

Finances publiques dans la zone euro

2^{ème} / 3^{ème} trimestre 2005

Vue d'ensemble : lente dérive sans changement de cap prévisible à court terme

- ***Allemagne : pas d'amélioration sensible en 2005*** page 6
- ***France : retour improbable du déficit sous 3% du PIB*** page 8
- ***Italie : premier test pour le Pacte de stabilité et de croissance réformé*** page 10
- ***Pays-Bas : toujours une longueur d'avance en matière de concurrence fiscale*** page 12

Vue d'ensemble : lente dérive sans changement de cap prévisible à court terme

Alors que la modeste reprise de 2004 n'a pas permis d'amélioration significative des finances publiques dans la zone euro, le ralentissement de la première moitié de 2005 rend leur gestion encore plus difficile. Plusieurs pays se trouvent sous le coup d'une procédure pour déficit excessif. La stabilisation du déficit dans l'ensemble de la zone euro dépendra largement de mesures exceptionnelles. En 2006, la disparition de ces mesures, les premiers départs à la retraite des baby-boomers et la probable faiblesse de la reprise devraient porter le solde global au-delà de 3% du PIB.

2004, le conditionnel passé

■ Non seulement l'amélioration officielle des comptes publics en 2004 a été marginale et insuffisante...

D'après les dernières données Eurostat, le PIB de la zone euro a crû de 1,7% en 2004 contre 0,7% en 2003, mais cela n'a permis de réduire le déficit public que très marginalement, de -2,8% à -2,7% du PIB (Graph. 1). De fait, la consommation publique a constitué un puissant moteur de la demande interne. Avec une progression de 2,6% sur l'année, elle a contribué à la croissance totale à hauteur de 0,5 point de pourcentage.

Surtout, le solde structurel de la zone euro est déjà très dégradé. En 2004, comme en 2003, le déficit public corrigé des effets du cycle s'est ainsi établi à 2,4% du PIB (Graph. 2). Ce déficit structurel traduit avant tout un poids de la dette très important, et croissant. Le solde primaire corrigé du cycle a en effet atteint près de +1% du PIB (0,9% en 2004 contre 1,0% en 2003). Pour leur part, les intérêts représentent 3,4% du PIB.

Par ailleurs, la stagnation du solde primaire corrigé du cycle conduit à s'interroger sur la volonté réelle qu'ont les gouvernements de la zone euro de réduire leurs déficits structurels. Cette partie du déficit peut s'analyser en effet comme la composante discrétionnaire, celle sur laquelle les Etats agissent effectivement. Au final, la légère diminution du déficit public agrégé de la zone euro en 2004 est essentiellement à attribuer à la conjoncture, pourtant peu enthousiasmante (Graph. 3).

■ ... mais la réalité en est surtout très éloignée

Le diagnostic est sévère, mais devrait l'être encore davantage, puisqu'il est fondé sur les chiffres officiels que l'Italie avait fournis à la Commission européenne dans ses Programmes de Stabilité et de Croissance jusqu'à cet hiver. Or il a été établi, depuis, que son déficit avait certainement dépassé la barre des 3% en 2003 et 2004. Alors qu'il avait affiché respectivement un déficit de 2,9% et de 3,0% du PIB, l'ISTAT a révélé le 24 mai qu'il avait en réalité atteint 3,2% à chaque exercice, ce dont Eurostat a pris acte (cf. tableau final).

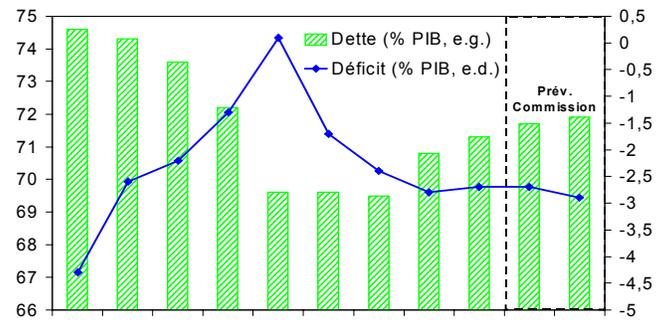
Le Conseil Ecofin, sur recommandation de la Commission européenne, a donc lancé une procédure pour déficit excessif le

[T1] Prévisions de déficit public (m.a.j. : juillet 2005)

	2005		2006	
	Com.	BNPP	Com.	BNPP
Autriche	-2,0%	-2,1%	-1,7%	-1,8%
Belgique	-0,2%	0,5%	-0,6%	0,8%
Finlande	1,7%	2,0%	1,6%	1,8%
France	-3,0%	-3,5%	-3,4%	-3,8%
Allemagne	-3,3%	-3,7%	-2,8%	-3,5%
Grèce*	-4,5%	-4,5%	-4,4%	-4,4%
Irlande	-0,6%	-0,2%	-0,6%	0,5%
Italie*	-3,6%	-4,3%	-4,6%	-5,2%
Luxembourg	-1,5%	-1,0%	-1,9%	-0,9%
Pays-Bas	-2,0%	-2,2%	-1,6%	-2,0%
Portugal*	-4,9%	-7,0%	-4,7%	-6,2%
Espagne	0,0%	0,1%	0,1%	0,3%
Zone Euro	-2,6%	-2,9%	-2,7%	-3,1%

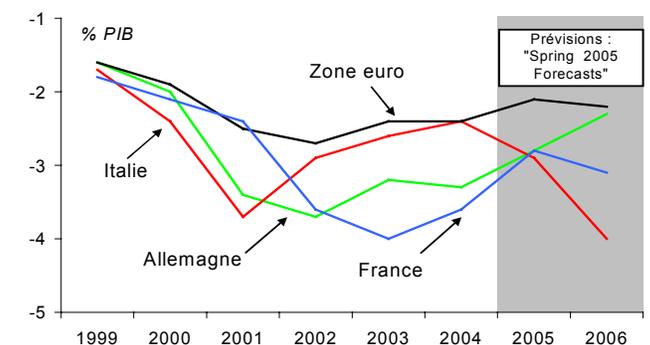
Sources : Commission Européenne (*Economic Forecasts, Spring 2005*), BNP Paribas
 * procédures en cours

[G1] La croissance de 2004 n'a eu qu'un effet limité sur le déficit...



Source : Commission Européenne

[G2] ... mais étant donné la stagnation globale du solde structurel dans la zone euro (% PIB)...



Source : Commission Européenne

12 juillet. La récession, dans laquelle vient de retomber l'Italie et l'ampleur de l'ajustement exigé ont été jugés éligibles à la qualification de « circonstances spéciales », introduites lors de la réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance adoptée au printemps (cf. encadré). L'Italie aura jusqu'à 2007 pour ramener son déficit sous les 3%, des mesures correctives devant être prises dès 2005. Auparavant, le délai aurait été fixé à 2006.

Pas d'issue à court terme

L'Italie rejoint ainsi la Grèce (6,1% de déficit en 2004) dans le cadre de la procédure corrective du Pacte. La première bénéficiaire cependant des modifications de cette procédure décidées le 22 mars 2005, tandis que la Grèce suit l'ancienne procédure. Celle-ci a cependant également bénéficié d'un an supplémentaire pour corriger son déficit (mesure exceptionnelle visant à aligner les conditions auxquelles elle est soumise sur la nouvelle version du Pacte). Enfin, le PSC révisé du Portugal, qui prévoit un déficit de 6,2% pour 2005, a été validé par l'Eurogroupe et l'Ecofin le 12 juillet. Une procédure similaire à celle engagée contre l'Italie sera donc vraisemblablement lancée en septembre. L'engagement de ces pays à ramener leur déficit sous 3% dans les délais annoncés (2,9% en 2006 pour la Grèce, 2,8% en 2008 pour le Portugal, échéance 2007 pour l'Italie) sera difficile à tenir.

Dans le cas de l'Italie, la probabilité de voir appliquer des mesures correctives en 2005 est très faible étant donné la conjoncture actuelle (nous prévoyons une contraction du PIB de 0,3% pour l'année) et l'imminence des élections. Par ailleurs, un certain nombre de mesures exceptionnelles prendront fin en 2005 (titrisations, amnisties fiscales), tandis que la réduction d'impôts appliquée au début de l'année grèvera les recettes. Enfin, Fitch a passé la perspective de la dette souveraine de « stable » à « négative », ce qui pourrait alimenter un élargissement supplémentaire du *spread* par rapport au Bund, et ainsi alourdir la charge de la dette.

