et à la réindustrialisation. L'objectif global de ces programmes est double : **accélérer la transition énergétique ; augmenter la croissance potentielle (graphique 4)** en améliorant les infrastructures, les compétences, en redressant le poids de l'industrie, en innovant, etc.

Graphique 4
OCDE* : croissance potentielle** (volume)



Ces programmes d'investissement, dont il est annoncé qu'ils seront financés par des hausses d'impôts :

- en Europe, taxe CO₂ aux frontières et taxe GAFA ;
- aux États-Unis, hausse du taux d'impôt sur les sociétés de 21 % à 28 %, hausse de la taxation des plus hauts revenus ;
- globalement, projet de taxation minimale des multinationales ;

sont très favorablement accueillis. L'idée de taxer les hauts revenus et les entreprises pour financer des investissements publics paraît bonne.

Ne faut-il pas cependant être plus prudent ?

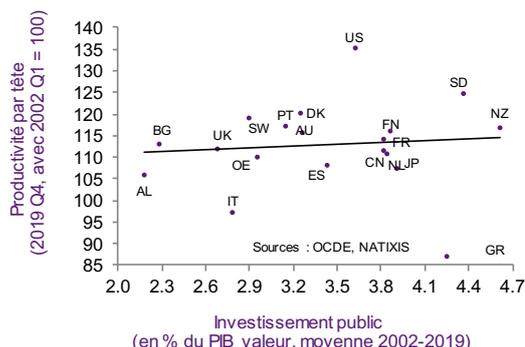
Les possibles dangers associés à cette politique

La politique de relance keynésienne et d'investissement public fait en effet courir plusieurs dangers aux pays qui la mettent en œuvre.

1. Le risque que certains investissements publics soient de rentabilité faible et ne soutiennent pas en réalité la croissance potentielle

Quand on compare l'effort d'investissement public et les gains de productivité (graphique 5) dans les pays de l'OCDE, on voit l'absence d'effet positif significatif de l'investissement public sur la productivité.

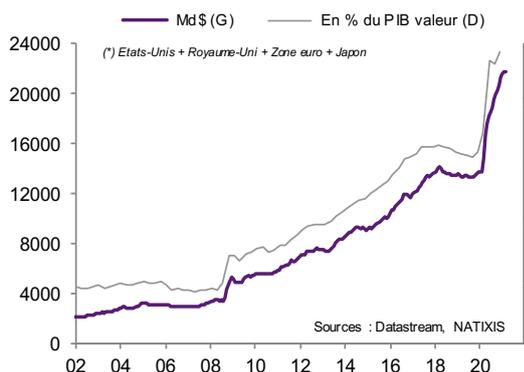
Graphique 5
Productivité par tête et investissement public



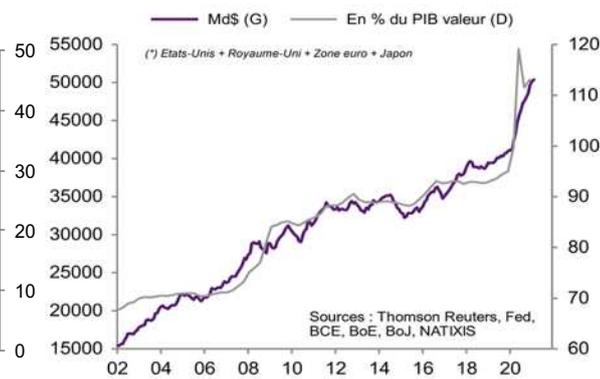
2. Le risque de désordres créés par l'excès de création monétaire

Aujourd'hui, **les Banques Centrales monétisent les déficits publics très élevés** (achètent les dettes publiques émises en créant de la monnaie), ce qui aboutit à une **hausse très rapide de l'offre de monnaie**, aussi bien de la monnaie de Banque Centrale (**graphique 6a**) que de la monnaie pour les agents économiques non bancaires (**graphique 6 b**).

