

CONSEIL SUPERIEUR DES FINANCES

**Avis du Conseil supérieur des Finances
relatif aux
conséquences économiques et financières d'une politique de
réduction graduelle du rapport dette publique/P.N.B.**

28 MAI 1996

CONSEIL SUPERIEUR DES FINANCES

**Avis du Conseil supérieur des Finances
relatif aux
conséquences économiques et financières d'une politique de
réduction graduelle du rapport dette publique/P.N.B.**

28 MAI 1996

Par une lettre du 18 septembre 1995, adressée à son Vice-Président, M. V. VAN ROMPUY, Monsieur le Ministre des Finances a demandé au Conseil d'examiner "les conséquences économiques et financières d'une politique de réduction graduelle du rapport dette publique/P.N.B."

Le présent Avis constitue la réponse à cette demande.

La réflexion du Conseil sur ce thème fut menée en considérant comme une donnée le scénario de réduction tendancielle de la dette proposé par la section "Besoins de financement des Pouvoirs publics".

L'Avis a été préparé par un Groupe de travail formé au sein du Conseil et présidé par M. V. VAN ROMPUY, Vice-Président du Conseil.

Outre le Président, les Membres qui suivent ont participé aux travaux de ce groupe :

MM. H. BOGAERT;
G. BROUHNS;
D. BRUNEEL;
J.M.DELPORTE;
R. DESCHAMPS;
M. ENGLERT;
D. HEREMANS;
R. MALDAGUE;
A. MOREAU;
P. VAN ROMPUY;
A. VERPLAETSE;
J. VERSCHOOTEN.

Le Conseil a examiné le projet d'Avis préparé par ce groupe en sa séance du 28 mai 1996. Il a adopté l'Avis suivant.

*

*

*

Introduction

Après 20 ans de croissance, plus ou moins rapide selon les périodes mais qui ne fut temporairement interrompue qu'en 1989-90, le taux d'endettement des pouvoirs publics a entamé, en 1994, une baisse qui devrait se poursuivre durant plusieurs années.

Dans la première partie de l'Avis, les conditions et les causes de l'expansion de l'endettement public en Belgique depuis le milieu des années '70 seront brièvement rappelées.

Nous aborderons ensuite les principales conséquences économiques et financières d'un taux d'endettement élevé.

Ainsi apparaîtront mieux, tout à la fois, la nécessité de la réduction de ce taux et certaines difficultés inhérentes à cette réduction (2ème partie).

On considèrera alors, un peu plus en détail, la portée du processus de réduction du taux d'endettement, dans une perspective de moyen-long terme.

Les avantages de la réalisation des objectifs ainsi esquissés et les effets que l'on peut attendre de l'établissement d'un tel processus de désendettement seront passés en revue (3ème partie).

I. Evolution et sources du développement de l'endettement public au cours des vingt dernières années

Prolégomènes

Tout au long du présent Avis nous aurons en permanence à faire usage de la notion de taux d'endettement public. Il est dès lors souhaitable, à ce stade, d'en préciser le contenu.

Quand nous parlerons du taux d'endettement public nous ferons, en principe, référence au rapport de la dette de l'ensemble des pouvoirs publics (fédéral, entités fédérées, Sécurité sociale, pouvoirs locaux) au produit intérieur (ou national) brut.

La dette publique utilisée dans ce rapport pourrait être brute ou nette.

La dette brute comprend tous les engagements financiers contractés par les pouvoirs publics. A quelques ajustements techniques près, elle résulte de l'accumulation des déficits budgétaires qui ont nécessité le recours à l'emprunt. La dette nette pourrait se concevoir comme la différence entre la dette brute et la valeur des actifs détenus par les pouvoirs publics. Mais la mesure selon laquelle ces actifs sont réalisables, est variable et la situation financière d'un Etat ne peut, logiquement, pas être évaluée en tenant compte d'actifs qui ne sont de fait pas négociables, et/ou dont l'estimation est hasardeuse. Dès lors, dans une logique financière la dette nette équivaut au montant de la dette brute moins les actifs financiers effectivement mobilisables détenus par les pouvoirs publics.

C'est cependant le concept de dette brute (1) qui fut retenu dans l'un des critères de discipline budgétaire inclus dans le Traité de Maastricht (2). C'est à partir de la dette brute que l'on peut calculer, de la façon la plus directe et évidente, l'importance de la charge d'intérêt correspondant au service de la dette des pouvoirs publics, paramètre clé dans l'analyse dynamique de l'endettement public. C'est donc à ce concept que renverront nos exemples chiffrés, par la suite.