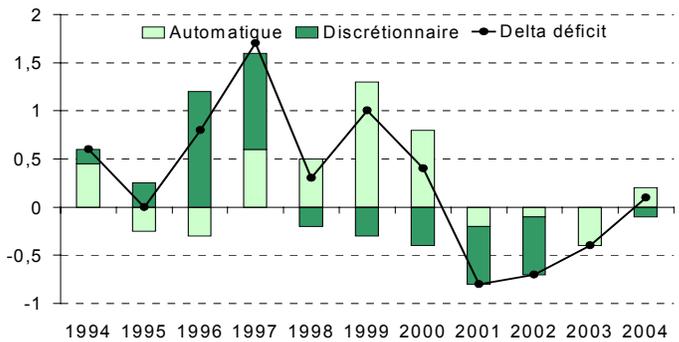
De ce point de vue, les marchés ont pris acte de la dérive des comptes publics italiens et grecs. Pour le moment, la remontée des *spreads* italien et grec a respectivement atteint à 10 et 16 points de base depuis début février (Graph. 4). De manière générale, les divergences croissantes au sein de la zone et la dérive des comptes publics font apparaître la région aux yeux des investisseurs comme une entité économique de moins en moins homogène.

■ En 2005, les déficits flirteront avec le seuil des 3%

Nous ne prévoyons pas d'amélioration significative de la situation en 2005 et en 2006. Au contraire, non seulement les pays déjà sous surveillance auront beaucoup de difficultés à respecter les engagements pris auprès de la Commission européenne, mais d'autres pays les ont rejoints récemment. Ainsi, l'Allemagne devrait afficher son troisième « déficit excessif » de suite en 2005, tandis que la France pourrait également dépasser le critère des 3%, selon les prévisions de Bercy dont la presse a fait état.

De fait, comme les comptes publics de la zone euro restent très dépendants de l'évolution conjoncturelle, le ralentissement marqué du premier semestre, et en particulier de la demande interne, devrait provoquer un tassement sensible des recettes, d'autant que les lois Hartz IV en Allemagne ou la réforme de l'assurance-maladie en France ne porteront pas pleinement leurs fruits cette année. Ainsi, les cessions d'actifs par l'Etat

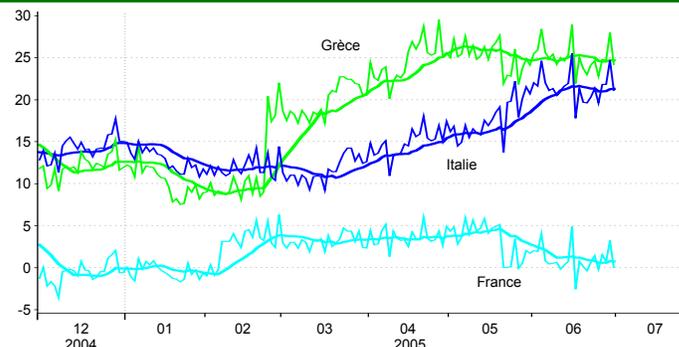
[G3] ... la conjoncture a été la seule cause de la réduction du déficit



Source : Commission européenne

La partie discrétionnaire est la variation du solde primaire corrigé du cycle (SPCC). La partie automatique se calcule comme la différence entre la variation du déficit et la variation du SPCC.

[G4] Spreads BTP, GGB, OAT vs. Bund 10 ans (pb)



Source : Ecowin, BNP Paribas *ligne en gras : moyenne mobile 15 jours*

(EDF, GDF, sociétés d'autoroutes) ne seront sans doute pas de trop pour compenser la situation toujours dégradée des comptes sociaux français.

Au total, avec les mesures exceptionnelles que certains Etats appliqueront pour respecter le Pacte, le déficit de la zone euro devrait s'établir sous la barre des 3%. Si c'est le cas, cela ne devrait néanmoins l'être que de justesse, étant donné les récentes révisions des prévisions nationales de croissance et de déficits.

■ 2006 : reprise modeste et premiers départs en retraite des générations du baby-boom

En 2006, la situation des comptes publics en zone euro ne devrait pas s'améliorer significativement, sauf si l'activité enregistre une croissance substantielle et le marché du travail une amélioration marquée. Une telle évolution est cependant très hypothétique (nous attendons 1,5% de croissance en 2006).

A l'opposé, le départ à la retraite des premières cohortes du « baby-boom » est une certitude qui impliquera une dégradation prononcée des comptes sociaux. Parallèlement, l'Italie, le Portugal et la Grèce continueront sans doute à afficher des déficits assez sensiblement supérieurs à 3% du PIB.

Pour 2006, nous tablons donc sur un nouveau creusement du déficit au sens de Maastricht dans l'ensemble de la zone euro, qui a toutes les chances de dépasser le seuil de 3% du PIB.

La réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance

Le 22 mars 2005, le Conseil Européen a révisé les modalités d'application du Pacte de Stabilité et de Croissance. Il a ainsi pris acte des différentes entorses aux règles initiales – en particulier celles de la France et de l'Allemagne – et de leurs racines. Le Conseil a ainsi cherché à donner plus de souplesse au Pacte et à renforcer sa capacité préventive, tout en lui conservant son esprit (prépondérance de la règle).

Le compromis a abouti à un certain nombre de modifications, dont les principales sont les suivantes pour la partie préventive :

1. **Détermination d'un objectif de moyen terme dépendant des situations spécifiques des pays, i.e. de leur croissance potentielle et de leur ratio dette/PIB.** Le solde budgétaire corrigé du cycle et des mesures exceptionnelles doit se situer entre -1% (pays à dette faible et/ou croissance potentielle élevée) et l'excédent (pays à dette élevée et/ou croissance potentielle faible).
2. **Accord de principe sur un ajustement progressif du solde par rapport à l'objectif de moyen terme (au minimum 0,5% du PIB par an, davantage en période de croissance supérieure au potentiel, selon l'élasticité des taxes au PIB).** Cela doit permettre aux pays d'anticiper les ralentissements du cycle. Leur incapacité à le faire avant 2001 avait été une source majeure de la crise endurée par le Pacte ensuite. Cependant, aucun dispositif contraignant n'étant prévu pour faire appliquer ce principe, sa mise en pratique promet d'être plus qu'hypothétique.
3. **Prise en compte des réformes structurelles permettant d'augmenter la soutenabilité de la dette** (amélioration des finances publiques à long terme, augmentation de la croissance potentielle), en particulier la réforme des retraites, dans l'évaluation de cet ajustement.

De leur côté, la partie corrective et la procédure afférente ont été sensiblement modifiées :

1. **Prise en compte de différents facteurs pour la mise en œuvre du critère des 3% de déficit.** D'une part, son dépassement peut être justifié par une période de croissance simplement négative du PIB (et non plus inférieure à -2%). D'autre part, certaines dépenses sont exclues du calcul du déficit (« facteurs pertinents ») comme celles liées à la recherche, et à l'éducation (Agenda de Lisbonne). L'aide au développement, la solidarité avec l'Europe de l'Est (notamment l'ex-RDA) et, éventuellement, les dépenses de défense pourraient également être « sorties » du déficit évalué. Cela dit, un déficit « trop éloigné » ou qui n'est pas « temporaire » sera considéré comme excessif quoi qu'il en soit.
2. **Allongement de la durée de toutes les étapes de la procédure, et extension du délai de correction du déficit excessif,** porté de un à deux ans si les « facteurs pertinents » peuvent être appliqués et si le pays a entrepris de corriger son déficit.

Soldes budgétaires et croissance dans les principaux pays de la zone euro

	2003	2004	2005(p)			2006(p)		
			PSC	Commission	BNP P	PSC	Commission	BNP P
PIB, volume (% g.a.)								
Zone euro	0,5	1,7	2,3	1,6	1,2	2,4	2,1	1,5
Allemagne ¹	0,0	1,0	1,7	0,8	0,9	1,8	1,6	1,0
France	0,9	0,5	2,5	2,0	1,3	2,5	2,2	1,8
Italie ³	0,4	1,0	2,1 ³	1,2	-0,3	2,2 ³	1,7	1,0
Espagne	2,9	3,1	2,9	2,7	3,3	3,0	2,7	3,1
Pays-Bas	-0,9	1,4	2,5	1,0	0,3	2,5	2,0	1,2
Solde budgétaire (% du PIB)								
Zone euro	-2,7	-2,8	-2,3	-2,6	-2,9	-1,8	-2,7	-3,1
Allemagne	-3,8	-3,7	-3,0	-3,3	-3,5	-2,5	-2,8	-3,3
France	-3,6	-3,7	-2,9	-3,0	-3,5	-2,2	-3,4	-3,8
Italie ^{2,3}	-3,2	-3,2	-2,7 ³	-3,6	-4,3	-2,0 ³	-4,6	-5,2
Espagne	0,3	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3
Pays-Bas	-3,2	-2,5	-2,1	-2,0	-2,2	-1,9	-1,6	-2,0

Sources : Eurostat (2003 et 2004), Commission européenne (*Spring 2005 Economic forecasts*, avril 2005), Programmes de stabilité et de croissance 2005-2008 (PSC), BNP Paribas (prévisions de juillet 2005 pour 2005 et 2006)

¹ non corrigé des jours ouvrés

² Eurostat a révisé le déficit italien pour les années 2003 et 2004 et l'a fixé provisoirement à 3,1% du PIB (décision du 23 mai 2005) – Le 24 mai, l'ISTAT a affiché une nouvelle estimation, de 3,2% du PIB pour les deux exercices, qui, depuis, constitue la base de travail de la Commission.

