

## Projet de loi de finances 2009 : entre prudence (à court terme) et optimisme (à long terme)

*Le projet de loi de finances (PLF) présenté vendredi dernier témoigne d'une certaine prudence de la part du gouvernement français, dont l'objectif de résorption du déficit structurel, dans un contexte de crise, reste toutefois d'actualité.*

*Etant donnée la volonté de ne pas accroître le taux de prélèvements obligatoires, la maîtrise des dépenses publiques reste la priorité absolue afin de satisfaire les engagements européens. Le PLF confirme ainsi l'objectif, déjà affiché en 2008, de diviser par deux le rythme de progression des dépenses publiques totales (ramené à 1% en volume dès cette année, la norme « zéro-volume » pour l'Etat étant réaffirmée).*

*Si les prévisions pour 2008/2009 (stabilité du déficit) nous semblent d'ores et déjà difficilement tenables, l'objectif affiché par la trajectoire pluriannuelle des finances publiques (un retour au quasi-équilibre en 2012) nous paraît également toujours très optimiste.*

*Nous pensons que le déficit public pourrait passer la barre des 3% dès cette année, l'objectif d'un solde déficitaire de l'ordre de 1,5% en 2012 nous paraissant nettement plus réaliste.*

## Peu de nouveautés fiscales

Le projet de loi de finances pour 2009 dévoilé vendredi dernier n'a pas réservé de surprise particulière. Dans un contexte de crise financière aux conséquences encore floues sur l'économie réelle, les nouvelles dispositions fiscales sont réduites à la portion congrue. D'autant que les rares marges de manœuvre encore disponibles, sous pression dans un contexte de ralentissement de l'activité et de montée en puissance des « dépenses contraintes » (pensions, charge de la dette...), avaient été dans une large mesure exploitées dès l'élaboration du PLF 2008 (loi TEPA notamment).

Outre la création du revenu de solidarité active (financé par une contribution de 1,1% sur les revenus du patrimoine), dispositif phare de l'exercice 2009, l'essentiel des nouvelles mesures fiscales prévues pour l'an prochain s'articule autour de trois axes :

- Améliorer la compétitivité de l'économie française, avec la suppression en trois ans de l'imposition forfaitaire annuelle (IFA). La mesure devrait profiter à 210 000 entreprises en 2009, pour un coût estimé à 340 millions d'euros (360 000 entreprises et 1,6 milliards d'euros d'ici 2011). Pour leur part, les mesures déjà décidées dans le cadre du PLF 2008 continueraient de monter en charge, notamment l'exonération d'ISF pour l'apport en capital aux PME et la réforme du crédit impôt recherche (CIR) dont l'effort supplémentaire est estimé à 620 millions d'euros en 2009.
- Promouvoir un développement durable, avec notamment la création d'un prêt à taux zéro (PTZ) pour financer les travaux d'amélioration de la performance énergétique des logements anciens<sup>1</sup>. De nouvelles taxes/redevances sont également introduites/réaménagées sur la production/consommation de biens polluants.
- Accroître l'équité du système fiscal, en aménageant les dispositifs de réduction d'impôt sur le revenu sans limitation de montant (plafonnement de certaines niches fiscales : « Malraux », outre-mer...). Une actualisation du barème de l'impôt sur le revenu 2009 (seuils et limites indexés sur l'IPC hors tabac) est également prévue, pour un coût estimé autour de 2 milliards d'euros.

Selon les estimations du MINEFE, l'ensemble des nouvelles dispositions fiscales du PLF 2009 devrait avoir un impact négligeable sur l'équilibre budgétaire en 2009 (+15 millions d'euros).

