

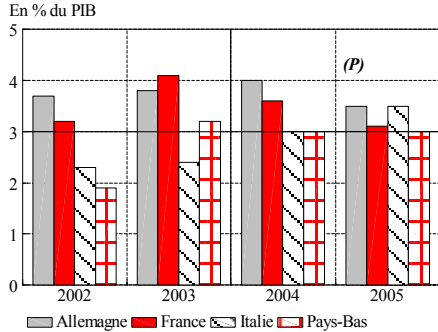
MALGRÉ LA REPRISE, LE RÉTABLISSEMENT DES FINANCES PUBLIQUES EST LABORIEUX

- Les situations budgétaires évoluent de manière contrastée au sein de la zone euro en fonction en particulier de la dynamique de la demande intérieure : si la France parvient à infléchir cette année son déficit public, le solde public s'est encore dégradé en Allemagne et aux Pays-Bas. L'ampleur du déficit est masquée en Italie par des mesures exceptionnelles tandis qu'en Grèce un audit a révélé un déficit qui devrait dépasser les 5 % du PIB cette année (cf. encadré p.19).
- Les budgets pour 2005, actuellement en discussion devant les parlements nationaux, vont chercher à réduire plus ou moins vite ces déficits. Si les Pays-Bas paraissent en mesure de ramener leur déficit public à 3 % du PIB, cela est beaucoup moins sûr pour l'Allemagne et l'Italie ; en France, la barre des 3 % devrait être tutoyée (cf. encadré p.25).
- Les divergences entre les situations des finances publiques ne se traduisent pas par des spreads significatifs entre les rendements des obligations gouvernementales des différents pays de la zone euro. Le redressement de la situation budgétaire allemande en 2006 pourrait cependant aboutir à un certain écartement des spreads intra-UEM.

La dégradation des finances publiques s'est poursuivie en 2004 dans de nombreux pays

Le déficit public de l'UEM devrait atteindre 3 % du PIB cette année après 2,7 % en 2003. Dans de nombreux pays de la zone, le retour de la croissance sur son rythme potentiel est encore trop récent pour se traduire par une amélioration des comptes publics.

DIFFICILE STABILISATION DES DÉFICITS PUBLICS



Sources : Eurostat, déficit public au sens de Maastricht hors licences UMTS, estimations Société Générale pour 2004.

En Allemagne, la faiblesse des recettes fiscales (notamment celles tirées des profits de la Bundesbank, de l'écotaxe et de la loi d'amnistie fiscale) et des dépenses d'indemnisation du chômage plus importantes que prévu ont donné lieu à une poursuite du creusement du déficit cette année. Il est estimé à 43,7 milliards d'euros pour le seul Bund contre 29,3 initialement prévus. La situation budgétaire des Länder et des communes s'étant stabilisée aux dépens du Bund (les communes en difficulté étaient cette année exceptionnellement autorisées à conserver une partie plus importante de leurs recettes fiscales), le déficit de l'ensemble des administrations publiques devrait en définitive atteindre 4 % du PIB (soit le chiffre transmis par le Statistisches Bundesamt à la Commission européenne pour le seul 1^{er} semestre).

En Italie, la faible croissance conjuguée à des allègements fiscaux a pesé sur les finances publiques en 2002 et 2003.

ITALIE : COMPTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (en milliards d'€)

	Recettes courantes a	Dépenses courantes b	Intérêts de la dette c	Solde courant d=a-b-c	Entrées cpte capital e	Sorties cpte de capital f	Solde public g=d+e-f
1999	516,45	422,33	75,23	18,88	5,58	44,09	-19,62
2000*	533,96	441,59	75,66	16,71	5,11	29,69*	-7,87*
2001	557,51	465,75	79,80	11,95	3,40	47,85	-32,50
2002	569,52	487,60	74,47	7,45	5,59**	43,36***	-30,33
2003	580,22	514,16	69,93	-3,88	24,50**	53,10***	-32,47
03 S1	263,42	236,54	35,17	-8,29	21,30	23,59	-10,58
04 S1	277,41	247,54	31,79	-1,92	3,83	24,94	-23,04
Δ	5,3%	4,6%	-9,6%	+6,37	-82,0%	5,7%	-12,46