³ Le 15 juillet, le gouvernement italien a révisé ses prévisions pour 2005 et 2006 : la croissance est attendue à 0% en 2005 et 1,5% en 2006 ; le ratio déficit/PIB à -4,3% en 2005 et -3,8% en 2006.

Indicateurs budgétaires (% PIB)

Dette publique	2003	2004	2005 (p)	Solde structurel	2003	2004	2005 (p)
Zone euro	70,8	71,3	71,7	Zone euro	-2,4	-2,4	-2,1
Allemagne	64,2	66,0	68,0	Allemagne	-3,2	-3,3	-2,8
France	63,9	65,6	66,2	France	-4,0	-3,6	-2,8
Italie ¹	106,5	106,6	105,6	Italie	-2,6	-2,4	-2,9
Espagne	51,4	48,9	46,5	Espagne	0,2	-0,3	0,0
Pays-Bas	54,3	55,7	57,6	Pays-Bas	-2,7	-1,7	-1,0

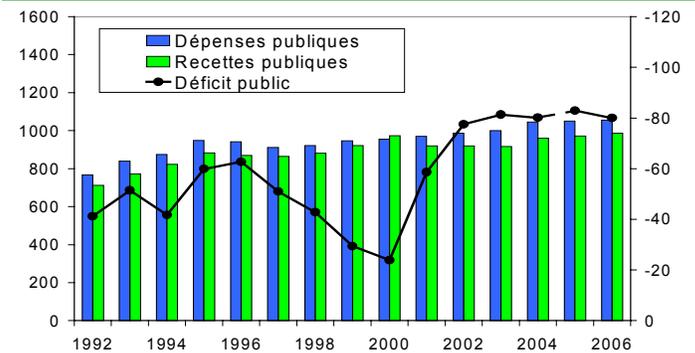
Source : Commission européenne (*Spring 2005 Economic Forecasts*)

¹ Eurostat a révisé la dette italienne pour les années 2003 et 2004 et l'a fixée provisoirement et respectivement à 106,5% et 106,6% du PIB (décision du 23 mai 2005).

Allemagne : Pas d'amélioration sensible en 2005

L'année 2005 voit s'additionner deux effets défavorables au redressement des finances publiques : la dernière tranche de baisse de l'impôt sur le revenu et la forte augmentation du nombre de chômeurs liée à la mise en œuvre du dernier volet des lois Hartz de modernisation du marché du travail. La peur du chômage pousse les particuliers à épargner leurs suppléments de revenus plutôt qu'à consommer et l'économie allemande se retrouve à nouveau en panne de croissance. En conséquence, les recettes reculent et le déficit public se maintient bien au-dessus de la limite des 3% imposée par le Traité de Maastricht. A moins d'un changement radical après les élections de septembre prochain, la situation ne devrait pas s'améliorer sensiblement en 2006.

Dépenses, recettes et déficits publics (en milliards d'euros)



Source : Ministère des finances ; Prévision BNP PARIBAS pour 2005-2006

Consolidation à pas comptés

Le surcoût de la réforme Hartz IV

La situation des finances publiques ne s'est pas améliorée en début d'année 2005. Sur les cinq premiers mois de l'année, les dépenses fédérales ont ainsi progressé de 2,5% par rapport à la même période de 2004, ce qui correspond à une augmentation deux fois plus rapide que ce que le Budget 2005, arrêté le 18 février 2005, prévoyait pour l'ensemble de l'année (1,1%).

En apparence, le dérapage des dépenses publiques contraste avec le constat établi fin 2004. L'année dernière, le gouvernement avait en effet réussi à contenir leur progression grâce, notamment, à la réduction de la masse salariale de la fonction publique (à 166,6 Mds d'euros, contre 168,16 Mds en 2003) et des subventions (à 27,56 Mds d'euros contre 28,94 Mds en 2003).

Soulignons que cette performance avait été établie alors même que le nombre de chômeurs continuait légèrement à progresser (+0,2% en données brutes en 2004) et que l'opposition bloquait un certain nombre de mesures de réduction des subventions (subventions accordées aux particuliers accédant à la propriété ou encore celles accordées à l'industrie minière).

Toutefois, pour une très grande part, l'accélération de la progression des dépenses constatée depuis le début de l'année provient de l'augmentation du nombre de chômeurs liée à l'entrée en vigueur de la Loi Hartz IV. Il semblerait que les calculs retenus dans le budget 2005 aient largement sous-estimé le nombre d'anciens bénéficiaires de l'aide sociale prêts à se déclarer à la recherche d'un emploi afin de recevoir la nouvelle allocation de chômage de type II.

En fait, hors « effet Hartz IV », les dépenses publiques restent maîtrisées. Si certaines mesures de modération ont un effet ponctuel, comme la titrisation des pensions futures des anciens

fonctionnaires de la Poste¹, d'autres auront des effets plus pérennes. Ainsi, en février 2005, un accord a ainsi entériné une poursuite de la modération des salaires dans la fonction publiques. Entrant en vigueur le 1^{er} octobre de cette année, il restera valable jusqu'en décembre 2007. Il prévoit le gel des salaires des employés fédéraux, mais aussi des employés municipaux dans les Länder de l'Ouest. En revanche, le salaire des employés municipaux des Länder de l'Est sera progressivement relevé. Les primes seront gelées à leur niveau actuel pour tous les effectifs et le nombre d'heures travaillées légèrement rehaussé. L'introduction cette année du « facteur de soutenabilité » des retraites² compte aussi parmi les mesures qui devrait freiner la progression des dépenses publiques.

Pas de miracle du côté des recettes

De leur côté, les recettes fiscales de l'Etat fédéral n'ont pas créé la surprise. Elles s'inscrivent en léger recul (-0,6% en g.a.) sur les cinq premiers mois de l'année, ce qui s'explique en partie par la baisse de l'impôt sur le revenu³ intervenue en janvier 2005. Le manque-à-gagner fiscal correspondant à cette réduction des barèmes d'imposition est estimé à 0,3 point de PIB. Selon le Budget 2005, celui-ci ne serait que partiellement compensé par l'ouverture du péage pour camions, censé accroître les recettes publiques de l'équivalent de 0,1 point de PIB.

¹ Il en découle une absence de transfert de la part de l'Etat fédéral qui représente une économie de l'ordre de 0,25 point de PIB pour 2005.

² Ce facteur de soutenabilité permet d'ajuster automatiquement le volume des pensions (et donc le taux de contribution) au rapport entre le nombre de pensionnaires et le nombre de cotisants.

³ Il s'agit de la troisième et dernière baisse de l'impôt sur le revenu prévue au titre de la réforme fiscale 2000 entrée en vigueur en janvier 2001. En janvier 2005, le taux marginal d'imposition des revenus est ainsi passé de 45% à 42% tandis que le taux de base était réduit à 15%, contre 16% en 2004.

L'interruption de la reprise de la consommation privée au premier trimestre a évidemment contribué à diminuer les recettes d'activité, la hausse du chômage incitant davantage les ménages à épargner leurs suppléments de revenus qu'à les dépenser.

Un déficit public à 3,5% du PIB en 2005

Le gouvernement a abaissé sa prévision de croissance de 1,6% à 1% en avril dernier, rendant caduc son objectif de faire repasser le déficit public de 3,6% en 2004 à 2,9% en 2005.

En effet, avec l'accélération attendue de la croissance, les recettes fiscales fédérales devaient progresser de 2% sur l'ensemble de l'année, ce que l'absence d'amélioration sur la marché du travail et l'essoufflement de la demande mondiale semblent sérieusement compromettre.

En outre, si le nombre total du nombre de chômeurs a commencé à reculer depuis avril, il reste à un niveau supérieur à ce qui avait été anticipé, et les 4 Mds d'euros alloués par le gouvernement fédéral à l'Office du Travail au titre de l'année 2005 seront vraisemblablement une fois de plus insuffisant. Le très net impact de l'augmentation du chômage sur la confiance des ménages et sur la consommation privée, ainsi que le maintien à des niveaux très élevés des prix du pétrole, nous ont également conduit à réviser en baisse notre prévision de croissance pour 2005, mais de manière bien plus marginale (de 1,0% à 0,9%). L'impact de cette révision sur le déficit est donc minime. Celui-ci resterait proche de 3½% du PIB en 2005.