## En hausse en 2007, le déficit se stabiliserait en 2008/2009

Cette neutralité budgétaire permettrait de stabiliser le déficit à 2,7% du PIB en 2008/2009, dans la mesure où elle ne pèserait pas sur la réalisation de l'objectif de réduction du déficit structurel de 0,5 point de PIB par an. Le creusement du déficit cyclique (-0,5 point de PIB par an) s'expliquant par une croissance prévue un point sous le potentiel en 2008 comme en 2009 (voir plus loin) (**tableau 1**)

**Tableau 1**  
Soldes cycliques et structurels (% PIB)

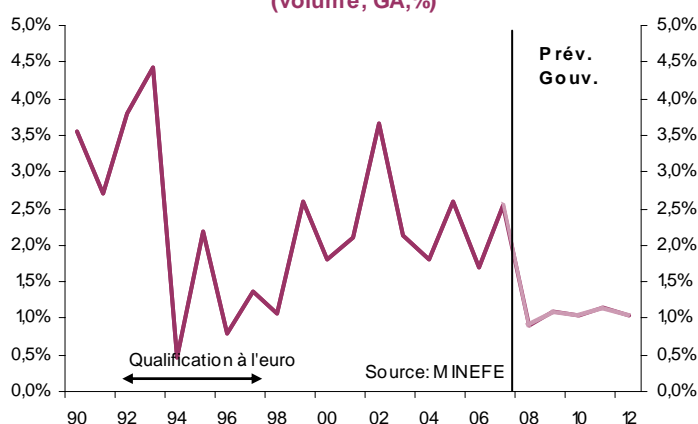
	2007	2008	2009
Solde public	-2,7	-2,7	-2,7
Solde public : variation annuelle	-0,3	0	0
Solde cyclique : variation annuelle	-0,2	-0,5	-0,5
Solde structurel : variation annuelle	0	0,5	0,6

Source : MINEFE

<sup>1</sup> Un double plafond de 300 euros par m2 et de 30 000 euros par logement a été retenu.

L'effort structurel porterait essentiellement sur la maîtrise des dépenses de l'Etat et des administrations de sécurité sociale (ASSO). Le rythme de progression des dépenses publiques serait divisé par deux en 2008/2009 (1% en moyenne, **graphique 2**), sous l'effet notamment des réductions d'effectifs dans la fonction publique d'Etat (30 600 postes en 2009, soit un départ à la retraite sur deux, contre près de 22 900 en 2008), de la maîtrise des dépenses d'Assurance maladie (l'ONDAM serait respecté sur la période), et du ralentissement des dépenses des administrations publiques locales (APUL). La part des dépenses publiques dans le PIB resterait donc stable ce qui, à taux de prélèvement obligatoire inchangé (**tableau 2**), permettrait au gouvernement d'afficher un déficit stable sur les deux ans.

**Graphique 1**  
Dépenses publiques totales des APU  
(volume, GA,%)



**Tableau 2**  
Dépenses publiques et taux de prélèvements obligatoires (% PIB)

	2007	2008	2009
Capacité de financement des APU	-2,7	-2,7	-2,7
Taux de PO	43,3	43,2	43,2
Dépenses publiques	52,4	52,5	52,6
Recettes hors PO	6,7	6,9	6,9
Dette publique	63,9	65,3	66,0

Source : MINEFE

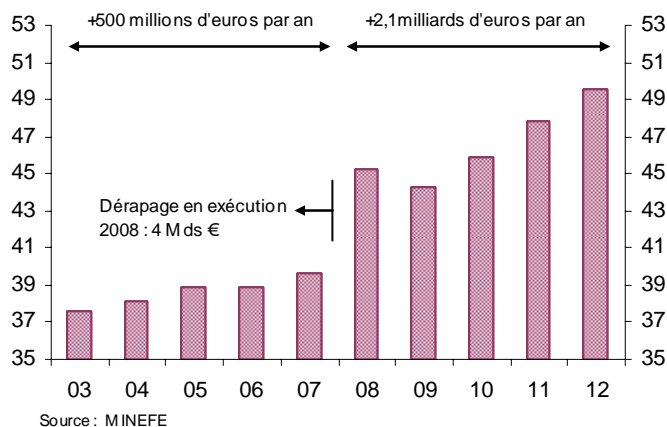
### Une résorption du déficit de 0,7 point de PIB par an à partir de 2010

