

## LE « SCANDALE » DES FINANCES PUBLIQUES GRECQUES

*Les autorités grecques ont systématiquement camouflé l'ampleur de leur déficit public depuis 2000. Le risque de défaut de l'État grec apparaît limité. Mais, malgré la disparition de la charge liée aux Jeux Olympiques, un plan d'austérité est inévitable et va accentuer l'ampleur du ralentissement économique en 2005.*

### La Grèce a maquillé ses comptes publics

À leur arrivée au pouvoir en mars dernier, les conservateurs avaient commandé un audit des finances publiques – mené avec Eurostat – afin de lever les doutes sur les chiffres communiqués par le précédent gouvernement socialiste. Avant même les résultats définitifs de l'audit, le déficit 2003 avait déjà été révisé en mai de 1,7 à 3,2 % du PIB, ce qui avait conduit le conseil Ecofin du 5 juillet à lancer une procédure pour déficit excessif (EDP). Par ailleurs, la prévision pour 2004 avait été relevée à 4 % du PIB dès cet été compte tenu du dérapage lié au surcoût des Jeux Olympiques.

Malheureusement, les révisions ne se sont pas arrêtées là. L'ampleur du problème a commencé à filtrer lors du conseil Ecofin informel des 10 et 11 septembre où le ministre grec des finances a informé ses homologues des résultats de l'audit, résultats qui ont été officialisés le 23 septembre par Eurostat. Les derniers chiffres fournis par l'institut statistique européen montrent que la Grèce a constamment dépassé le seuil des 3 % du PIB de déficit entre 2000 et 2003. Le déficit atteignait ainsi 4,1 % du PIB en 2000 et non 2,0 %, 3,7 % en 2001 et 2002 et non 1,4 %, et enfin 4,6 % en 2003 et non 1,7 %.

L'ampleur du maquillage du déficit s'explique, selon Eurostat, par :

- une révision à la baisse des recettes d'impôts (principalement la TVA) en 2003 ;
- une révision à la baisse en 2003 des paiements reçus des institutions de l'UE ;
- un sous-enregistrement des dépenses militaires entre 2000 et 2003 ;
- une surestimation de l'excédent des fonds de sécurité sociale entre 2001 et 2003 ;
- un sous-enregistrement des intérêts entre 2000 et 2003.

Les chiffres de la dette publique ont également été fortement révisés (cf. tableau). La différence au niveau de la dette est principalement due à :

- une sous-estimation de l'encours, liée notamment aux obligations à intérêts capitalisés ;
- une surestimation de la consolidation des actifs de la sécurité sociale.

### Un impact limité sur le financement de l'État...

À court terme, le scandale des comptes publics grecs ne devrait avoir qu'un impact limité. L'annonce des révisions et de leur ampleur n'a pas affecté l'euro et n'a eu qu'un effet très limité sur le spread entre les taux à 10 ans grec et allemand. Ce dernier ne s'est en effet élargi que de 3 centimes, passant en moyenne de 17 pb avant l'annonce d'Eurostat à 20 pb après. Ceci tend à prouver que le marché évalue, s'agissant des titres de dette publique, les risques au niveau de la zone euro et non d'un seul de ses pays membres<sup>1</sup>. Ou, autrement dit, le marché anticipe que la Grèce restera dans la zone euro et que la solidarité européenne jouera à plein en cas de défaut. Il semble en effet très peu probable, même si les chiffres antérieurs à 2000 ayant servi de base pour évaluer la qualification de la Grèce à l'UEM n'ont pas été audités et pourraient également receler de mauvaises surprises<sup>2</sup>, que l'adhésion à l'euro soit remise en cause. Parallèlement, une suspension des fonds de cohésion réclamée notamment outre-Rhin, ne semble pas très crédible, même si elle est explicitement prévue par le règlement. Toutefois, il est clair que cette menace est et sera utilisée afin d'obtenir du gouvernement grec qu'il prenne les mesures nécessaires afin de ramener le déficit sous la barre des 3 % du PIB.