Modeste amélioration en 2006

Contrairement aux objectifs inscrits dans le Programme de Stabilité réactualisés en décembre 2004, le déficit public allemand ne saurait être abaissé sous les 3% du PIB à l'horizon 2006. Le Ministre des Finances a même déclaré récemment qu'il resterait proche des 3½% l'année prochaine, comme nous le prévoyons.

La principale raison en est que même avec un nouveau gouvernement⁴, les conditions économiques ne devraient pas s'améliorer sensiblement. Si l'emploi semble aujourd'hui avoir repris (faiblement) le chemin de la hausse, c'est encore largement grâce à des mesures de soutien artificielles qui ne compensent que tout juste la morosité de la demande de travail (par les entreprises). Les réformes Hartz, et plus largement les mesures contenues dans l'Agenda 2010 visant à réformer le système de sécurité sociale, ont certes renforcé l'incitation à travailler, mais elles n'ont guère résolu les questions propres à la structure même du marché du travail, qui reste trop rigide et qui dissuade les entreprises d'embaucher en période de croissance faible. La branche libérale de l'opposition appelle à un nouvel assouplissement des règles de protection des employés et à un éclatement des procédures de négociations salariales afin de tenir davantage compte de la situation des entreprises.

⁴ Le 1^{er} juillet, le Bundestag a voté une motion de défiance à l'encontre du Chancelier, ouvrant la voie à la tenue d'élections législatives anticipées, vraisemblablement le 18 septembre prochain.

Tableau 4 : PIB et comptes publics (en milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005 ¹	2006 ¹
PIB²	2148,8	2164,9	2207,2	2260,2	2305,4
Croissance du PIB ³ (%)	0,2	0,0	1,6	1,0	0,8
Déficit public	77,5	81,4	80,1	83,6	80,7
en % du PIB	3,6	3,8	3,6	3,7	3,5
Dettes publiques	1284	1367	1453	1531	1600
en % du PIB	60,9	64,2	66,2	68,3	69,2

Sources: Destatis pour 2002 et 2003; ¹ Prévisions BNP Paribas pour 2004 à 2006

² Données à prix courants; ³ Données non corrigées des jours ouvrés

D'autres progrès sont à attendre du côté du système de sécurité sociale. Selon le Fonds Monétaire International⁵, les simulations montrent qu'en raison de l'impact démographique lié au vieillissement de la population, les finances publiques et le régime de protection sociale actuels ne sont pas soutenables sur le long terme. La consolidation fiscale doit se poursuivre de manière à assurer la pérennité des régimes de protection et à aplanir les distorsions qui pénalisent la croissance. En particulier, l'effort de réduire la part des prestations sociales financées par des contributions ponctionnées sur les salaires doit être poursuivi.

En effet, depuis plusieurs années, les difficultés du marché du travail et la modération salariale ont eu tendance à éroder la base de financement des régimes de protection sociale. Cela a conduit à un relèvement des taux de contribution et des coûts non salariaux du travail, ce qui a freiné la reprise de l'emploi et réduit d'autant la progression des recettes sociales. Un cercle vicieux que les réformes des systèmes d'assurance santé, chômage et retraite ne sont pas encore parvenues à briser. C'est cette délicate mission qui attend le prochain gouvernement, quel que soit l'issue des élections législatives.

⁵ IMF : Germany – 2005 Article IV Consultation Concluding Statement of the Mission. June 28, 2005.

France : retour improbable du déficit sous 3% du PIB

Le creusement du solde d'exécution du budget de l'Etat à la fin mai rend l'objectif annuel difficile à atteindre. En ce qui concerne la sécurité sociale, la réduction du déficit de l'assurance maladie est contrebalancée par la détérioration des autres branches (vieillesse, famille). Le retour du déficit de l'ensemble des administrations publiques en deçà du niveau de 3% du PIB cette année paraît désormais difficile à réaliser.

■ Budget de l'Etat : le creusement du solde d'exécution à la fin mai (-8 mds EUR par rapport à 2004) rend l'objectif annuel difficile à atteindre.

A la fin du mois de mai, le solde d'exécution du budget de l'Etat se situait à 51,5 mds EUR, montrant un creusement de l'ordre de 8,2 mds EUR par rapport à l'an dernier à la même époque (graphique 1). L'écart avec les années précédentes est désormais conséquent, alors qu'il était demeuré modéré jusqu'en avril. Alors que la progression des dépenses sur un an est légèrement plus vive que prévu (+2,6%), en raison notamment de la revalorisation des salaires intervenue en mars, les recettes sont pour leur part nettement plus faibles qu'attendu (-3,8% sur un an). Selon le Ministère de l'économie et des finances, cette faiblesse des recettes est liée pour partie à des décalages calendaires (concernant notamment les recettes non fiscales, particulièrement faibles il est vrai, et les prélèvements au profit de l'Union européenne). Certaines catégories de recettes fiscales subissent cependant aussi l'impact du fléchissement de la croissance (en particulier celles tirées de l'impôt sur les sociétés, en baisse de 10,2% sur un an).

■ Sécurité sociale : des causes différentes pour un même résultat. La réduction du déficit de l'assurance maladie contrebalancée par la détérioration des autres branches.

En ce qui concerne la sécurité sociale, les résultats globaux n'évoluent que peu, même si les causes varient d'une année sur l'autre. Le déficit du régime général devrait en effet, selon la commission des comptes de la sécurité sociale, atteindre cette année 11,6 mds EUR, un niveau similaire à celui enregistré l'an dernier (-11,9 mds EUR), nettement plus mauvais que celui qui était attendu en septembre dernier. Si l'on prend également en considération la Fonds de solidarité vieillesse (FSV)¹, le déficit d'ensemble de la sécurité sociale pourrait même ressortir à -13,5 mds EUR, un record. Le maintien du déficit de la sécurité sociale au niveau de 2004 est naturellement en partie imputable à la déprime persistante du marché du travail (recul des effectifs salariés au premier trimestre 2005, hausse du chômage en début d'année), les deux tiers des recettes étant issues des cotisations sociales. Cependant, le manque de contrôle de certaines catégories de dépenses est également à blâmer,

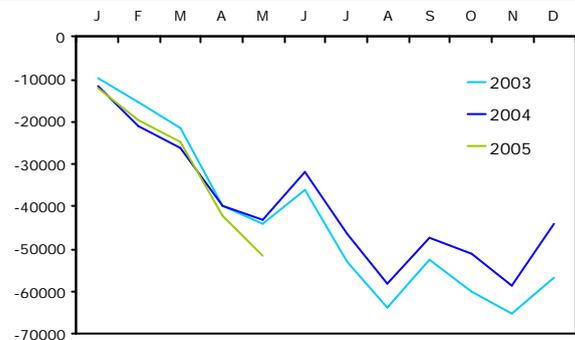
¹ Ce fonds n'est pas compris dans le régime général. Il prend notamment en charge les versements de cotisations retraite des chômeurs et le versement du minimum vieillesse. En conséquence, il est sensible au chômage et à la précarité.

Finances publiques : repères chiffrés

	2003	2004	2005	2006
PIB (%)	0,9	2,1	1,3	1,8
Déficit public (mds EUR)	-66,3	-59,7	-59,3	-67,0
Dont solde budgétaire	-56,9	-43,9	-49,0	-49,0
Déficit public / PIB (%)	-4,2	-3,6	-3,5	-3,8
Dont solde budgétaire	-3,6	-2,7	-2,9	-2,8

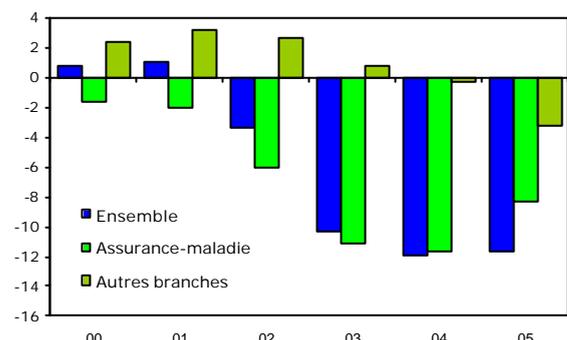
Source : INSEE, Ministère de l'économie et des finances - Prévisions BNP Paribas (2005, 2006)

Graphique 1 : Solde d'exécution du budget de l'Etat



Source : Ministère de l'économie et des finances

Graphique 2 : Sécurité sociale : un déficit de l'assurance maladie plus modéré, contrebalancé par une détérioration des comptes des autres branches (vieillesse, famille)



Source : CNAM

comme en témoigne l'examen des différentes branches de la sécurité sociale.