1 Ou plus exactement la dette consolidée brute, c'est-à-dire déductions faites des engagements mutuels des divers niveaux de pouvoirs publics les uns vis-à-vis des autres.

2 Le rapport entre la dette publique et le P.I.B. ne peut dépasser une valeur de référence (60%), à moins que ce rapport ne diminue suffisamment et ne s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant.

Avant le premier choc pétrolier

Sur le long terme, jusqu'au début des années '70, la tendance était en Belgique à une lente augmentation des dépenses publiques, en pour-cents du P.N.B. A cette augmentation progressive répondait, jusqu'au tournant des années '70, un accroissement plus ou moins parallèle des prélèvements obligatoires, de sorte que le déficit des pouvoirs publics se maintint aux alentours de 1 à 2% du P.N.B. durant les années '60, avant de croître quelque peu après 1970, malgré le contexte de croissance soutenue. Quant à la dette des administrations publiques, son poids tendait vers 1970, à se réduire peu à peu. Aux alentours de 60% du P.N.B., le taux d'endettement public restait assez nettement plus important que chez nos voisins (3), sans que cela ne pose de problèmes majeurs.

La période de dégradation

Suite au premier choc pétrolier, la part des dépenses publiques dans le P.I.B. s'accrut beaucoup plus rapidement. Dans la crise, soucieux de ne pas déprimer davantage la demande, les pouvoirs publics accompagnèrent un recours accru à l'aide de l'Etat, particulièrement sous forme de transferts aux ménages ou de créations d'emplois publics.

Le prélèvement fiscal et parafiscal, en pour-cents du P.I.B., augmenta également beaucoup plus vite que précédemment, à partir de 1974. Mais, freinée par le manque de fermeté de la croissance économique, cette expansion fut deux fois moins rapide environ que celle des dépenses entre le premier et le second choc pétrolier (graphique 1).

Le déficit public se creusa donc, progressivement d'abord (75-79), puis beaucoup plus brutalement, lorsque les conséquences du second choc pétrolier vinrent renforcer les évolutions en cours. La dette publique s'accumula (tableau 1 et graphique 2).

Divers facteurs contribuèrent conjointement au dérapage budgétaire des années '70 (4).

Il y eut tout d'abord, les réticences des milieux tant politiques que socio-économiques à opérer un assainissement budgétaire, nécessairement déflationniste, dans un premier temps. Il fut choisi, nous l'avons vu, d'accompagner, d'adoucir, autant que faire se peut, les conséquences négatives de la crise économique. Cela s'explique en partie par le manque d'appréciation correcte du futur. Mais de plus, la grande instabilité gouvernementale, à la fin des années '70 et jusque fin 1981, rendait difficile la prise de décision politique et limitait le caractère opérationnel des décisions prises.

3 En 1970, ce taux de 60% était environ le double de la moyenne non pondérée des taux d'endettement allemand, français et néerlandais.

4 Pour un diagnostic plus approfondi de la situation des finances publiques belges au milieu des années '70 on se reportera utilement aux "Rapports du Groupe de travail technique chargé de formuler des suggestions en vue de freiner, dans l'immédiat, le déficit de financement de l'Etat", souvent dits "Rapports Van Houtte" (mai, juillet 1976).

Par ailleurs, insidieusement de 1974 à 1976, puis de plus en plus rapidement, les charges d'intérêt sur la dette publique augmentèrent, en pourcents du P.I.B. Cela résultait en partie de l'accroissement du volume de la dette, mais aussi d'un envol du taux d'intérêt implicite, résultant de l'intégration progressive à la dette de nouveaux emprunts à des taux tenant compte, d'une part, du dérapage inflationniste des années 70-75 puis, d'autre part, de l'élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt belges et la moyenne de ceux pratiqués à l'étranger.