A plus long terme, dans un contexte délicat marqué par la nette montée en charge des dépenses héritées du passé (plus de deux milliards d'euros par an pour les seules charges d'intérêt, pensions, **graphique 2 et 3**), la règle du zéro-volume pour les dépenses de l'Etat permettrait un retour à l'équilibre primaire dès 2010<sup>2</sup>. L'effort se poursuivrait jusqu'en 2012, date à laquelle le déficit de l'Etat approcherait les 1% du PIB. La maîtrise des dépenses des ASSO (un ONDAM<sup>3</sup> ramené à 3,3% sur la période 2009-2012) et des APUL (cycle électoral) devrait pour sa part réduire le déficit structurel à hauteur de 0,1 point de PIB par an. Un solde cyclique positif de 0,2 point de PIB à partir de 2010 permettrait alors de ramener le déficit à 0,5% du PIB en 2012 (**tableau 3**).

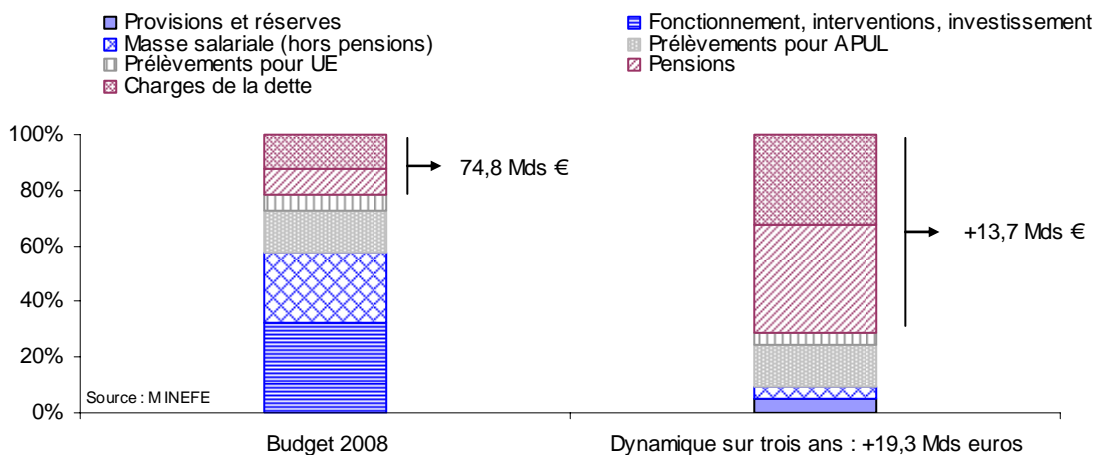
<sup>2</sup> En 2012, le respect (implicite) d'une règle d'or serait ainsi assuré, le déficit budgétaire égalant alors l'effort d'investissement (gelé sur la période, qu'il s'agisse des dépenses au sens propre ou des dotations aux collectivités locales).

<sup>3</sup> Objectif National de Dépenses d'Assurance Maladie.

**Graphique 2**  
**Charge de la dette (Mds €)**



**Graphique 3**  
**Evolution prévisionnelle du budget de l'Etat**



**Tableau 3**  
**Programme de stabilité (soldes en % PIB)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>APU totales</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,5</b>
Etat	-2,1	-2,4	-2,4	-2,0	-1,6	-1,2
ODAC	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3
APUL	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
ASSO	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,3
Taux de PO	43,3	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
Croissance du PIB	2,1	1,0	1,0	2,5	2,5	2,5

Source : MINEFE

## Des hypothèses prudentes à court terme

Le projet de loi de finances pour 2009 fait manifestement preuve de prudence dans ses hypothèses de court terme. Le très fort ralentissement de l'activité est acté, avec une prévision de croissance de 1% en 2008 comme en 2009. Nous partageons dans une large mesure ce scénario, nos prévisions de court terme restant toutefois légèrement plus pessimistes pour la zone euro (**tableau 4**).