La répartition des déficits au sein du régime général sera différente en 2005 des années précédentes, l'amélioration des comptes de l'assurance maladie étant contrebalancée par une détérioration dans les autres branches (famille, vieillesse) (graphique 2) :

- Les comptes de l'assurance maladie devraient sans surprise s'améliorer en 2005, en vertu du net accroissement des prélèvements obligatoires prévu dans le cadre de la réforme d'août 2004 (4,2 milliards EUR). Du côté des dépenses, les évolutions du début de l'année 2005 ont été relativement modérées, mais un dépassement de l'Objectif national de dépenses d'assurance maladie reste probable sur l'ensemble de l'année. Les objectifs fixés pour les prochaines années (retour à l'équilibre en 2007) paraissent très ambitieux, les effets du volet de contrôle des dépenses de la réforme 2004 (axé en particulier sur le médecin traitant et le dossier médical personnel, dont la mise en œuvre risque de réclamer plus de temps que prévu) restant encore largement incertains.
- La branche vieillesse deviendra en revanche déficitaire en 2005. Si la détérioration tendancielle des comptes de cette branche n'est pas surprenante, étant donné les tendances démographiques lourdes (départ en retraite des générations issues du baby-boom à partir de 2006), la détérioration observée cette année est amplifiée par les départs à la retraite anticipés rendus possibles par la réforme d'août 2003 (pour les salariés ayant commencé à travailler jeunes).
- La branche famille devrait également enregistrer un déficit significatif en 2005, alors qu'un équilibre était prévu initialement, certaines dépenses se révélant plus dynamiques qu'anticipé (prestations pour la petite enfance, allocations logement).

Au final, les comptes de la sécurité sociale ne s'amélioreront pas cette année, en dépit d'une hausse conséquente des prélèvements et de la mise en œuvre progressive des deux grandes réformes sociales de 2003-2004 (retraites et assurance maladie). Même si l'ensemble des mesures prévues sont encore loin d'être en application, les objectifs poursuivis paraissent ambitieux.

■ **Ouvertures de capital, ventes de participations: GDF, EDF, et sociétés d'autoroute au programme.**

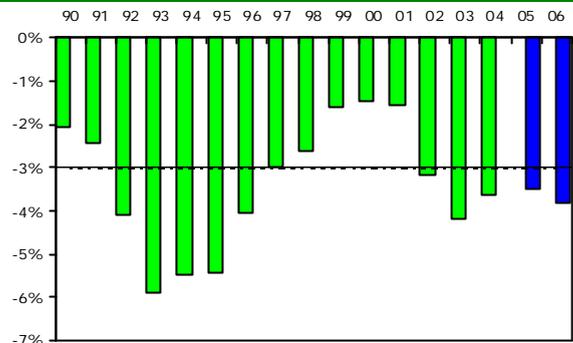
Lors de son discours de politique générale, prononcé le 8 juin, le nouveau premier ministre a précisé le programme prévisionnel de cession des participations de l'Etat. L'ouverture de capital de GDF a débuté le 23 juin. Ont par ailleurs été confirmées l'ouverture de capital d'EDF et des ventes de participations dans les sociétés d'autoroute² (le produit de ces dernières étant notamment destiné à financer des travaux ayant trait aux infrastructures de transport).

■ **Un déficit « économique » au-dessus de 3% du PIB en 2005 et 2006. Un ratio de dette sur PIB durablement au-dessus de 60%.**

Au final, le retour du déficit de l'ensemble des administrations publiques en deçà du niveau de 3% du PIB cette année paraît désormais difficile à réaliser. Le net fléchissement de la

² En 2002, l'Etat avait vendu la moitié des ASF (Autoroutes du Sud de la France) pour 1,8md EUR.

Graphique 3 : Déficit public (% PIB)



Source : INSEE - Prévisions BNP Paribas

croissance au premier semestre 2005³ et la morosité du marché du travail affectent de façon évidente les recettes fiscales et sociales. Par ailleurs, certaines dépenses sont plus vives que prévu initialement, dans le champ de la sécurité sociale (branches vieillesse et retraite, assurance chômage) comme dans celui de l'Etat central (rémunérations). Le versement par EDF et GDF de la soulte au régime général de retraite⁴ risque au final de ne permettre que de limiter le dérapage, sans permettre au ratio de déficit sur PIB de rejoindre le niveau de 3% (-3,5% prévu, graphique 3). Il est cependant trop tôt pour exclure que l'objectif gouvernemental ne soit finalement atteint, grâce notamment à d'autres recettes non planifiées à l'heure actuelle (par exemple un supplément de soulte, versé par EDF aux régimes complémentaires de retraite).

L'an prochain, le ratio de déficit devrait s'établir au-dessus de cette barre de 3% (-3,8% prévu), en l'absence de versement exceptionnel semblable, et dans un contexte de relance de la politique de l'emploi⁵ (même si le barème de l'impôt sur le revenu ne sera, en contrepartie, pas abaissé, comme cela était initialement prévu).

Sur la base de telles projections, le ratio de dette publique sur PIB continuera évidemment d'excéder le seuil de 60% en 2005-2006 (après 65,6% en 2004). La Cour des comptes a récemment déploré ce dérapage, insistant sur le fait que cet endettement supplémentaire servait de surcroît trop souvent à financer des dépenses courantes, et non des investissements publics qui pourraient avoir un impact positif sur la croissance à terme.

³ Alors que l'hypothèse de croissance du PIB contenue dans le projet de loi de finances était de 2,5%, notre projection est désormais de seulement 1,3%.

⁴ 7,7 mds EUR pour l'instant, soit 0,45 point de PIB, sachant que des versements supplémentaires, aux régimes complémentaires, demeurent possibles.

⁵ L'ensemble des mesures de soutien de l'emploi qui seront nouvellement mises en œuvre en 2006 représenteront un surcoût de 4,5 mds EUR par rapport à cette année, soit 0,25 point de PIB. Se reporter à l'EcoWeek 05-25 pour plus de détails (Focus 3: « France: discours de politique générale: objectif emploi »).

Italie : premier test pour le Pacte de stabilité et de croissance réformé

Le 12 juillet, sur proposition de la Commission européenne, le Conseil des ministres des Finances de l'UE25, a ouvert une procédure de déficit excessif contre l'Italie. Toutefois, il lui sera accordé deux ans, soit jusqu'en 2007, pour ramener son déficit sous la barre des 3% du PIB. Cette souplesse est cohérente avec les nouvelles règles du Pacte de Stabilité et de Croissance adoptées en mars et qui entrent en vigueur en septembre. La récession, dans laquelle vient de retomber l'économie transalpine, a été jugée éligible à la qualification de « circonstances spéciales » permettant d'accorder un an supplémentaire à l'Italie pour remettre de l'ordre dans ses finances publiques. Toutefois, il n'est pas sûr que cela suffise. Le déficit public devrait atteindre 4,3% cette année. Le gouvernement italien prévoit dorénavant une croissance du PIB de 1,5% en 2006 et 2007 et voit le déficit revenir à 3,3% du PIB l'année prochaine et à 2,8% en 2007. Nous attendons plutôt, sur la base de prévisions de croissance moins optimistes que celles du gouvernement italien, une détérioration supplémentaire des finances publiques, le déficit pouvant dépasser 5 points de PIB l'année prochaine.

Deuxième récession en moins de deux ans.

Avec un recul du PIB de -0,5% (t/t) au T1 2005, l'Italie est entrée en récession pour la deuxième fois en moins de deux ans et un rebond au T2 est peu probable. La faiblesse de la demande interne depuis plus d'un an, conjuguée à une forte baisse des exportations et de la production de textiles, décourage les projets d'investissement. En outre, l'essentiel des mesures mises en œuvre par le gouvernement Berlusconi pour relancer la croissance sont dirigées vers les ménages et non les entreprises, ce qui devrait conduire à un nouveau recul de l'investissement privé au cours des prochains trimestres. Le commerce extérieur italien, quant à lui, cumule trois handicaps majeurs : un euro encore fort en dépit de sa baisse depuis le début de l'année, une faible productivité du travail, et une concurrence de la Chine sur les produits phares du commerce italien, en particulier le textile. Enfin, la confiance des ménages a reculé pour le troisième mois consécutif en juin, minée par les mauvaises conditions économiques, en particulier celles qui prévalent sur le marché du travail. En outre, la crainte de la mise en œuvre d'une politique fiscale moins accommodante lors de la prochaine législature incite les ménages à épargner. Au total, nous attendons un recul du PIB cette année, suivi d'un modeste rebond de 1% en 2006.

Des finances publiques très dégradées...

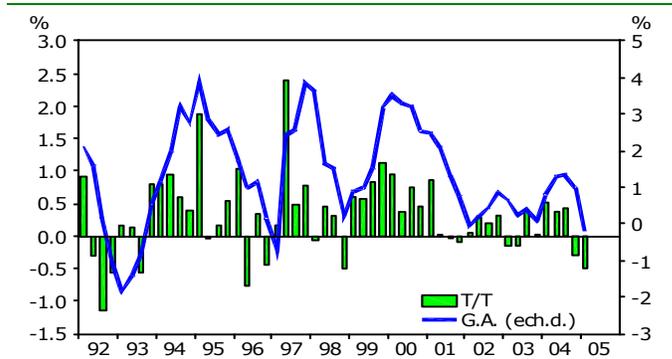
Face à cette situation économique déprimée, l'état très dégradé des finances publiques italiennes n'est guère une surprise.