* en incluant les recettes liées aux ventes des licences UMTS (sinon le déficit atteindrait 21,68 milliards d'euros)

** les recettes liées aux opérations d'amnisties fiscales sont comptabilisées positivement en entrées de capital

*** les opérations de titrisations viennent diminuer les sorties du compte de capital

Les recettes courantes n'ont progressé que d'environ 2 % au cours de ces deux années du fait de la baisse des recettes des impôts directs (compensée par la hausse des cotisations sociales), tandis que les dépenses courantes continuaient de progresser de 4,7 % en 2002 et de 5,4 % en 2003. Conséquence : l'excédent courant primaire (i.e. la différence entre recettes courantes et dépenses courantes) a fondu et ne permettait même plus l'an dernier de couvrir la charge d'intérêts de la dette. Au final, l'Italie est parvenue à contenir son déficit uniquement grâce à des mesures exceptionnelles : titrisations d'actifs publics (immobiliers notamment), amnisties fiscales diverses, etc. Ces mesures exceptionnelles affectent le compte de capital des finances publiques (cf. tableau). Elles ont représenté 2 points de PIB en 2003 et, sans elles, l'Italie ne serait pas parvenue à maintenir son déficit sous les 3 % – il a finalement atteint 2,4 % du PIB.

Au 1^{er} semestre, le déficit courant des finances publiques s'est réduit de plus de 6,4 milliards d'euros grâce à l'accélération des recettes fiscales et à un nouveau recul de la charge d'intérêts. Mais, comme pratiquement aucune recette exceptionnelle n'avait été enregistrée sur la période, le déficit public s'est creusé de 12,5 milliards d'euros pour dépasser les 23 milliards, soit 3,5 % du PIB sur une base annuelle. Face à cette dérive, la Commission européenne plaide pour qu'un « avertissement précoce » pour déficit public excessif soit adressé à l'Italie et ce n'est qu'après que Silvio Berlusconi a présenté un nouveau train de mesures de 7,5 milliards d'euros (0,6 point de PIB) en juillet que l'Ecofin a décidé de ne pas engager de procédure.

Au final, le déficit public Italien serait de justesse contenu à 3 % du PIB et les mesures non-récurrentes représenteraient encore au total environ 1 point de PIB.

Aux Pays-Bas, la forte hausse du chômage (le nombre de demandeurs d'emploi a presque doublé depuis 2001), jointe à la faiblesse des recettes fiscales, a entraîné un déficit supplémentaire de 1,2 % du PIB s'ajoutant aux 2,3 % prévus initialement dans le budget. Pour limiter le déficit à 3,0 %, le gouvernement a pris des mesures d'économies au printemps pour un montant de 0,5 % du PIB : hausse des contributions sociales, économies budgétaires sur la masse salariale (cf. tableau ci-dessous).

Les budgets pour 2005, un dégradé allant du restrictif au quasi-neutre

Pays-Bas : un plan de rigueur

Afin de faire passer le déficit à 2,6 % du PIB, le gouvernement a proposé un budget 2005 de rigueur comprenant des mesures d'économies pesant sur les ménages (impôt sur le revenu, contribution sociale) et sur les fonctionnaires (gel des salaires et des embauches) provoquant le mécontentement général de la population (surtout focalisé sur les mesures décourageant les départs à la retraite avant 65 ans à partir du 1^{er} janvier 2006).

Le gouvernement attend entre autres des économies liées à l'augmentation des incitations au retour à l'emploi : durcissement des conditions d'accès aux allocations-chômage et aux allocations-invalidité (1 million de bénéficiaires). La réforme de l'assurance-maladie entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2004 préviendra de mauvaises surprises du côté des dépenses de santé.