La hauteur particulière des taux d'intérêt belges participait au maintien du taux de change nominal stable. La politique de change, si elle permit de freiner la hausse des prix, contribuait à accroître les problèmes de compétitivité des entreprises qui, via l'indexation des salaires, supportaient en grande partie l'ajustement à la détérioration des termes de l'échange, consécutive aux chocs pétroliers. La défiance à l'égard du franc belge s'aggrava à mesure de la détérioration du compte extérieur courant et entraîna de fortes sorties de capitaux privés. Le déficit global des opérations extérieures du secteur privé (courantes et en capital) couplé aux besoins croissants de financement des pouvoirs publics rendit nécessaire le recours à des emprunts étrangers par le secteur public, à partir de 1979, emprunts qui furent massifs de 1980 à 1984.

Ainsi, parallèlement à sa croissance se détérioraient le mode de financement et la structure de la dette publique.

La part du financement à court terme dans la dette totale augmenta entre 1978 et 1982. Cela s'accompagna d'un financement monétaire croissant de la dette. Outre l'emprunt à l'étranger en devises, qui avait l'avantage de se faire à des taux d'intérêt moindre qu'en francs belges, il fut largement fait appel, à partir de 1978-79, aux avances directes et indirectes (via le Fonds des Rentes) de la Banque nationale.

A partir de 1982 : la politique de redressement

L'ensemble des conditions insoutenables, précédemment évoquées conduisit au tournant politique majeur matérialisé par la dévaluation du franc au début de 1982. Cette dévaluation était accompagnée de mesures drastiques de modération des salaires et des prix. Très clairement, l'accent fut alors mis sur le redressement de la compétitivité et de la rentabilité des entreprises, point de passage obligé d'une stratégie visant prioritairement à redresser le solde externe et à poser les jalons d'une croissance saine, bénéfique à terme pour les finances publiques.

L'assainissement des finances publiques est inclus dans le plan de redressement, mais dans un premier temps, jusque 1984 au moins, il est compris comme participant d'une restauration économique d'ensemble, sans l'intervention de mesures sévères qui risqueraient d'être par trop déflationnistes.

Or, si les succès rencontrés par la réorientation politique de 1982 furent rapides dans les domaines de la situation des entreprises et des équilibres extérieurs -dès 1985 on enregistrait un excédent de la balance courante des paiements- les progrès dans l'assainissement des finances publiques déçurent.

Certes, dès 1982 le solde à financer se réduisit, mais le taux d'endettement poursuivit sa hausse rapide. Une intensification de l'assainissement fut dès lors décidée, suite à la prise de conscience plus aiguë du caractère potentiellement explosif de la croissance de la dette publique, sous l'effet d'une dynamique interne, baptisé "effet boule de neige".

L'effet boule de neige

Le mécanisme que résume l'appellation "effet boule de neige" est celui de l'auto-accumulation des intérêts de la dette publique. Autrement dit, la charge d'intérêt due sur la dette publique peut croître en raison de la hausse des taux d'intérêt, ou en conséquence d'un déficit sur les opérations autres que le paiement d'intérêt mais, dans une plus ou moins large mesure, sa croissance peut résulter d'un cercle vicieux dans lequel les intérêts à payer sur les intérêts de la période précédente suffisent à eux seuls à accroître le poids des charges d'intérêt et de la dette publique, exprimé en pour-cents du P.I.B.

C'est le jeu de ce mécanisme qui explique la résistance au redressement des finances publiques et, en particulier, la difficulté d'inverser l'évolution du poids relatif de la dette publique alors même que des efforts d'assainissement considérables étaient consentis durant des années.

A partir d'un calcul mathématique on peut établir que deux conditions suffisent à assurer l'absence d'un tel processus d'auto-alimentation de la dette par ses intérêts, qui peut induire une expansion explosive de la dette. Il apparaît que :

- si le taux d'intérêt dû, en moyenne, sur la dette publique est inférieur ou égal au taux de croissance à prix courants du produit intérieur (ou national) brut, il n'y a aucun risque d'effet boule de neige.
Ce fut le cas en Belgique de 1954 à 1977 inclus, sauf en 1958. En 1978 on se situait au voisinage de l'égalité des deux taux. Depuis lors la condition énoncée ci-dessus ne fut plus jamais respectée (cfr graphiques 3 et 4).
- si cette condition n'est pas satisfaite, pour qu'il n'y ait pas d'effet boule de neige, il faut que le solde des opérations des pouvoirs publics à l'exclusion du paiement de la charge d'intérêt, souvent appelé le "solde primaire", soit suffisamment excédentaire. Il devra être d'autant plus en surplus que le taux d'endettement est élevé et/ou que l'écart entre les taux d'intérêt et de croissance est élevé.