En réponse aux doutes sur les données des finances publiques italiennes formulés par Eurostat, qui estimait que le déficit public avait dépassé 3% du PIB en 2003 comme en 2004, ISTAT a, le 24 mai, révisé à la hausse ses estimations pour les quatre dernières années. Il est vrai que le déficit public de 2,9% du PIB initialement annoncé par le gouvernement (et retenu dans le Programme de stabilité) et jamais validé par Eurostat, n'avait été obtenu que sur le fil et au moyen de mesures exceptionnelles.

Le déficit est désormais annoncé à 3,2% du PIB pour 2001, 2003 et 2004 et a été relevé à 2,7% en 2002. Le ratio de dette publique au PIB a également été revu en hausse à 110,9% en 2001,

108,3% en 2002, et 106,8% en 2003, et a été confirmé à 106,6% en 2004. Dans ces conditions, le Programme de stabilité présenté en début d'année est caduc.

Graphique 1 : Récession pour la deuxième fois en moins de deux ans



Prévisions économiques (% g.a.) et budgétaires (% PIB)

Document de programmation économique et financière 2005-2009 (DPEF) (Juillet 2005)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PIB	1,0	0,0	1,5	1,5	1,7	1,8
Inflation (ICPH)	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	2,1
Taux de chômage	8,1	8,1	8,1	8,0	7,8	7,7
Solde public	-3,2	-4,3	-3,8	-2,8	-2,1	-1,5
Solde public sans mesures correctrices	nd		-4,6	-3,8	-2,7	-2,0
Solde primaire	+1,8	+0,6	+0,9	+1,8	+2,5	+3,0
Dette	106,6	108,2	107,4	105,2	103,6	100,9
BNP Paribas (juillet 2005)	2004	2005	2006			
PIB	1,0	-0,3	1,0			
Inflation (ICPH)	2,3	2,1	1,7			
Taux de chômage	8,1	8,1	8,3			
Solde public	-3,2	-4,3	-4,5			
Solde primaire	+1,8	+0,9	+0,5			
Dette	106,6					
Commission (mars 2005)	2004	2005	2006			
PIB	1,4	1,2	1,7			
Inflation (ICPH)	2,3	2,0	1,9			
Taux de chômage	8,0	7,9	7,7			
Solde public	-3,1	-3,6	-4,6			
Solde primaire	1,9	1,3	0,4			
Dette	106,6	105,6	106,3			
Rappel PSC 2004 (Février 2005)	2004	2005	2006	2007	2008	
PIB	1,2	2,1	2,2	2,3	2,3	
Inflation (ICPH)	2,2	1,6	1,5	1,4	1,4	
Déficit public	-2,9	-2,7	-2,0	-1,4	-0,9	
Solde primaire	2,4	2,4	3,3	4,0	4,7	
Dette	106,0	104,1	101,9	99,2	98,0	

Source : Gouvernement italien, Commission européenne et BNP Paribas

La Commission européenne a publié, le 7 juin, un premier rapport montrant que les exigences du traité concernant les critères du déficit et de la dette n'étaient pas satisfaites, ouvrant la voie à une procédure pour déficit excessif

En particulier, il avait été jugé que la baisse trop modeste du ratio d'endettement venait de la contraction de l'excédent primaire, qui est passé de plus de 5% à la fin des années 1990 à moins de 2% du PIB en 2004. A cela s'étaient ajoutées des opérations

budgetaires qui ont empêché une réduction rapide de la dette. La faiblesse du taux de croissance potentiel de l'Italie (estimé, par la Commission, à 1,5% environ pour 2005 et 2006) et le niveau élevé du ratio d'endettement montrent que le niveau actuel du solde primaire est loin d'être suffisant pour permettre une réduction de la dette.

Les prévisions de la Commission étaient d'ailleurs pessimistes, avec un déficit public atteignant (sans mesures correctives), 3,6% et 4,6% du PIB en 2005 et en 2006, respectivement, et une dette demeurant autour de 106% du PIB.

A la suite de cet examen, et en prenant en compte des éléments spécifiques, d'ailleurs mis en avant par le Gouvernement italien, la Commission européenne a proposé, le 30 juin, aux ministres des Finances de l'Union Européenne d'accorder deux ans à l'Italie, soit jusqu'en 2007, pour ramener son déficit sous la barre des 3% du PIB.

La récession, dans laquelle vient de retomber l'Italie et l'ampleur de l'ajustement exigé ont été jugés éligibles à la qualification de « circonstances spéciales », permettant d'accorder un an supplémentaire à l'Italie pour remettre de l'ordre dans ses finances publiques. Cette recommandation a été adoptée lors de la réunion des ministres des Finances de l'UE les 11 et 12 juillet et interviendra officiellement en septembre lorsque le PSC « nouvelle version » entrera en application. Cette souplesse accordée à l'Italie est tout à fait cohérente avec les nouvelles règles du Pacte de Stabilité et de Croissance adoptées en mars.

Précisément, il est demandé à l'Italie de prendre des mesures sous six mois, donc dès 2005, afin de ramener le déficit sous 4% du PIB, puis de revenir sous 3% en 2007, ce qui implique une réduction cumulée de 1,6% du PIB au cours de la période. La Commission recommande que les mesures soient durables, allusion aux mesures exceptionnelles dont les autorités italiennes ont usé et abusé dans un passé récent.

Le gouvernement devrait d'ailleurs, dans les tous prochains jours, fournir les détails de ses objectifs budgétaires quadri-annuels, couvrant les années allant de 2005 à 2009 (Document de programmation économique et financière ou DPEF). Le projet a été approuvé par le Cabinet le vendredi 15 juillet. Les grandes lignes ont transpiré dans la presse : 1/. une croissance économique de 1,5%, tant en 2006 qu'en 2007, après une stagnation du PIB cette année ; 2/. une dérive du déficit contenue à 4,3% du PIB en 2005, puis un retour à 3,8% l'année prochaine et à 2,8% en 2007 ; 3/. un pic de la dette publique en 2005 à 108,2% du PIB, (soit la première progression de celle-ci depuis dix ans), puis une diminution marquée qui ramènerait l'endettement à 105,2% en 2007 ; 4/. des coupes supplémentaires dans les dépenses de 1,8% du PIB en 2006 et 2007 ; 5/. 15 milliards d'euros de recettes de privatisations d'ici à la fin de 2008.

Cependant, tout cela risque de pas être suffisant pour permettre un retour dans les critères du Pacte de stabilité et de croissance. Nous attendons plutôt, sur la base de prévisions de croissance moins optimistes que celles du gouvernement italien, une détérioration supplémentaire des finances publiques, le déficit pouvant dépasser 5 points de PIB l'année prochaine.

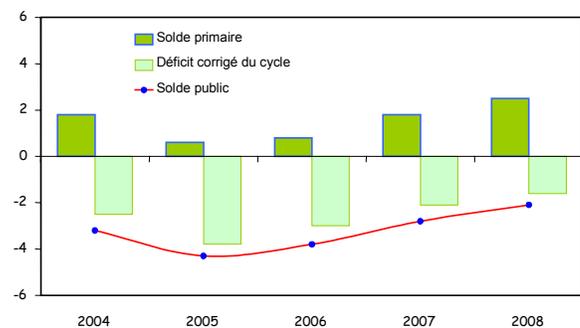
...dont la consolidation sera longue.

En effet, la récession dans laquelle vient de retomber l'Italie trouve ses racines dans des faiblesses structurelles marquées auxquelles les gouvernements successifs ne se sont pas attaqués. Certes, la remontée de près de 50% de l'euro depuis son point bas de 2000 a touché de plein fouet les produits phares

du commerce extérieur italien, le textile, les chaussures et l'ameublement, pour lesquels la concurrence de la Chine est très forte. L'adoption de l'euro a, en effet, retiré à l'Italie l'arme de la dévaluation compétitive, amplement utilisée dans le passé. La baisse de l'euro en œuvre depuis le début de l'année, *a fortiori* si elle se poursuivait, pourrait redonner un peu de marge de manœuvre à l'économie italienne. Toutefois, le marasme que traverse actuellement l'économie transalpine tient à bien d'autres choses que le niveau de la devise. En particulier, la monnaie unique a permis à l'économie italienne de bénéficier du bas niveau des taux d'intérêt nominaux, et encore plus réels, à court terme comme à long terme (ce qui est bienvenu compte tenu de la taille du déficit public italien). En outre, les réformes structurelles sur les marchés du travail et des produits sont à la traîne en Italie, plus encore que dans d'autres pays de l'UE.