PAYS-BAS : MESURES D'ÉCONOMIES (en milliards d'euros)

Par rapport au budget initialement prévu	2004	2005
Mesures sur les dépenses	-1,6	-1,3
Budget du gouvernement central	-1,5	-0,4
Sécurité sociale et marché du travail	0,0	0,0
Assurance dépendance	0,0	-0,9
Mesures sur les recettes	-0,6	-1,1
Hausse de la contribution à l'AWBZ* au 1/07/04	-0,3	
Hausse des deux premières tranches de l'impôt sur le revenu		-0,7
Hausse temporaire de la contribution à l'assurance-invalidité	-0,3	-0,3
Autres	0,0	-0,1
Total	-2,2	-2,4

Source : Ministerie van Financiën, Budget Memorandum 2005
* une des branches de l'assurance-maladie

Pour soutenir la compétitivité des entreprises néerlandaises, le gouvernement a par ailleurs décidé de réduire le taux d'imposition, le faisant passer de 34,5 % actuellement à 31,5 % en 2005, 30,5 % en 2006 et 30 % en 2007, mesure financée en partie par une baisse des subventions aux entreprises et par une hausse des taxes sur l'énergie (au total 0,3 point de PIB en 2005).

Malgré toutes ces mesures, le déficit public risque d'être proche de 3 % du PIB, la conjoncture, notamment le comportement de dépenses des ménages et les profits des entreprises, tardant à se normaliser.

Italie : un budget 2005 très ambitieux et un financement encore incertain des baisses d'impôts

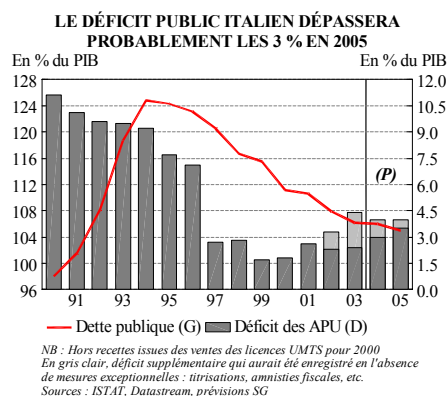
Les autorités italiennes ont présenté un projet de budget 2005 en ligne avec le Document de Programmation Économique et Financière (DPEF) présenté cet été et que nous avons qualifié alors de particulièrement ambitieux (cf. *Analyse mensuelle de septembre*). Le gouvernement vise en effet une diminution du déficit public de 2,9 % à 2,7 % du PIB en 2005 grâce à des mesures totalisant 24 milliards d'euros (1,7 % du PIB) et qui se décomposent comme suit :

- **mesures exceptionnelles** : 7 milliards proviendraient de titrisations d'actifs publics (4 milliards pour l'immobilier, 3 pour les recettes des autoroutes). Cela représente 0,5 % du PIB, c'est-à-dire que les autorités italiennes diminuent comme elles s'y étaient engagées la part des mesures exceptionnelles dans leurs plans de réduction du déficit ;
- **limitation de la hausse des dépenses** : les économies de dépenses devraient représenter environ 9,5 milliards d'euros. La hausse des dépenses courantes sera limitée à 2 % en termes nominaux sauf pour les dépenses à caractère social (santé, pensions) dont l'augmentation sera plafonnée à 3,9 % ;
- **augmentation des recettes** : les autorités tablent sur plusieurs mesures de lutte contre l'évasion fiscale pour accroître les recettes de 7,5 milliards d'euros.