### ... mais à moyen terme un risque sur la croissance lié à une cure d'austérité

En réalité, le risque ne porte pas tellement sur le financement de l'État, mais sur l'ampleur de la cure d'austérité qui s'annonce et son impact sur la croissance. Le gouvernement grec a présenté fin septembre un ambitieux projet de budget pour ramener le déficit public de 5,3 % du PIB cette année (selon ses prévisions) à 2,8 % l'an prochain. Sa tâche sera facilitée par le fait que le budget n'aura quasiment plus à supporter de charges liées aux Jeux Olympiques, ce qui réduira mécaniquement le déficit de 1 point de PIB. Le plan de réduction du déficit repose ensuite sur un accroissement des recettes totales de 7,4 % (contre +8,5 % en 2004), grâce notamment au maintien d'une forte croissance – le gouvernement table sur 3,9 % – et aussi grâce à l'augmentation de certaines taxes indirectes. Parmi les pistes évoquées : les taxes spéciales à la consommation concernant l'alcool et les cigarettes, un relèvement du taux de TVA de 8 à 18 % pour

### UN MAQUILLAGE DE GRANDE AMPLIEUR DES COMPTES PUBLICS

En % du PIB	00	01	02	03	04*
Déficit	2,0	1,4	1,4	1,7	1,2
<i>Déficit</i>	<i>4,1</i>	<i>3,7</i>	<i>3,7</i>	<i>4,6</i>	<i>5,3</i>
Dette	106,2	106,9	104,7	102,4	97,7
<i>Dette</i>	<i>114,0</i>	<i>114,7</i>	<i>112,5</i>	<i>109,9</i>	<i>112,1</i>

En noir, chiffres avant révisions (mars 2004)

*En rouge, chiffres après révisions (sept. 2004)*

Sources : Eurostat, \* prévisions du gouvernement

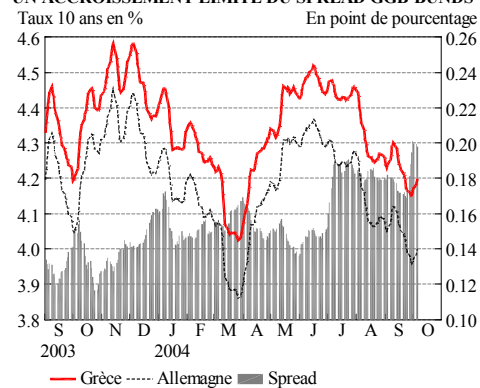
Rating souverain (long terme)

S&P A+ (perspectives négatives depuis le 13 septembre)

Fitch A+ (perspectives négatives depuis le 29 septembre)

Moody's A1 inchangé

### UN ACCROISSEMENT LIMITÉ DU SPREAD GGB-BUNDS



<sup>1</sup> On avait déjà observé un tel phénomène lorsque l'Italie avait été dégradée par S&P en juillet dernier.

<sup>2</sup> D'après les dernières informations disponibles, les autorités estiment que la réintégration des dépenses militaires n'aura que peu d'impact sur le solde public en 1997 et 1998, tandis que le déficit pour 1999 serait revu à la hausse à 2,4-2,5 %, contre 1,8 % précédemment.

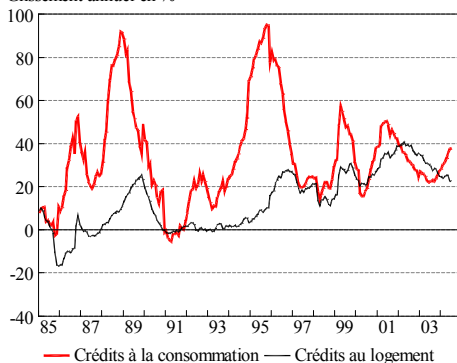
## CROISSANCE DU PIB

	02	03	04	05
Conso. privée	2,0	4,2	3,6	3,0
Conso. publique	3,8	-2,5	1,5	1,3
Investissement	4,5	13,2	4,5	3,0
Var. de stocks*	0,2	-0,1	0,1	-0,1
Exportations nettes*	-0,7	-1,3	-0,3	-0,1
<b>PIB</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>

\*contribution

## LA CROISSANCE DU CRÉDIT RESTE SOUTENUE

Glissement annuel en %



<sup>3</sup> En 2004, les salaires dans la fonction publique ont augmenté de 9,5 %, pour une inflation attendue autour de 3 %. Tous secteurs confondus, les salaires progresseraient de 6-6 ½ %.

<sup>4</sup> Le rebond de la croissance du crédit à la consommation observé depuis le milieu de l'année dernière tient à la suppression par la Banque centrale grecque du plafond d'emprunt individuel en juillet 2003.

certaines produits de luxe ainsi qu'une hausse de la vignette automobile. Le gouvernement compte également sur le produit lié au rapatriement de capitaux illégalement détenus à l'étranger – loi votée en juillet 2004 sur un modèle proche de celle qui avait été instaurée en Italie en 2002. Mais, surtout, les dépenses seront contenues : les dépenses primaires (hors charges d'intérêts de la dette) devraient progresser de 5,3 %, contre +14,6 % en 2004. À titre d'exemple, les dépenses militaires seront réduites de 400 millions d'euros (0,2 point de PIB environ), l'augmentation de la masse salariale dans le secteur public sera limitée par un quasi-gel des embauches et des augmentations de salaires (tout comme celles des pensions) plus en lien avec l'inflation<sup>3</sup>. Des mesures seront prises également afin de réduire la dette, avec notamment de nouvelles privatisations, pour 1,5 milliard d'euros : avec, en priorité, Olympic airlines et l'ouverture du capital de la Caisse d'épargne postale (Tahydromiko Tamieftirio).