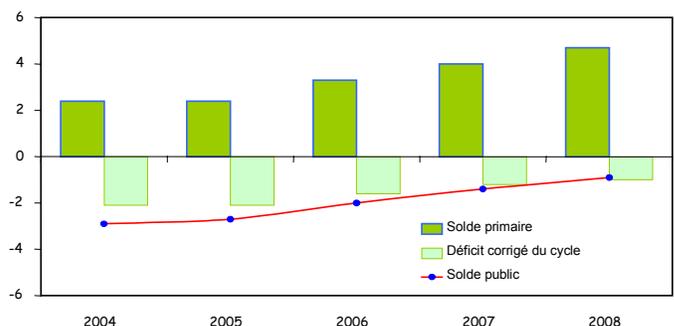
Ainsi, le gouvernement doit faire face à la menace que fait peser le vieillissement de la population sur la soutenabilité des finances publiques. Une réforme du système des retraites se met en place progressivement, mais celle-ci, qui conditionne le retour de comptes publics excédentaires sur la période de projection, reste modeste¹. Rappelons que dans le programme de stabilité présenté au début de 2005, la soutenabilité à long terme de la dette était garantie. Celle-ci passait sous la barre des 60% du PIB en 2018 et s'annulait en 2042, ce qui semble pour le moins pêcher pas excès d'optimisme. De nouveaux efforts de consolidation et de discipline budgétaire seront nécessaires pour atteindre les objectifs fixés

Graphique 2 : dans le DPEF, l'essentiel de l'ajustement se fait en 2006 et 2007



Source : DPEF 2005-2009

Graphique 2bis : il en était déjà de même dans le PSC 2004-2008



Source : Programme de Stabilité 2004-2008

¹ Voir EcoWeek n° 05-04 « Italie : la dernière réforme des retraites est trop modeste ».

Pays-Bas : toujours une longueur d'avance en matière de concurrence fiscale

Les chiffres du budget sont meilleurs que prévu grâce à la baisse du service de la dette et à l'acquisition du réseau de transport de gaz. Le déficit devrait, d'après les prévisions, être ramené à 2,3% du PIB en 2005 sans mesures correctrices supplémentaires. Trois grands chantiers sont prévus pour 2006 : assurance-maladie, loi sur le handicap et loi sur les retraites. Ce dernier projet ayant été différé, cela pourrait avoir des conséquences sur le nouveau cadre de l'évaluation financière. Le gouvernement envisage d'abaisser le taux d'imposition des sociétés à seulement 26,9% en 2007.

Des performances budgétaires meilleures que prévu

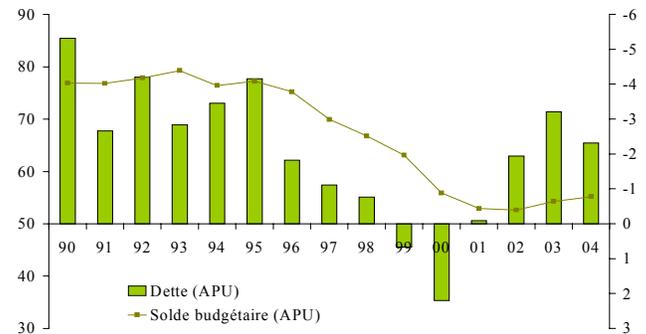
Depuis la présentation du budget 2005 en septembre dernier (EcoWeek 04-34 Pays-Bas : le budget 2005), le climat économique s'est sensiblement dégradé. La croissance, qui devait être de l'ordre de 1,5%, d'après les prévisions du gouvernement, se situera plus vraisemblablement à un niveau proche de 0,5%. Cette contre-performance est essentiellement due à la hausse notable des cours du brut. En septembre dernier, le gouvernement tablait sur un baril aux environs de 35 USD en 2005. Ces prévisions étaient trop optimistes. Le baril devrait en effet dépasser la barre de 50 USD en moyenne sur l'année.

Cependant, l'impact sur les finances publiques semble limité. La faiblesse de la croissance devrait, certes, se traduire par une augmentation des dépenses (transferts sociaux) et une baisse des recettes fiscales. Mais cela sera plus ou moins compensé par l'augmentation des recettes de l'Etat découlant des ventes de gaz naturel.

En mai, le ministre des Finances, Gerrit Zalm, a présenté son compte rendu sur l'exécution budgétaire 2005. Le ministre a fait état de dépassements importants côté dépenses. Les traitements et les prix dans le secteur public ont augmenté plus rapidement que le déflateur du PIB (300 Mns euros). De plus, les dépenses de santé seront supérieures aux prévisions de 200 Mns euros en fin d'exercice. Cependant, ces dépassements seront compensés par la diminution du service de la dette (400 Mns euros) découlant de la réduction des taux d'intérêt et du déficit en 2004. Suite aux propositions budgétaires de la Commission européenne, la contribution des Pays-Bas au budget de l'UE devrait désormais être inférieure de 200 Mns euros aux prévisions initiales. De plus, le chômage n'a pas augmenté aussi rapidement que prévu. Au moment de la présentation du budget, le gouvernement tablait sur une progression du nombre de chômeurs à 7% de la population active. Or, d'après les dernières projections du gouvernement, le taux de chômage devrait atteindre 6,75%, nombre de personnes sans-emploi ayant "volontairement" quitté la population active.

Côté recettes, le gouvernement a annoncé un produit exceptionnel de 3,8 Mds euros, lié à l'acquisition du réseau de

Graph. 1 : Déficit et dette publique (% PIB)



Source : Bureau central des statistiques

Pays-Bas : Prévisions économiques et budgétaires

	2002	2003	2004	2005*	2006*
PIB (%)	0,6	-0,9	1,4	0,3	1,2
Inflation (IPC, %)	3,2	2,1	1,2	1,5	1,4
Chômage (%)	4,1	5,3	6,4	7,2	7,3
Solde budgétaire**	-9	-14,6	-11,5	-10,3	-9,6
% PIB	-1,9	-3,2	-2,5	-2,2	-2,0
Besoin de financement**	34	36	29	36	36
Taux à 3-mois***	2,83	2,12	2,16	2,15	2,25
Taux à 10-ans***	4,21	4,33	3,63	3,35	4,00
spread sur Bund, pb	-1	4	-5	-5	0

Source : Bureau central des statistiques, Trésor public, *prévisions BNP Paribas, **md euros
***clôture de la période

transport du gaz¹. En revanche, les bénéfices de la De Nederlandsche Bank (DNB) sont inférieurs de 200 Mns euros aux prévisions, essentiellement sous l'effet de la dépréciation du dollar l'année dernière.

En avril, le déficit de l'UEM sur 12 mois s'est maintenu à 2% du PIB. Le gouvernement estime que le ratio déficit/PIB en 2005 s'élèvera à 2,3%, 0,3% de moins que prévu dans la présentation du budget 2005, en septembre 2004. Ce chiffre est également tombé en deçà de l'objectif de 2,5% fixé aux termes d'un accord entre les partis de la coalition au pouvoir. M. Zalm en a conclu qu'il n'est pas nécessaire d'adopter des mesures supplémentaires. Au contraire, pour conjurer une crise gouvernementale en mars, le gouvernement est parvenu à un accord sur l'augmentation des dépenses publiques dans l'éducation (250 Mns euros) ainsi que dans la recherche et le développement (500 Mns euros). Ces dernières seront financées par l'augmentation des recettes du gaz.

Le Trésor lance un emprunt d'Etat à 30ans

En avril, le Trésor public a émis une obligation à 30 ans, suivant en cela l'exemple de la France, de l'Allemagne, de la Grèce et de l'Espagne qui avaient déjà lancé des emprunts à très long

¹ L'opérateur du réseau de transport de gaz sera désormais détenu à 100% par l'Etat, qui pourra ainsi consolider l'intégralité des profits de la société dès l'année de leur réalisation (et donc dès 2005). Jusqu'alors, il partageait les dividendes avec Shell et ExxonMobil (un an après la réalisation des profits, comme pour tout dividende).

terme. Cette évolution est due au renforcement de la demande pour les obligations à maturité très éloignée, avec la mise en place des nouvelles règles comptables. L'IAS19, en particulier, exige une évaluation plus réaliste (aux prix du marché) de l'actif et du passif, ainsi que l'intégration du bilan des fonds de pension des entreprises dans celui des entreprises concernées. Pour éviter des variations brutales de la valeur des actifs, les sociétés donnent plutôt la préférence à des placements moins volatils comme les obligations. La nouvelle loi néerlandaise sur les retraites, qui entrera en vigueur en 2006, pourrait avoir des conséquences similaires, dans la mesure où elle oblige les fonds de pension à prévoir une marge de sécurité selon le profil de risque de leurs actifs pour éviter tout sous-financement. Le Trésor a ainsi levé 5,2 Mds euros à un taux de rendement initial de 4,073%, soit 4 points de plus que le Bund allemand. Il a l'intention de porter le volume de cette émission à 10 Mds euros au moins. Les fonds de pension et les compagnies d'assurance se sont adjugés chacun plus de 10% de l'émission.