Les autorités ont, en outre, l'intention d'annexer au projet de budget 2005 un plan de relance de l'économie de 13 milliards d'euros qui comprendrait :

- **6 milliards de baisses d'impôts**. Initialement ces baisses d'impôts ne devaient concerner que les ménages (en particulier les familles), mais des discussions ont lieu au sein de la coalition afin de savoir si la baisse de la fiscalité doit aussi profiter aux entreprises du Sud du pays ;
- **1 milliard pour la Recherche**. Ces 7 milliards seraient entièrement couverts par des baisses de dépenses.

- **6 milliards de prêts bonifiés pour l'industrie**. Cette mesure aurait un impact neutre sur les finances publiques car elle serait financée sur des réserves existantes de la Caisse des dépôts (Cassa di Depositi e Prestiti).



Au final, nous pensons que le gouvernement italien aura du mal à exécuter l'intégralité de son ambitieux programme (notamment en ce qui concerne la hausse des recettes liées à la lutte contre l'évasion fiscale ou pour ce qui est des économies destinées à financer les baisses d'impôts), d'autant que nous avons des hypothèses de croissance inférieures d'environ ½ point de PIB à celles utilisées pour construire le budget. Si bien que nous tablons sur un nouveau dérapage du déficit en 2005, qui s'établirait à 3 ½ % du PIB, après 3 % en 2004.

Allemagne : pour l'instant, pas de plan d'économies

ALLEMAGNE : BUDGET DU BUND (en milliards d'euros)

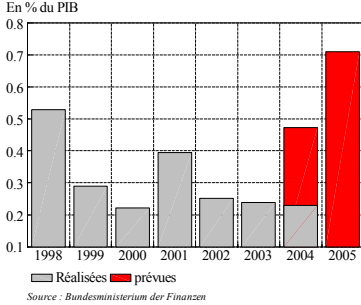
	2003	2004	2005
Recettes, dont :	217,5	227,7	236,0
Part des taxes communales et professionnelles revenant au Bund :			
- Impôt sur le revenu	56,5	52,6↓	52,2↓
- TVA	47,8	56,4	58,9↓
- Impôt sur les sociétés	4,1	7,4	9,3↓
- Taxe professionnelle	2,3	1,4	1,3
Taxes du Bund	86,6	88,6↓	87,7
Profit de la Bundesbank versé au Bund	3,5	3,5↑	3,5
Revenus des cessions d'actifs	9,5	11,3	19,7
Revenus de l'Agence Fédérale du Travail	0	0	6,7 ² ↓
Dépenses, dont :	256,7	257,3	258,3
Dépenses de personnel	27,2	27,3	27,0
Retraites	77,3	77,9	78,2
Services de la dette	36,9	37,7	39,7
Dépenses d'investissement	25,7	24,6	22,8
Recherche, formation, culture	10,9	11,9	11,6
Subventions (agriculture, industrie, communes...)	7,4	7,0	6,0
Aides à l'acquisition de logement	2,8	1,9	0,9
Aides au chômage	16,7	21,5↑	26,0 ³ ↑
Allocation à l'Agence Fédérale du Travail	6,2	5,2	3,5
Solde	-38,6	-29,3	-22,0

Source : Bundesministerium der Finanzen, "Bundeshaushalt 2005", September 2004
¹ le profit distribué par la Bundesbank (sur le résultat de l'année passée) s'est élevé à 250 millions d'euros en 2004 contre 5,4 milliards en 2003 et 11,2 milliards en 2002
² revenus attendus d'une réduction du chômage de long terme grâce à la loi Hartz IV et des dépenses courantes de l'Agence Fédérale du Travail
³ dont 2,5 milliards supplémentaires pour le paiement de l'Arbeitslosengeld II aux anciens allocataires de la Sozialhilfe
 ↑↓ ce que nous attendons par rapport à la prévision du gouvernement

Le projet de budget 2005 s'appuie sur le budget 2004 avant la révision de septembre (ne tenant donc pas compte des 14,4 milliards supplémentaires de déficit) et affiche ainsi une réduction du déficit du Bund à 1 % du PIB en 2005 et de celui de l'ensemble des administrations publiques à 2,5 % du PIB. Outre le fait d'être fondé sur un déficit 2004 ½ point de PIB en dessous de la réalité, le projet de budget repose sur des hypothèses qui ne tiennent pas compte du changement de conjoncture lié au renchérissement du prix du pétrole : le gouvernement attend une croissance des dépenses des ménages de 1,6 % (nous en attendons la moitié) pour une inflation de seulement 1,3 %, surestimant ainsi les recettes fiscales.