Malgré l'ambition affichée, nous pensons que le déficit de la Grèce devrait encore dépasser les 3 % du PIB en 2005 – notre prévision s'établit à 3,8 %. Tout d'abord, parce que la croissance est en phase d'atterrissage post Jeux Olympiques et aura du mal à dépasser 3 % alors que le gouvernement attend presque 1 point de mieux. Ensuite, parce que les autorités ne semblent pas avoir renoncé à baisser la fiscalité sur les ménages les moins favorisés, et, surtout, sur les entreprises. Dans le cadre d'un plan triennal visant à ramener le taux d'imposition des bénéficiaires de 35 % à 25 %, les grandes entreprises bénéficieraient ainsi en 2005 d'un allègement de leur taux d'imposition de 35 % à 32 % et les petites, déjà moins taxées, d'une réduction du taux de 25 % à 24 %. Ceci rendra les objectifs annoncés du volet recettes du budget 2005 plus difficiles à atteindre.

Au final, l'impact restrictif de l'ajustement des finances publiques resterait supportable pour l'économie et ne ferait qu'accentuer un peu plus le ralentissement de l'économie qui était de toute façon attendu après les Jeux Olympiques. Les composantes qui freineront le plus seront bien sûr la consommation publique et l'investissement en construction.

Mais la consommation privée ralentira aussi puisque :

- lorsque le déficit et la dette publics se creusent, les agents anticipant un futur relèvement de la fiscalité accroissent leur épargne et freinent leurs dépenses (équivalence ricardienne) ;
- le revenu disponible progressera moins rapidement (en termes réels, il devrait enregistrer un gain de plus de 4 % cette année), compte tenu d'une plus faible progression des salaires nominaux.

Toutefois, les dépenses des ménages seraient encore le principal moteur de la croissance et enregistreraient une croissance d'environ 3 %, après 3,6 % cette année. Et ceci grâce notamment à la forte progression du crédit. Le crédit hypothécaire pourrait certes continuer à ralentir si l'affaiblissement du marché immobilier résidentiel se confirmait (la hausse des prix des logements a ralenti début 2004). Mais le crédit à la consommation devrait encore enregistrer une croissance soutenue<sup>4</sup>, du fait de conditions de financement qui resteront avantageuses (les taux courts seront négatifs en termes réels encore une bonne partie de 2005). Sans compter que l'endettement des ménages grecs, bien qu'ayant fortement progressé au cours des toutes dernières années, reste inférieur à la moyenne européenne.

Mais, attention, si les autorités grecques étaient contraintes de prendre des mesures plus drastiques (forte hausse de la TVA, par exemple), la consommation serait affectée et la Grèce risquerait de connaître le sort du Portugal en 2002-2003 : après avoir enregistré un déficit record de plus de 4 % du PIB en 2001, le Portugal avait dû pour rentrer dans l'épave du Pacte de stabilité présenter un ambitieux plan d'austérité mi-2002 (hausse de la TVA, recouvrement accéléré des arriérés d'impôts, remise en place de péages sur les autoroutes, ventes d'actifs, gel des salaires dans la fonction publique...) qui avait précipité l'économie dans la récession.

Tanguy SIMON – 01 42 14 29 72

## À SURVEILLER

**Prochaine échéance.** Lors du Conseil Ecofin du 21 octobre, les Ministres de l'Économie et des Finances de la zone euro ont solennellement déclaré que des révisions telles que celles qui ont affecté les données des finances publiques grecques ne sauraient être tolérées à l'avenir. Mais ils n'ont décidé à ce stade d'aucune sanction. Ils ont donné aux autorités grecques jusqu'au prochain conseil Ecofin de novembre pour présenter les données révisées avant 2000 ainsi que les mesures qu'elles entendent prendre pour rentrer dans les clous.

En %	2001	2002	2003	2004(p)	2005(p)
PIB en volume	4,3	3,6	4,5	3,7	2,9
Prix à la consommation (CPI)	3,7	3,9	3,4	2,9	3,2
Taux de chômage	10,5	10,2	9,5	9,0	8,7
Solde courant (% PIB)	-8,0	-7,3	-6,4	-6,2	-6,0
Solde public (% PIB)	-3,7	-3,7	-4,6	-5,5	-3,8

---

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux-seuls, mais ne dispense ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.