**Tableau 4**  
Hypothèses de croissance (volume, %)

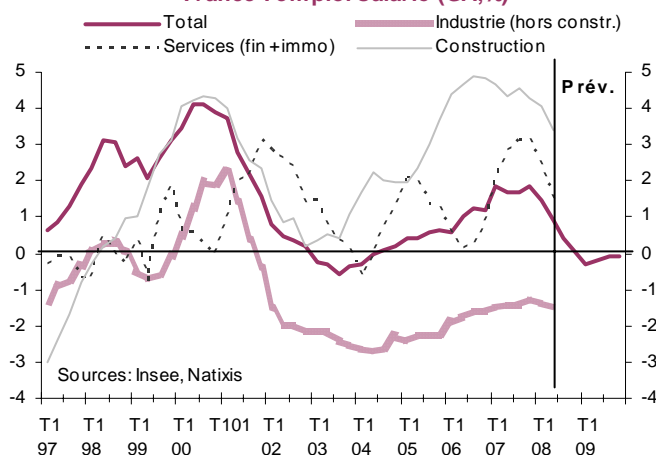
	2007	2008		2009	
	réalisé	PLF	Natixis	PLF	Natixis
<b>Etats-Unis</b>	2,0	1,6	1,4	0,5	0,4
<b>Zone euro</b>	2,6	1,4	1,3	1,0	0,7
<b>France</b>	2,1	1,0	1,0	[1,0-1,5]	0,7

Sources: M INEFE, Natixis

La part cyclique du déficit devrait donc se creuser de 0,5 point cette année, 0,6 point l'an prochain, des prévisions conformes à celles du PLF. Toutefois, le principal risque sur le scénario affiché pèse selon nous sur la forte résorption du déficit structurel prévue ces cinq prochaines années<sup>4</sup>, notamment à court terme du fait du ralentissement probable des recettes fiscales après quatre années de dynamisme (impôts et cotisations sociales). Nous sommes en effet plus pessimistes sur l'emploi (**graphiques 4 et 5**) dont le ralentissement devrait commencer à peser de manière significative sur les comptes sociaux en 2009. La résorption quasi-intégrale du déficit du régime général en 2011 (**tableau 5**) et les excédents de l'ordre de 0,2/0,3 point de PIB pour l'ensemble des ASSO (cf. tableau 3) nous semblent donc être des prévisions assez optimistes (qui supposent en outre la réalisation, ou la sous-exécution, d'un ONDAM relativement ambitieux, fixé à 3,3%, **graphique 6**).

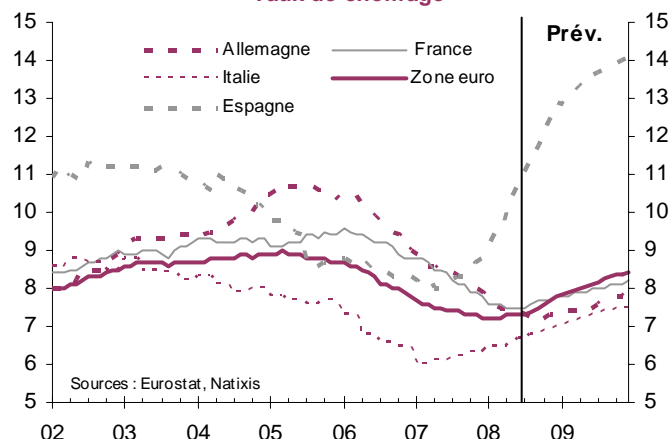
**Graphique 4**

### France : emploi salarié (GA,%)



**Graphique 5**

### Taux de chômage



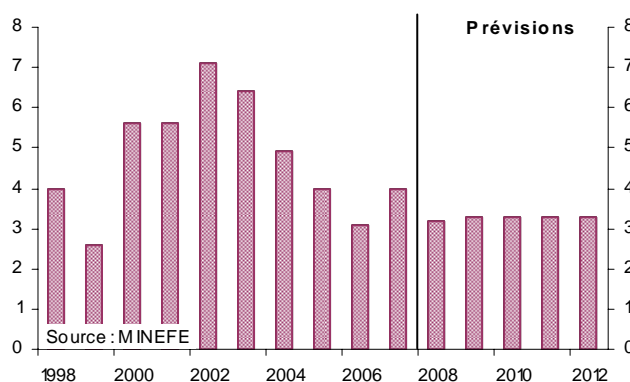
<sup>4</sup> 0,5 point de PIB par an, conformément aux engagements européens.