Au début de l'année, le Trésor estimait que les besoins de financement s'élèveraient à 36 Mds euros. Eu égard à l'évolution favorable du budget, ce chiffre devrait à présent baisser à 33 Mds euros.

Trois chantiers pour 2006

Le gouvernement prépare trois grands projets pour 2006. En juin, la proposition relative à un nouveau régime général d'assurance-maladie a été approuvée par la Première Chambre (cf. EcoWeek 05-16 Pays-Bas : la réforme du système l'assurance-maladie en améliorera l'efficacité en favorisant la concurrence). En septembre, le gouvernement annoncera des mesures visant à limiter l'impact financier sur les ménages.

Deuxième initiative majeure, la nouvelle loi sur l'incapacité, visant à réduire les transferts en faveur du régime public pour les handicapés. Depuis le 1^{er} janvier, seuls les handicapés à 100% peuvent percevoir une allocation. Celle versée aux personnes souffrant d'un handicap partiel sera fonction du degré d'incapacité. Si les allègements de ce régime sont suffisamment importants, l'allocation versée passera à 75% du dernier salaire en activité contre 70% actuellement. La loi a été récemment adoptée par la Deuxième Chambre et est en attente d'approbation par la Première Chambre.

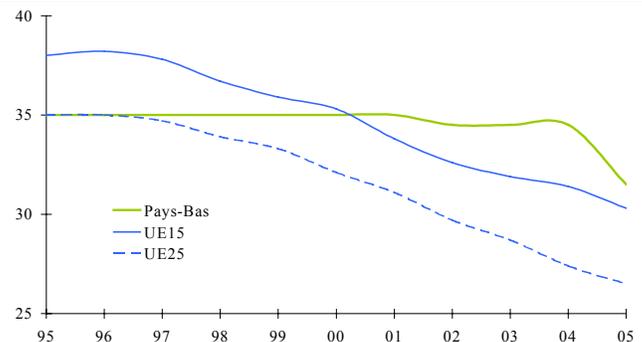
Enfin, troisième projet d'envergure : la nouvelle loi sur les retraites qui autorise chaque salarié à cotiser à un fonds de pension. La préparation de la loi a été reportée et le gouvernement entend l'introduire dans le courant de l'année 2006. Cela pourrait aussi avoir des conséquences sur le nouveau cadre d'évaluation financière (FTK), qui fixe les règles d'évaluation des éléments d'actif et de passif (aux prix du marché), les règles de financement minimal et celles relatives à la solvabilité (voir EcoWeek 04-41 The Netherlands: To a more solid pension system). Le ministre estime que le FTK peut toujours être introduit par décret de la DNB, en qualité de superviseur du secteur des pensions et de l'assurance-vie. La DNB se prononcera en septembre sur le report de l'entrée en vigueur du FTK à janvier 2007.

Un nouvel impôt sur les sociétés en 2007

Le gouvernement est en train de travailler à une réforme de l'impôt sur les sociétés devant entrer en vigueur en 2007. Le régime fiscal néerlandais est, depuis toujours, très intéressant pour les investisseurs étrangers en particulier en raison de l'accord de fixation de l'acompte et des pratiques régissant

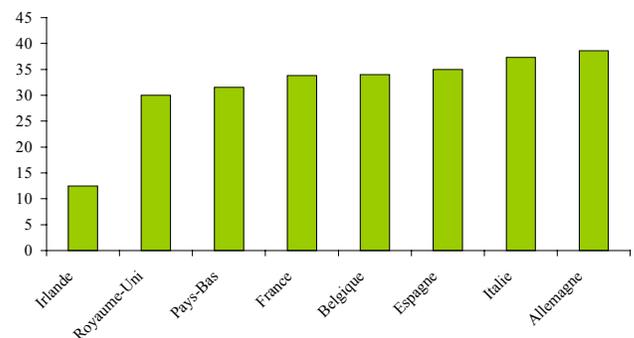
l'acompte d'impôt. Ces règles confèrent une certaine visibilité quant aux montants des transferts entre une société hollandaise et une société étrangère appartenant au même groupe. Ce régime est, néanmoins, de plus en plus imité par les autres Etats membres de l'UE dans le but d'attirer les investisseurs étrangers.

Graphique 2 : Baisse des taux de l'impôt sur les sociétés



Source: Deloitte, Commission européenne

Graphique 3 : Taux de l'impôt sur les sociétés en 2005



Source : Deloitte, Commission européenne

De plus, les taux d'imposition des sociétés au sein de l'UE ont enregistré une baisse régulière (cf. Graph. 2). En 1995, l'IS était de 35% aux Pays-Bas, trois points en dessous de la moyenne de l'UE. En 2005, ce taux a été ramené à 31,5% aux Pays-Bas, un niveau légèrement supérieur à la moyenne des Quinze de l'UE (30,3) mais bien au-dessus de la moyenne des 25 pays membres de l'UE (26,5). Cette situation est en grande partie imputable au taux d'imposition exceptionnellement bas en Irlande. Par rapport aux pays voisins, le taux néerlandais reste très compétitif (cf. graphique 3). De plus, le gouvernement a d'ores et déjà annoncé un nouvel abaissement de l'IS à 30% en 2007.

Compte tenu des règles européennes contre une concurrence fiscale dommageable et les décisions de la Cour européenne de justice, les pays européens ont du mal à rivaliser en termes de régimes fiscaux préférentiels pour les activités aisément délocalisables. De ce fait, la concurrence en Europe sur le terrain de la fiscalité se fait davantage sur les taux d'imposition que sur l'assiette imposable. La nouvelle loi relative à l'impôt sur les sociétés envisage d'élargir l'assiette fiscale et de ramener le taux d'imposition sur les sociétés à 26,9%. Pour les PME, l'IS sera réduit de 5%, à 20%. Par ailleurs, la taxe sur le capital (0,55% de la valeur d'une émission d'actions) va être abolie. Cette taxe a déjà été supprimée en Allemagne, en France et au Royaume-Uni.

Direction des Etudes Economiques

economic-research.bnpparibas.com

Philippe d'ARVISENET Chef Economiste	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
<u>ECONOMIES OCDE</u>		
Philippe d'ARVISENET		
Eric VERGNAUD Questions structurelles, prévisions	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture Pays	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA		
Alexandra ESTIOT	01.43.16.95.52	alexandra.estiot@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE		
Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ZONE EURO, FINANCES PUBLIQUES		
Mathieu KAISER	01.42.98.27.62	mathieu.kaiser@bnpparibas.com
FRANCE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO		
Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE		
Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
EUROPE DU SUD, MARCHE FINANCIER UNIQUE		
Eric VERGNAUD	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME		
Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
<u>ECONOMIE BANCAIRE</u>		
Van NGUYEN THE Responsable		
Laurent QUIGNON	01.43.16.95.54	van.nguyenthe@bnpparibas.com
	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
<u>RISQUES PAYS</u>		
Guy LONGUEVILLE Responsable		
	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
ASIE		
Sylvain DUPUIS	01.43.16.95.41	sylvain.dupuis@bnpparibas.com
Nhu-Nguyen NGO	01.43.16.95.44	nhu-nguyen.ngo@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE		
Christine PELTIER	01.42.98.26.77	christine.peltier@bnpparibas.com
Bérénice PICCIOTTO	01.42.98.74.26	berenice.picciotto@bnpparibas.com
AFRIQUE		
Stéphane ALBY	01.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Gaëlle LETILLY	01.42.98.56.27	gaelle.letilly@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST – FLUX DE CAPITAUX VERS LES PAYS ÉMERGENTS		
François FAURE	01.42.98.79.82	francois.faure@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES		
Tatiana ESANU	01.42.98.48.45	tatiana.esanu@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING		
Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com

Nos publications

economic-research.bnpparibas.com

- **CONJONCTURE** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **CONJONCTURE, TAUX, CHANGE** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **FINANCES PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO.** Cette publication paraît chaque trimestre.
- **ECOFASH** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **ECOWEEK** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque lundi).

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez contacter notre secrétariat :
Francine BATHREAU +33.1.43.16.95.48
francine.bathreau@bnpparibas.com

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme.
Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.
BNP Paribas est soumise à la régulation de la FSA (Financial Services Authority) pour les opérations d'investissement conduites au Royaume-Uni et est membre de la Bourse de Londres.

Ce document reflète l'opinion de la Direction des Etudes Economique de BNP Paribas. Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'informations publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude, ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles 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. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou 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). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority (« FSA ») pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume-Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmis à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2004). Tous droits réservés