

PLÉTHORE DE RISQUES

- *L'aggravation rapide de la crise budgétaire grecque, ainsi que les incertitudes quant à la capacité et la volonté des économies les plus fortes de l'Union européenne à venir en aide à ses partenaires les plus faibles, ont alimenté ces dernières semaines le débat sur la possibilité d'une propagation de la « maladie grecque ».*
- *Ces craintes de propagation tiennent du fait que les autres pays périphériques de la zone euro sont également confrontés à : (i) des déficits budgétaires insoutenables, (ii) des modèles de croissance détériorés (à l'exception de l'Italie, qui n'a pas fondé sa croissance sur des bulles spéculatives), (iii) des difficultés à imposer une austérité budgétaire dans une situation de contraction ou de redressement extrêmement timide de l'économie, et (iv) des questions spécifiques qui varient d'un pays à l'autre, mais qui tendent à peser davantage du côté des risques.*
- *En ce qui concerne les finances publiques, la Grèce, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, et le Royaume-Uni ont enregistré les déficits publics les plus importants (tous proches ou au dessus de 10 % du PIB en 2009) ; pourtant, ces pays sont entrés dans la crise avec des niveaux de dette publique très variés, et ils ont des capacités très différentes de hausse de recettes et de réduction de dépenses.*
- *Au contraire, en dépit de son ratio d'endettement initial très élevé, l'Italie est parvenue à maîtriser ses finances publiques pendant la crise, et son économie présente également des perspectives de croissance plus favorables pour l'année 2010.*
- *Les pays qui soulèvent le plus d'inquiétude sont la Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Espagne. L'économie grecque est certainement sous les projecteurs aujourd'hui, mais les trois autres pays présentent des risques qui, dans une moindre mesure, sont capables d'affecter lourdement leurs économies ou de détériorer davantage leurs déficits.*
- *En tête des problèmes sous-jacents, la multitude de canaux de propagation d'un pays à l'autre. Parmi ces canaux, les plus dangereux sont le cercle vicieux généré par la forte hausse des rendements sur la dette souveraine, la capacité du secteur bancaire européen à faire face à la dégradation des garanties souveraines, une possible panique bancaire (sur les dépôts ou le marché monétaire), l'inéluctable désendettement du secteur privé et les difficultés à imposer des mesures d'austérité à des populations qui souffrent déjà de la hausse du chômage et de la baisse du pouvoir d'achat.*
- *Dans l'analyse ci-dessous, nous décrivons les principaux plans d'ajustement budgétaires annoncés récemment par la Grèce, l'Irlande et le Portugal (pour l'Espagne, voir le dossier spécial page 20).*

Grèce

Avec une révision massive de son déficit budgétaire à 12,7 % du PIB (qui a fini de casser la crédibilité déjà faible des statistiques du gouvernement), une dette publique de 125 % attendue d'ici à la fin de l'année et une contraction économique susceptible de se prolonger tout au long de l'année, la Grèce est certainement le pays où la situation risque le plus de devenir incontrôlable. À l'heure actuelle, en dépit de l'effort d'ajustement considérable contenu dans le plan annoncé dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), l'écart de taux sur sa dette souveraine demeure extrêmement large. Les récentes déclarations de l'UE, qui souhaite « déterminer et coordonner si besoin une action pour sauvegarder la stabilité de la zone euro », tout en fournissant une sorte de « garantie implicite », ne précisent pas, loin s'en faut, comment un tel sauvetage pourrait fonctionner et qui y contribuerait. Les partenaires européens de la Grèce lui demandent à présent de mettre en place des mesures supplémentaires (comme l'augmentation de la TVA et davantage de coupes budgétaires).

Le programme du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) publié en janvier tente de répondre à bon nombre de préoccupations mises en avant les mois précédents par les agences de notation pour motiver la dégradation de la note souveraine. Il le fait en fournissant davantage de détails sur de nombreuses mesures fiscales qui, d'après le plan gouvernemental, devrait ramener le déficit budgétaire autour de 2 % du PIB d'ici 2013.