**Tableau 5**  
**Comptes du régime général (% PIB)**

	2008	2009	2010	2011	2012
Maladie	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
A TMP	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Famille	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Vieillesse	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
<b>Total régime général (% PIB)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>Total régime général (Mds €)</b>	<b>-8,9</b>	<b>-8,6</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,7</b>

Source : M INEFI, CCSS

**Graphique 6**  
**Dépenses de santé**  
**(champ ONDAM, GA,%)**



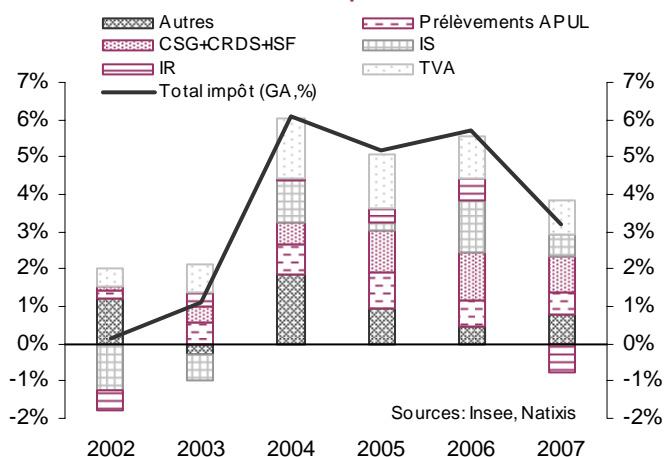
Ce ralentissement de l'emploi, couplé aux dispositions fiscales nouvelles (actualisation du barème d'IR) ou passé (loi TEPA) devrait également jouer sur les recettes du budget général (IR). Parmi les principaux contributeurs à la forte hausse des recettes fiscales observée ces quatre dernières années (**graphique 7**), le PLF prévoit une stabilité des recettes d'IR (+0,4%) et une baisse relativement marginale de l'impôt sur les sociétés (-2,9%). Les pertes déjà passées dans les secteurs bancaire et financier (un quart du produit de l'IS en 2007), peu évidentes à chiffrer à moyen terme, incitent pourtant à la prudence et suggèrent qu'il s'agit là aussi d'une prévision relativement optimiste. Enfin, le rebond de la consommation (+1,9% dans le PLF 2009, +1,4% selon nous) permettrait aux recettes de TVA de s'afficher en hausse de 3,6% (**tableau 6**).

**Tableau 6**  
**Recettes du budget général (Mds €)**

	Execution 2007	Prévision 2008	PLF 2009	Variation (%)
IR	56,3	59,4	59,7	0,4
IS	63,3	65	63,1	-2,9
TVA	173,9	180,6	187,1	3,6
Autres	59,8	57,2	55,9	-2,3
<b>Total recettes fiscales brutes</b>	<b>353,3</b>	<b>362,2</b>	<b>365,8</b>	<b>1,0</b>
Remboursements / dégrèvements	-81	-90,3	-89,9	-0,5
Recettes fiscales nettes	272,3	271,9	275,9	1,5
Recettes non fiscales	23,1	22,9	22,7	-1,1
Prélèvements sur recettes (UE...)	-66,8	-70,3	-71,3	1,4
<b>Recettes nettes du budget général</b>	<b>228,6</b>	<b>224,5</b>	<b>227,2</b>	<b>1,2</b>