Sans compter que les 10,3 milliards de revenus de privatisations pour 2004 (Deutsche Telekom, Die Post) et les 15,5 pour 2005 ne sont pas pris en compte dans le calcul du solde public au sens de Maastricht. Les hypothèses retenues par le gouvernement pour les allocations chômage sont optimistes, tandis que les revenus de la TVA pourraient bénéficier de la hausse du prix de vente de l'énergie (mais une diminution des ventes sera sans doute observée). Par ailleurs, les recettes tirées de l'amnistie fiscale (42,5 % pour le Bund, 42,5 % pour les Länder et 15 % pour les communes) risquent à nouveau d'être décevantes : en 2005, la taxation sur les capitaux rapatriés sera moins favorable que celle de 2004. Or, selon les dernières estimations, cette mesure rapporterait au mieux 1 milliard cette année contre 5 initialement budgétés par le gouvernement.

DES PRIVATISATIONS EXCEPTIONNELLES EN 2005



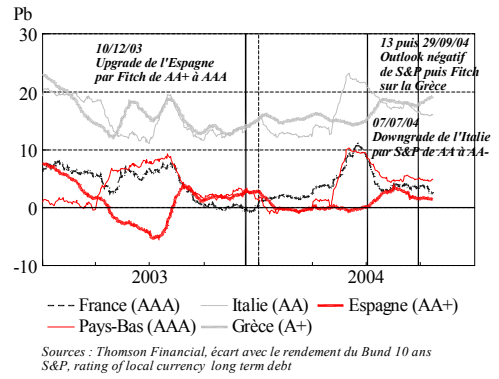
À noter que ce budget repose en partie sur une baisse de l'allocation à l'acquisition de logement à hauteur de presque 1 milliard, destinée en principe à financer la recherche (mais qui, en fait, ne lui bénéficiera pas en 2005), qui concerne aussi les Länder et les communes pour un montant d'1 milliard d'euros. Cette mesure qui doit permettre de dégager 6 milliards d'euros chaque année (dont 2,5 milliards pour les Länder) à partir de 2012, n'a pas encore été approuvée par le Bundesrat. Le gouvernement poursuit également sa baisse des subventions aux entreprises et aux communes (*Koch-Steinbrück Initiative*) : 1 milliard d'économies pour le Bund, 130 millions pour les communes. Par ailleurs, ces dernières pourront conserver 3 milliards de plus de recettes de la taxe professionnelle (2,5 en 2004) tandis que la loi Hartz IV conduira le Bund à prendre en charge 2,5 milliards de dépenses sociales supplémentaires jusqu'alors à la charge des communes.

En l'état actuel du projet de budget, le déficit public s'afficherait à 3,5 % du PIB en 2005. Le gouvernement ne souhaite pas mettre en œuvre les mesures d'économies nécessaires pour réduire le déficit sous les 3 % du PIB comme il s'y était engagé l'année dernière et met pour l'instant à profit le flottement au sein de la DG Ecofin lié au renouvellement de la Commission européenne. Le budget présenté par Hans Eichel début septembre est cependant susceptible de profonds changements si la CDU-CSU, majoritaire au Bundesrat, décide qu'il faut réduire le déficit des Länder. En particulier, une baisse des allègements fiscaux aux entreprises (ces derniers représentent 15 milliards d'euros par an), sur laquelle il y a consensus, pourrait intervenir.