Graphique 6a
OCDE* : base monétaire



Graphique 6b
OCDE* : masse monétaire M2

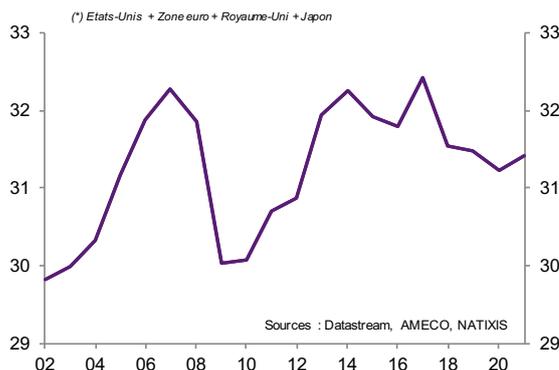


Cette hausse très rapide de l'offre de monnaie peut créer de l'instabilité financière : généralisation de bulles, flux de capitaux de grande taille...

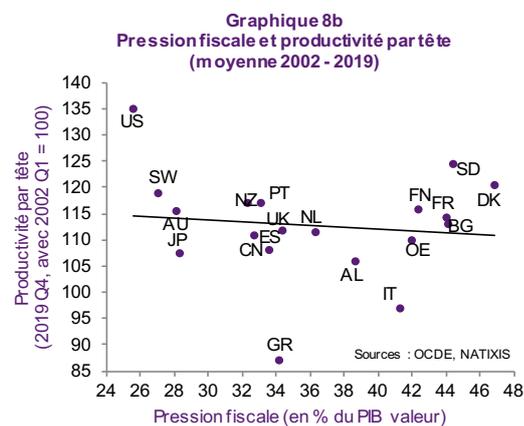
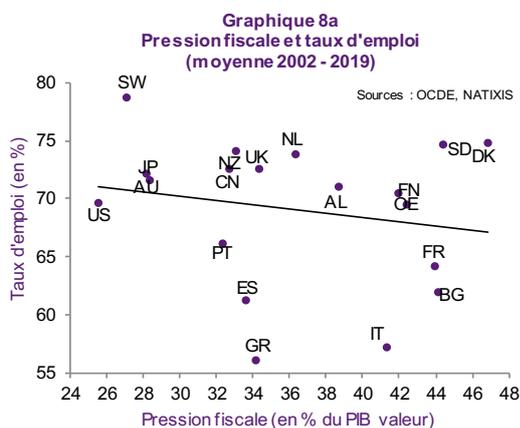
3. La hausse de la pression fiscale

Lorsque les Banques Centrales arrêteront de monétiser les déficits publics, **les États seront amenés à accroître la pression fiscale (graphique 7)** pour réduire les déficits publics.

Graphique 7
OCDE* : pression fiscale (en % du PIB valeur)



On considère souvent aujourd'hui qu'il est légitime de taxer davantage les hauts revenus, les entreprises, la richesse pour financer une hausse des investissements publics. **Mais connaît-on bien les distorsions** (découragement de l'emploi, de l'investissement) **que créent les différents impôts ? Est-on certain de trouver des « impôts indolores » dont la hausse ne pénalise pas l'économie ?** Quand on compare les pays de l'OCDE du point de vue de la pression fiscale, du taux d'emploi et des gains de productivité (**graphiques 8a/b**), on voit que **la pression fiscale est corrélée négativement significativement avec le taux d'emploi**, moins avec la productivité.



4. Le risque de hausse des taux d'intérêt à long terme

Si les pays de l'OCDE hésitent à remonter la pression fiscale pour financer la hausse des dépenses et investissements publics, **il faut craindre une remontée des taux d'intérêt à long terme**, qui pour l'instant est limitée (**graphique 9**).

Graphique 9
OCDE* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

(* Etats-Unis + Royaume-Uni + Zone euro hors Grèce + Japon)



Synthèse : au total, que penser du consensus ?

Le consensus est clairement qu'il est optimal d'accroître les dépenses publiques et les investissements publics en augmentant la pression fiscale sur les hauts revenus, les entreprises, la richesse.

Pour adhérer à ce consensus, il faudrait être sûr :

- que les États sauront sélectionner les « bons » investissements publics à rentabilité élevée ;
- que les États sauront trouver des impôts dont la hausse génère peu de distorsions ;
- et tant que les déficits publics sont financés par la création monétaire très rapide, que celle-ci ne fabrique pas une instabilité financière insupportable.