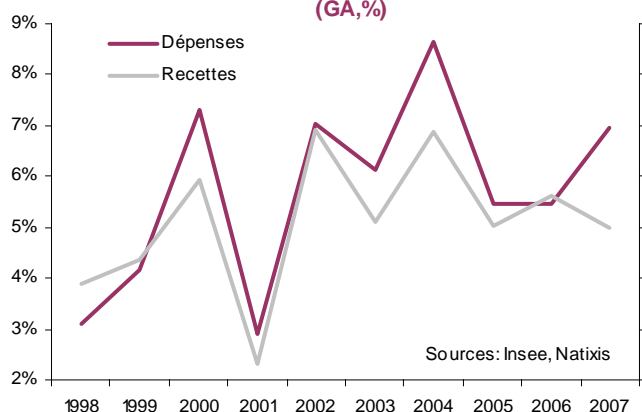
Source : M INEFE

**Graphique 7**  
Contributions à l'augmentation du produit de l'impôt

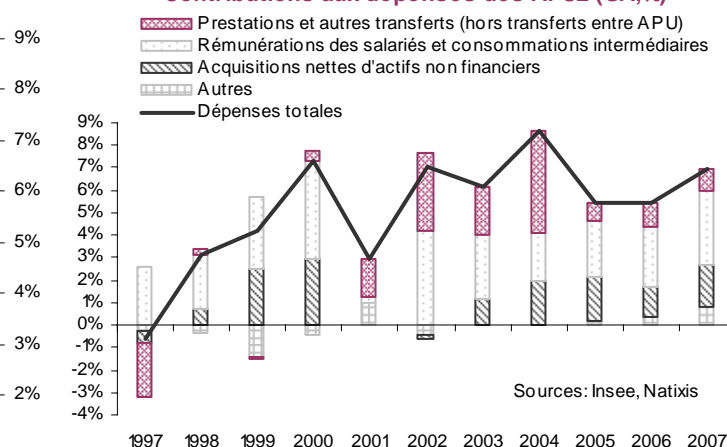


Côté APUL, le risque de dérapage du déficit ne nous semble pas non plus si négligeable. Le très fort recul des activités de construction (entre -15% et -20% pour les mises en chantier / permis de construire sur un an) et celui des transactions sur le marché immobilier (-30% au deuxième trimestre) devraient en effet affecter le produit des principaux prélèvements perçus par les collectivités locales (taxe d'habitation, taxes foncières, droits d'enregistrement, taxe professionnelle...), tandis que les transferts de l'Etat devraient être gelés sur la période. A court terme, le ralentissement probable des dépenses (graphiques 8 et 9), en lien avec le cycle électoral, devrait toutefois permettre de contenir la dégradation continue depuis dix ans des comptes des collectivités locales (graphique 10). A plus long terme, l'amélioration progressive jusqu'à l'équilibre prévu pour 2012 ne nous semble en revanche pas acquise<sup>5</sup>.

**Graphique 8**  
France: dépenses et recettes des APUL (GA,%)

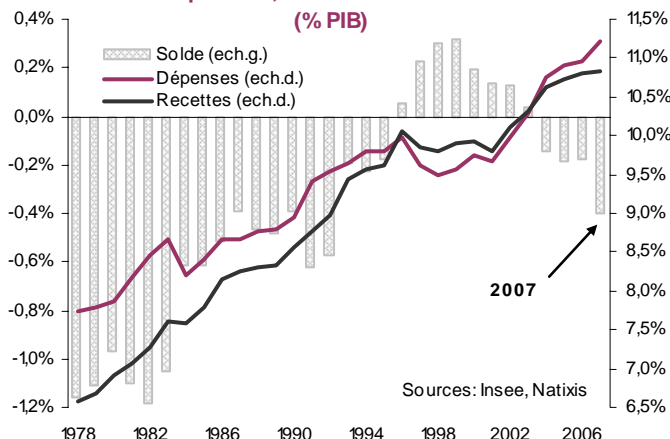


**Graphique 9**  
Contributions aux dépenses des APUL (GA,%)



<sup>5</sup> Voir Flash n°2007-335 : « France : où en sont les finances publiques ? »