Or que constate-t-on (graphique 5)? Le solde primaire devint négatif dès 1972. Redevenu très temporairement positif en 1974, il se creusa ensuite à nouveau jusqu'à atteindre -5% en 1981.

Ainsi, à partir de 1978, aucune des deux conditions de stabilisation n'étant satisfaite, l'expansion de la dette publique s'emballa sous l'effet boule de neige (voir graphique 2).

Dès 1982, l'effort d'assainissement entraîne un redressement net, et continu jusqu'en 1990, du solde primaire, qui redevint positif dès 1984.

Mais l'impact de cet assainissement sur l'évolution du taux d'endettement se ressentit de l'environnement économique national, et international, caractérisé, jusqu'en 1986, par une croissance faible et des taux d'intérêt réels élevés et, pour ce qui concerne le taux moyen implicite sur la dette publique, presque sans cesse croissant.

Face à un écart taux d'intérêt-taux de croissance défavorable et à un taux d'endettement qui continuait à croître, l'excédent primaire nécessaire pour mettre fin à l'effet boule de neige crût en tendance jusque 1987. Et ce n'est que grâce à la reprise que les efforts d'assainissement permirent enfin de stopper une première fois l'expansion du taux d'endettement en 1988-89.

Par la suite, un certain assouplissement de la politique budgétaire, de 1990 à 1992, joint à l'évolution conjoncturelle très défavorable des années 1992-93 entraîna un tassement de l'excédent primaire et un élargissement du différentiel taux de croissance-taux d'intérêt et, dès lors, une dégradation temporaire de la situation budgétaire et une nouvelle, légère, augmentation du taux d'endettement public.

La charge d'intérêt des pouvoirs publics atteignit son maximum (11,3% du P.I.B.) en 1986. Jusque 1992 elle ne fluctua que peu, entre 10 et 11% du P.I.B., avant d'entamer une décrue progressive, qui l'amena aux alentours de 9% en 1995.

Au cours des dernières années la gestion de la dette se fit plus active, ce qui apporta une contribution structurelle notable à la réduction de la charge d'intérêt, en pour-cents du P.I.B.

Le taux d'intérêt implicite sur la dette intègre avec délai les fluctuations des taux d'intérêt sur le marché, et ce de façon de plus en plus amortie à mesure que la part de la dette consolidée croît dans le total. Or, à partir de 1990, en tendance, cette part augmente, dépassant 75% à la fin de l'année 1995.

A partir de 1987, il fut de moins en moins fait appel au financement monétaire par le biais des avances directes ou indirectes de la Banque nationale, et la suppression de cette facilité en 1993, dans le cadre de directives européennes, se fit sans problème. Enfin, toujours à propos de la structure de la dette, la part de l'endettement en monnaies étrangères plafonna aux alentours de 22% en 1984. Par la suite, bien qu'elle connut un redressement ponctuel lié aux turbulences monétaires de l'année 1993, elle suivit dans l'ensemble une trajectoire baissière.

Par ailleurs, de bonnes performances macro-économiques, particulièrement dans le domaine de l'inflation et des comptes courants extérieurs, jointes au ferme attachement déclaré à une politique monétaire rigoureuse, ont crédibilisé la position du franc belge dans le sillage du deutsche mark et permis, à partir de 1990, la réduction progressive de l'écart entre taux d'intérêt belge et allemand, jusqu'à la disparition de cet écart à court terme.

La situation présente

En 1994 l'effet boule de neige fut stoppé, par la conjugaison d'une réduction de l'écart entre taux de croissance et taux d'intérêt et de la remontée du solde primaire. Ainsi fut amorcée une légère réduction du taux d'endettement, confirmée en 1995.

Toutefois, si le besoin net de financement des administrations publiques fut ainsi ramené, en 1995, à 4,5% du P.I.B., pourcentage voisin de la moyenne européenne, le taux d'endettement des pouvoirs publics belges équivaut toujours à plus de 130% du P.I.B., quand la moyenne européenne est de l'ordre de 70%.

En dehors même de la question de la soumission aux critères de Maastricht, il paraît naturel de s'interroger sur les conséquences éventuelles de cette spécificité.

C'est l'objet de la deuxième partie.

II. Les conséquences d'un taux d'endettement élevé

En soi, considéré isolément, le taux d'endettement public n'est pas un indicateur que l'on peut associer de façon univoque à des performances macro-économiques ou financières précises.