Le marché obligataire toujours aussi peu discriminant

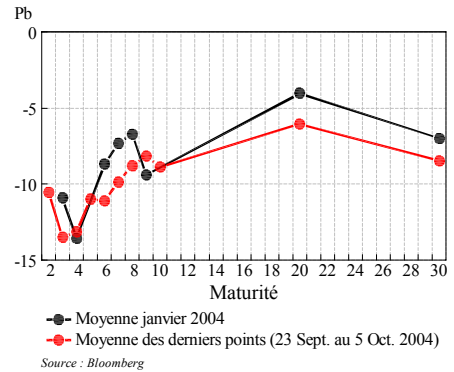
Les marchés obligataires ont très peu réagi aux annonces de dégradation des finances publiques. Le déficit allemand, toujours un des plus élevés de la zone euro, favorise, il est vrai, des *spreads* encore très faibles. On observera que les écarts de rendement entre les benchmarks sont perturbés par les rendements de l'obligation de référence (deux fois par an dans la majorité des pays), le lancement d'un nouveau benchmark allemand (en janvier et septembre) occasionnant un recul transitoire du *spread* tandis que l'émission d'un nouveau benchmark pour le pays en question (avril et octobre en France) produit l'effet inverse.

TOUJOURS AUSSI PEU DE DISCRIMINATION DANS LES RENDEMENTS DES GOVIES



Si l'on examine les *spreads* d'assets swaps (autrement dit, à combien traite une obligation sur le marché des *swaps*, exemple : Euribor -10 pb pour le Bund 10 ans début octobre 2004) – ce qui permet d'éviter les discontinuités provoquées par les changements de benchmarks –, on constate une évolution plus différenciée. Le *spread* allemand est resté quasi-inerte aux annonces de déficits supplémentaires et l'Allemagne bénéficie toujours globalement du coût du crédit le plus faible de la zone euro avec, à quelques points de base au-dessus, la France et l'Espagne.

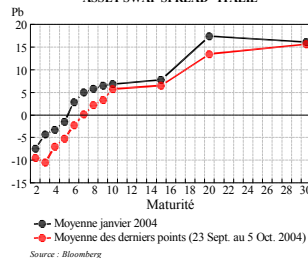
ASSET SWAP SPREAD - ALLEMAGNE



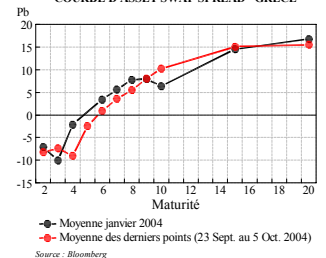
Le coût relatif de la dette italienne est resté inchangé et a même, paradoxalement, eu tendance à légèrement s'améliorer sur l'ensemble du spectre de la dette suite à la dégradation de son rating. Le *spread* grec a connu un saut de 5 pb quasiment uniquement sur la maturité 10 ans après l'annonce de ses déficits cachés. La proximité des *asset swap spreads* grec et italien dont la dette a pourtant une note de différence, laisse penser que les marchés accordent une attention plus importante au trend de la dette (qui n'a que peu décliné dans les deux pays, passant de 111 % du PIB en 2000 à 106 % en 2003 pour l'Italie et de 114 % à 110 % pour la Grèce), qu'aux annonces de déficit.

En comparaison, le *spread* de la Belgique, dont le montant de la dette est du même ordre que l'Italie et la Grèce mais sur une pente beaucoup plus favorable (la dette est passée de 109 % du PIB en 2000 à 100 % en 2003), a connu une forte réduction de son coût (le *spread* avec le Bund 10 ans est de seulement 5 pb depuis 2003 et l'*asset swap spread* est à Euribor -5 pb pour le 10 ans).

ASSET SWAP SPREAD - ITALIE



COURBE D'ASSET SWAP SPREAD - GRÈCE



Gaël ROBERT – 01 42 14 27 96
Tanguy SIMON – 01 42 14 29 72

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.