**Graphique 10**  
France: dépenses, recettes et solde des APUL  
(% PIB)

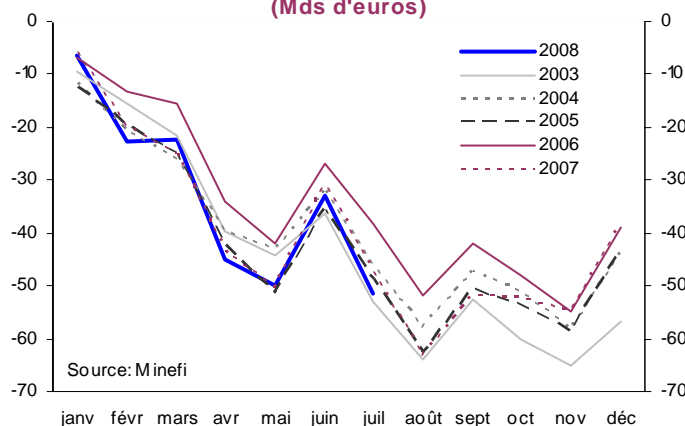


## L'équilibre repoussé après 2012

La trajectoire pluriannuelle des finances publiques prévoit un déficit ramené à 0,5% du PIB en 2012. L'objectif d'équilibre budgétaire en 2012 est donc officiellement repoussé. Nous restons toutefois prudents quant à la réalisation de cet objectif, même différé. Il suppose en effet un effort continu de réduction du déficit structurel (0,5 point de PIB par an), de même qu'un excédent cyclique de l'ordre de 0,2/0,3 point de PIB par an à partir de 2010. Les conditions d'une reprise, même très progressive, restant pour l'heure peu évidentes à identifier, l'hypothèse d'une croissance supérieure (de 25%) à son potentiel pendant trois ans nous paraît à cet égard très optimiste. En admettant que le déficit reste stable en 2008/2009 et en supposant la croissance à son potentiel les trois années suivantes, le déficit resterait probablement supérieur à 1% en 2012.

Nous pensons en outre que le déficit devrait approcher les 3% dès cette année, l'objectif « réalisable » à l'horizon 2012 étant plutôt situé autour de 1,5%. La situation budgétaire de l'Etat tend en effet à se dégrader ces derniers mois (**graphique 11**), tandis des risques non négligeables pèsent sur le dynamisme des recettes fiscales en fin d'année (IS et TVA en particulier).

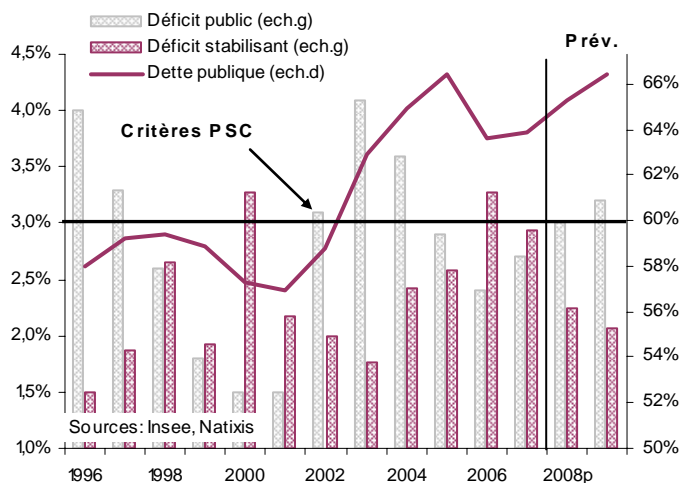
**Graphique 11**  
France: situation budgétaire mensuelle de l'Etat  
(Mds d'euros)



Au final, nous pensons que le déficit total des APU devrait approcher les 3% du PIB dès cette année. Il se creuserait l'an prochain pour atteindre 3,2% du PIB. Sous ces hypothèses, et avec une prévision de croissance nominale proche de celle inscrite dans le PLF, le ratio de dette/PIB serait supérieur à 66% fin 2009 (**graphique 12**). Enfin, le risque sur ce scénario nous semble baissier, notamment si l'Etat venait à intervenir pour garantir la pérennité du système bancaire français.