A titre d'exemple, l'on constate, sur la période 1986-92 durant laquelle les taux d'endettement publics ont relativement peu varié dans plusieurs pays d'Europe, que des niveaux d'endettement extrêmement différents en Belgique (environ 130% du P.I.B.), en France (au voisinage de 35%) et aux Pays-Bas (entre 75 et 80%) ont pu coïncider avec un taux de croissance économique annuel moyen pratiquement identique (2,7%), ou encore avec des taux d'inflation dont les légères différences (Belgique 2,3%; France 2,9%; Pays-Bas 1,5%) apparaissent sans rapport avec les positions respectives d'endettement.

L'évolution du taux d'endettement est sans doute plus porteur de sens que son niveau, mais une évolution défavorable est d'autant plus préjudiciable que le niveau de départ est élevé. Dans tous les cas, à long terme, un taux d'endettement élevé peut ne pas être anodin, l'importance des conséquences négatives qui en résultent dépendant d'une multitude de facteurs.

Soutenabilité de la politique budgétaire

Le taux d'endettement public, rapport de la dette publique au produit intérieur (ou national) est un indicateur essentiellement utilisé dans l'évaluation de la soutenabilité de la politique budgétaire.

Or, bien davantage que le niveau du taux d'endettement, c'est son évolution qui détermine son caractère soutenable ou insoutenable.

Schématiquement, on peut lier l'idée de soutenabilité à l'absence d'expansion continue du taux d'endettement.

Cependant, le taux d'endettement est un rapport. Cela doit conduire à relativiser la signification de son évolution. Ainsi, par le passé, la réduction put être favorisée par un contexte inflationniste, qui stimulait une augmentation plus rapide du dénominateur que du numérateur, dans la mesure où le taux implicite des intérêts sur la dette ne s'ajustait qu'avec retard à l'accélération de l'inflation. Une croissance économique forte a également un effet favorable sur le taux d'endettement.

D'une manière générale, la soutenabilité de la politique budgétaire peut être évaluée sur base des critères qui garantissent la stabilité à long terme du taux d'endettement ou, en d'autres mots, l'absence d'expansion explosive de la dette par auto-alimentation de celle-ci par ses intérêts, c'est-à-dire l'absence d'effet boule de neige.

Rappelons (voir 1ère partie) que ces critères sont au nombre de deux:

- 1° si le taux d'intérêt dû, en moyenne sur la dette publique est inférieur ou égal au taux de croissance à prix courants du produit intérieur (ou national) brut, il n'y a aucun risque d'effet boule de neige;
- 2° si la condition ci-dessus n'est pas satisfaite, il n'y aura cependant pas de risque d'effet boule de neige pour autant que le solde des opérations des pouvoirs publics à l'exclusion du paiement de la charge d'intérêt, le solde "primaire", soit suffisamment excédentaire.

Dans ce cas, l'importance de l'excédent primaire exigé pour éviter l'effet boule de neige, et donc une croissance exponentielle du taux d'endettement, est fonction :

- d'une part, de l'écart entre le taux d'intérêt implicite sur la dette publique et le taux de croissance économique;
- d'autre part, du niveau du taux d'endettement.

Le niveau du taux d'endettement participe donc à la définition de l'ampleur de l'effort d'assainissement qu'il faut consentir lorsqu'il faut restaurer la soutenabilité.

Plus il est élevé, plus, toutes autres conditions égales par ailleurs, il faut dégager un excédent primaire important pour échapper au processus explosif d'auto-accumulation.

Mais aussi, plus le taux d'endettement est élevé, plus les conséquences d'une modification des conditions de croissance et de taux d'intérêt seront importantes pour le processus d'assainissement.

L'existence d'un taux d'endettement élevé accroît donc la vulnérabilité face à des modifications du contexte international de croissance ou de taux d'intérêt.

Il est également source de rigidités importantes dans la définition des politiques monétaires et budgétaires.

En effet, d'une part, face à un taux d'endettement élevé les marchés peuvent craindre que les autorités cèdent à la tentation de l'inflation qui érode la valeur réelle de la dette. En tous cas, la portée particulière d'une minimisation des taux d'intérêt en cas d'endettement élevé, peut être, au moins, perçue comme une contrainte à la politique monétaire et rendre plus ardue l'établissement de sa crédibilité, ou nuire à son efficacité.