Du côté des dépenses, les réformes les plus significatives sont :

- Une réduction des emplois publics à travers le gel des recrutements en 2010 et une règle de 1 pour 5 à partir de 2011 (une embauche pour 5 départs en retraite) ;
- Une baisse de 10 % des salaires, associée à une stabilité pour les rémunérations dépassant les 2000 € par mois pour le secteur public en 2010 ;

- Une réduction de 10 % des frais de fonctionnement des ministères en 2010 ;
- Un budget à 3 ans comprenant des plans de réduction des dépenses ;
- Une réduction des versements aux caisses de retraite ;
- Une réduction d'un tiers des contrats à court terme et une baisse significative des heures supplémentaires ;
- Une réduction des frais de fonctionnement des collectivités locales (grâce à plusieurs mesures parmi lesquelles des baisses au niveau des collectivités locales, une réduction significative des comités spéciaux dans le secteur public, et la fusion d'entités publiques liées aux collectivités locales permettant une baisse drastique de leur nombre).

D'après le gouvernement, les dépenses publiques seront alors réduites sur 3 niveaux : 1) salaires et pensions (augmentant seulement de 0,8 % en 2010, après 11,5 %) ; 2) dépenses d'assurance sociale (-9,7 % en 2010, après +28 % en 2009) ; 3) dépenses de fonctionnement (-10,8 % en 2010, après +21,5 % en 2009). Ainsi, grâce à la réduction des dépenses exceptionnelles (utilisées pour diminuer l'impact de la crise, fournir des subventions et des dons aux organismes de sécurité sociale et services publics, et pour organiser les élections nationales), les dépenses publiques baisseront à 50,6 % du PIB en 2010, contre 52 % en 2009.

Côté recettes, les priorités sont :

- réformer le système d'impôts et en élargir l'assiette ;
- renforcer l'administration fiscale en améliorant les systèmes d'audit et de collecte ;
- réduire l'évasion et renforcer la conformité fiscale ;
- mettre en œuvre des mesures permanentes bien planifiées et assurer leur efficacité.

Globalement, l'augmentation estimée des recettes est la suivante :

- 1,1 % du PIB de l'augmentation des revenus permanents en 2010 : dont près de la moitié provenant de l'échelle d'impôts unique et de l'élimination des exemptions fiscales ;
- 0,5 % du PIB grâce aux mesures exceptionnelles : impôts supplémentaires sur les grandes entreprises, sur le patrimoine et sur les recettes exceptionnelles des banques ayant eu recours aux mécanismes de refinancement de la BCE ;
- 0,5 % du PIB du nouveau système global visant à diminuer l'évasion et l'exemption fiscales : un train de mesures a été proposé pour accroître l'efficacité de la collecte, combattre la corruption et gérer les arriérés existants ;
- des revenus additionnels sont attendus grâce à l'accélération du programme d'investissement public et des 26 Mds € de fonds européens, le taux d'absorption de ces derniers étant actuellement très faible à 3,5 %.

Ainsi, selon le gouvernement, les recettes totales s'élèveront à 41,9 % du PIB en 2010, 2,6 points de plus que l'année précédente.

En conséquence, le PSC prévoit une réduction du déficit public de 4 points en 2010 (à 8,7 % du PIB contre 12,7 % en 2009, donc plus ambitieux que le budget 2010, qui prévoyait une réduction de 3,6 points à 9,1 %), suivie par des réductions de 3,1 points en 2011, 2,8 points en 2012 et 0,8 point en 2013, amenant ainsi le déficit à 2 % du PIB en 2013. Les hypothèses du ministère des Finances pour la croissance réelle du PIB sont les suivantes : -0,3 % en 2010 (prévisions CE : -0,3 % ; OCDE : -0,7 % ; FMI : -0,1 %) ; 1,5 % en 2011 (CE : 0,7 % ; OCDE : 1,6 % ; FMI : 0,7 %) ; 1,9 % en 2012 et 2,5 % en 2013.

Du fait de la contraction du PIB enregistrée au T4 2009 et de l'impact restrictif probable du programme d'ajustement, les prévisions du gouvernement pour 2010 semblent légèrement optimistes (nous attendons une contraction du PIB d'au moins un demi-point en 2010). Pour les années suivantes, les prévisions du gouvernement sont sensiblement supérieures au consensus. Nous attendons un retour à une croissance de 2,5 % uniquement en 2015. Quant aux mesures annoncées, plusieurs d'entre elles, tant sur les dépenses que les recettes, seront difficiles à mettre en place. Leurs résultats ne seront probablement pas aussi rapides qu'escompté. En particulier, nous pensons que la diminution des coûts de fonctionnement sera plus lente que prévu par le gouvernement. Les dépenses exceptionnelles continueront de jouer un rôle dans les années à venir, et la lutte contre l'évasion fiscale pourrait apporter des résultats mitigés et produire des effets négatifs imprévus (par exemple une fuite des capitaux).