**Graphique 12**  
**France : finances publiques (% PIB)**



## Programme de financement

Il est naturellement prématuré de se prononcer sur les papiers qui seront adjugés. Le Trésor communiquera sur les détails de son programme d'émission 2009 vraisemblablement comme d'habitude (courant décembre). Pour autant, plusieurs impératifs se reflètent dans les tableaux de financement ci-dessous (**tableaux 7 et 8**).

**Tableau 7**

**Besoins de financement (Mds €)**

Amortissement dette à long terme	63,9
Amortissement dette à moyen terme	47,7
Amortissement de dettes reprises par l'Etat	1,6
Déficit budgétaire	52,1
<b>Total besoins de financement</b>	<b>165,3</b>

Source: AFT

**Tableau 8**

**Ressources de financement (Mds €)**

Emissions à moyen et long terme (OAT et BTAN) nettes des rachats	135
Annulation de titres de l'Etat par la CDP	2,5
Variation nette des BTF	25
Variation des dépôts des correspondants	0
Variation du compte du Trésor	0
Autres ressources de trésorerie	2,8
<b>Total ressources de financement</b>	<b>165,3</b>

Source: AFT

1/Le trésor doit composer avec d'importantes tombées en 2009. A noter que des rachats de gré à gré pourraient avoir lieu dans cette perspective d'ici la fin de l'année (en 2007, 10mlds de papiers avaient été rachetés). Pour autant, les émissions de BTAN et OAT devraient atteindre 135mlds d'euros l'année prochaine contre 116,5mlds cette année. Cette hausse de 16% des émissions s'explique notamment par les importantes tombées de papier l'année prochaine qui atteindront 111,6 mds contre 97,6mlds en 2008.

2/ Au-delà du ralentissement économique, les indexées sur l'inflation ont imposé une surcharge de financement non négligeable (de l'ordre de 2/2,5 mds d'euros). Toutefois, d'une part le reflux du pétrole et la baisse attendue de l'inflation l'année prochaine devraient soulager la charge d'intérêt et d'autre part l'AFT a fait part de sa volonté de poursuivre sa politique d'émission de titres réels. Cette année comme l'année dernière, les indexées auront représenté environ 15% de ses émissions (12% à l'heure actuelle). Il devrait en être de même l'année prochaine.

En termes de répartition BTAN/OAT, les BTF demeurant un outil structurel (compte tenu des montants émis) de gestion et d'ajustement de la Trésorerie, elle devrait être à nouveau proche des 50/50.

A l'instar de cette année, on s'attend à une politique opportuniste du Trésor français en fonction de l'état et de la cherté relative du marché. On a vu ainsi l'AFT cette année, encore plus que l'année passée, abonder des titres off-the-runs n'hésitant pas à émettre trois papiers à la fois, à émettre des OATs lors des adjudications de BTAN, à favoriser des papiers chers sur sa courbe, bref à adopter une gestion active de sa dette.

		Q1	Q2	Q3	Répartition (en %)
<b>BTAN</b>		<b>17.4</b>	<b>15.8</b>	<b>10.0</b>	<b>44%</b>
	dont BTAN2ans	5.5	10.0	1.9	18%
	dont BTAN5 ans	9.9	5.8	8.2	24%
<b>BTAN€</b>		2.0			2%
<b>OAT</b>		<b>18.1</b>	<b>16.7</b>	<b>12.9</b>	<b>48%</b>
	OAT5-10	10.2	13.4	9.7	34%
	OAT15	3.6	1.7	2.0	7%
	OAT30	3.0	1.6	1.1	6%
	OAT50	1.3			1%
<b>OATi</b>		<b>1.1</b>	<b>3.7</b>	<b>2.8</b>	<b>10%</b>
	OATi5, OATi10, OATei 10	0.5	1.9	2.3	5%
	OATei15, OATi30, OATei30	0.6	1.9	0.5	3%
<b>Total</b>		<b>36.61</b>	<b>36.2</b>	<b>25.7</b>	<b>98.5</b>