D'autre part, lorsque les conditions relatives de taux d'intérêt et de croissance sont telles que la soutenabilité de la politique budgétaire n'est plus assurée, la nécessité de dégager continûment un excédent primaire élevé, pour éviter l'effet boule de neige, limite l'usage de la politique budgétaire à des fins contra-cycliques et, en particulier, les possibilités de laisser jouer les "stabilisateurs automatiques".

Les conséquences éventuelles d'un taux d'endettement public élevé pour l'ensemble de l'activité économique sont dès lors susceptibles de passer essentiellement par deux voies :

- les possibilités de pression à la hausse des taux d'intérêt;
- la rigueur de la politique budgétaire.

Taux d'endettement, marchés financiers et taux d'intérêt

L'impact d'un taux d'endettement élevé sur la structure et le fonctionnement des marchés financiers est délicat à cerner, car difficilement isolable d'une part, de celui du déficit budgétaire et d'autre part, d'une multitude d'autres facteurs interdépendants tels que la libéralisation et la modernisation des marchés financiers, l'intégration européenne etc...

Deux risques liés à un endettement public important peuvent cependant être évoqués. Tout d'abord, face à un marché florissant de titres de la dette publique l'espace offert au développement d'un marché des obligations à long terme d'émetteurs privés se trouve restreint et, par voie de conséquence, d'un point de vue technique, les "benchmarks" pour l'évaluation du risque et la liquidité de tels titres font défaut. D'autre part, à une dette publique importante peut être potentiellement associé un risque de volatilité des marchés financiers, particulièrement lorsqu'une part non négligeable des titres de cette dette est détenue par des investisseurs étrangers.

En ce qui concerne plus spécifiquement le lien taux d'intérêt-taux d'endettement, de quelques études empiriques dont on dispose (5), il ne ressort pas une conclusion très claire. On peut néanmoins noter que c'est dans les études les plus récentes que ce lien paraît le moins déterminant, voire le plus négligeable.

5 voir par exemple :

- Etude économique de l'O.C.D.E., 1988-89, Belgique-Luxembourg (page 81)
Selon cette étude, on peut estimer que "à long terme chaque point de pourcentage d'endettement par rapport au P.I.B. majore les taux belges de 0,35 à 0,55 point".
- Fiscal deficit and Public debt in Industrial Countries 1970-1994, Vito Tanzi and D.Fanizza
I.M.F. working paper 95/49.
La majoration n'est plus ici estimée qu'à environ 0,10 point ou encore :
- wat bepaalt het lange termijn - renteververschil met Duitsland, S.Duchateau, I.Rome, Bacob.

A nouveau l'influence de la dynamique de la dette paraît devoir être plus essentielle que son niveau. Autrement dit, une dette élevée risque d'être davantage pénalisante si elle est associée à un déficit important.

Tant que les conditions sont telles qu'il y a peu de chance que l'Etat soit conduit à remettre ses engagements en question, il est, a priori, considéré comme un emprunteur à risque faible, sinon nul. Ceci implique l'absence d'expansion explosive de la dette.

Dans le cas de la Belgique, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire, sur la voie de la maîtrise de l'effet boule de neige, font que la qualité de débiteur de l'Etat tend à être moins dépendante du niveau de la dette.

Il subsiste cependant un risque potentiel.

On pourrait ajouter que l'on peut raisonnablement estimer que l'impact de la dynamique de la dette sur les taux d'intérêt dépend du contexte économique et politico-économique d'ensemble dans lequel elle se manifeste.

Ainsi, dans la deuxième moitié des années '70, et jusqu'en 1982, la concomitance de la croissance du taux d'endettement et de l'absence de réponse politique adéquate à la détérioration du compte courant, par exemple, coïncide avec l'élargissement tendanciel de l'écart entre taux d'intérêt nominaux en Belgique et en Allemagne. Mais par la suite la poursuite de la hausse des taux d'endettement, puis sa stabilisation approximative à un niveau très élevé, n'empêche pas la réduction progressive à partir de 1984, du différentiel de taux d'intérêt.

Dans une petite économie ouverte sur les marchés internationaux des capitaux, le niveau des taux d'intérêt est fondamentalement déterminé par l'environnement et, particulièrement, dans le cadre du SME et de l'objectif de stabilité des changes, par les taux d'intérêt dans la monnaie de référence.