Portugal

Sur fond de crainte des investisseurs concernant les dettes souveraines européennes, l'annonce récente que le déficit public était révisé à 9,3 % du PIB (après 3 % en 2008 et plusieurs révisions du déficit tout au long de 2009) était définitivement inopportune pour le Portugal, qui était déjà considéré comme l'un des pays les plus à même d'attraper la maladie grecque. Le budget 2010 proposé par les socialistes a été approuvé grâce à l'abstention des deux principaux partis d'opposition (qui, pour des questions d'« intérêt national », ont décidé de ne pas faire obstruction au gouvernement minoritaire). Par conséquent, le déficit public devrait commencer à baisser doucement en 2010, mais à un rythme plus lent que d'autres pays faisant face à d'importants déficits. Du côté des dépenses, les deux principales mesures annoncées étaient :

- un gel des salaires de la fonction publique ;

- et une diminution partielle des pensions pour les nouveaux retraités.

Côté recettes, aucun changement majeur n'a été annoncé : les recettes fiscales attendues ne proviennent que de la reprise économique et des mesures ponctuelles comme les taxes sur les bonus bancaires, la vente de concessions sur des biens immobiliers et sur l'exploration énergétique et l'amnistie sur les capitaux rapatriés (taxés à 5 %). Par conséquent, selon les estimations gouvernementales (basées sur une perspective de croissance assez optimiste), le déficit public diminuera seulement d'un point à 8,3 % du PIB en 2010. Conscient que les marchés vont exiger des efforts plus importants au cours des prochains mois, le gouvernement travaille actuellement sur un train de mesures qui seront annoncées dans le cadre du PSC (prévu en mars), et qui devraient ramener le déficit à 2-3 % du PIB d'ici 2013. Les mesures les plus à même d'atteindre cet objectif seront un gel des salaires réels et un gel des embauches dans le secteur public. Toutefois, il n'est pas certain que ces mesures soient suffisantes pour réduire le déficit de plus de 6 points en 3 ans. Néanmoins, du fait de son faible niveau initial avant la crise, la dette publique rapportée au PIB (légèrement supérieure à 85 %) sera à peine supérieure au niveau moyen de la zone euro en 2010 (84,6 %). Si le gouvernement annonce des mesures crédibles en mars, et l'UE trouve une solution commune pour les gouvernements confrontés à des problèmes budgétaires (deux scénarios qui n'ont rien d'évident), les marchés pourraient alors devenir plus indulgents envers les finances publiques portugaises.

Irlande

L'économie irlandaise a connu la plus importante baisse de PIB en Europe ces deux dernières années, et est partie pour une troisième année de récession. Le gouvernement est donc dans une position difficile pour imposer un ajustement budgétaire drastique, dans un contexte de montée du chômage et d'augmentation des troubles sociaux. Du fait de sa faible majorité, il n'est pas impossible que des élections anticipées soient organisées avant 2012, compliquant davantage les efforts de consolidation budgétaire à court terme. Après des tentatives ces deux dernières années pour réduire le déficit à travers une mesure de captation des revenus, le gouvernement se concentrera en 2010 sur les diminutions de coûts (à l'exception de la taxe carbone). D'après les prévisions gouvernementales, cela devrait à peine réduire le déficit budgétaire à 11,6 % du PIB en 2010 (contre 11,7 % en 2009). Les estimations gouvernementales sont basées sur une prévision de croissance de -1,3 % en 2010. Cela semble assez réaliste, même si les projections de recettes sont trop optimistes. La dette publique rapportée au PIB devrait rester à des niveaux gérables en 2010 (légèrement sous 85 %, mais plus de trois fois son niveau de 2007). Cependant, le chemin de l'ajustement budgétaire sera particulièrement ardu, du fait du déficit structurel (proche de 8 % du PIB), d'énormes passifs hors bilan (dont des garanties aux banques commerciales, des besoins de recapitalisation des plus importantes institutions financières du pays, des risques liés aux dépréciations d'emprunts par l'Agence nationale de gestion d'actifs), et les perspectives de croissance négatives.

Davide GIARDINO – 01 57 29 47 82

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 pas 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.