Une prime s'y ajoute cependant, éventuellement qui, outre le différentiel d'inflation, est fonction des risques inflationnistes ou de change et/ou de défaillance de l'emprunteur.

Les taux d'intérêt à court terme, dont le maniement constitue l'instrument le plus immédiat susceptible de rendre les mouvements de capitaux compatibles avec la stabilité des changes, sont particulièrement sensibles aux anticipations inflationnistes et au risque de change.

Par voie de conséquence, dans les années '70 et jusque 1982, ils ont pu se ressentir, de façon non négligeable, de la dégradation de la situation budgétaire, dans la mesure où celle-ci participait au déséquilibre macro-économique d'ensemble, et donc à la formation d'anticipations défavorables au franc belge.

Par la suite, associés aux progrès dans l'assainissement budgétaire, les engagements pris et aménagements institutionnels opérés dans le cadre de la marche vers l'U.E.M. ont naturellement réduit la probabilité de dérapage inflationniste ou de change et, dès lors, les primes de risque qui y sont associées. L'écart entre taux belge et allemand à court terme est désormais des plus ténus (voir tableau 2), sans considération des niveaux d'endettement relatifs.

Dans le cas des taux à long terme, l'influence extérieure est, sans doute, davantage encore prédominante. Mais des risques, réels ou supposés, de monétisation ou de conversion de la dette peuvent avoir une incidence sur le comportement des taux. Ceci a pu jouer un rôle plus déterminant qu'aujourd'hui dans le passé récent, dans une étape moins avancée du processus d'assainissement, lorsque la maîtrise de l'expansion du taux d'endettement pouvait paraître mal assurée.

Dans un contexte de méfiance relative, un large encours de la dette peut également conduire à l'octroi d'une prime sur les taux des obligations d'Etat pour inciter le secteur privé, dans le cadre de la composition de son portefeuille d'actifs financiers, à détenir pour une large part des titres de la dette, et à participer régulièrement à son renouvellement. Cela pourrait se justifier d'autant plus dans un pays où la substitution entre actifs financiers domestiques et internationaux est aisée. Mais, à nouveau, surtout tant que (ou lorsque) la maîtrise du taux d'endettement peut être mise en doute.

Le modeste écart subsistant entre taux à long terme belges et allemands peut avoir d'autres origines encore, comme par exemple une prime de liquidité, compensant l'étroitesse relative du marché des titres en francs belges de la dette publique.

Dans la pratique en tous cas, le financement intérieur de l'endettement public fut aisé, en Belgique, depuis le milieu des années '80, favorisé par une épargne abondante.

Taux d'endettement et épargne privée

L'abondance de l'épargne privée est parfois mise en rapport avec l'importance de l'endettement public, sous l'égide du théorème de l'équivalence de Ricardo, ou équivalence ricardienne.

Selon cette théorie les agents économiques rationnels ne considéreraient pas les titres de la dette publique comme un élément de patrimoine identique aux autres, conscients qu'ils seraient des obligations fiscales futures associés à tout nouvel emprunt d'Etat. En conséquence, ils ajusteraient leur épargne de sorte qu'à une désépargne plus importante du secteur public corresponde, exactement, un accroissement de l'épargne privée.

La démonstration empirique de ce théorème pose problème. Il apparaît cependant que dans les pays où le taux d'endettement est très élevé (Belgique, Italie) il pourrait avoir partiellement joué. On peut toutefois se demander si, à nouveau, il ne joue pas surtout (ou seulement) quand la soutenabilité du taux d'endettement est en question (6).

Le fait est que la Belgique se situe parmi les pays où l'épargne privée est élevée, comme le Japon ou l'Italie, pays au taux d'endettement public relativement élevé. Mais toute une série de facteurs peut être à l'origine d'une épargne importante; les déterminants de l'épargne des ménages sont multiples.

La source de l'épargne est le revenu. Les revenus passés, présents et attendus en sont les principaux déterminants.

Des analyses empiriques ont établi le lien existant entre le taux d'épargne des ménages d'une part et, d'autre part, les taux de croissance des revenus réels et des prix (7). Dans le cas belge, sur longue période, depuis les années '60 et jusqu'au début des années 90, un lien évident peut être observé, au niveau macro-économique, entre le taux d'épargne des ménages et la croissance de leur revenu nominal disponible (voir graphique 6). La chute du taux d'épargne entre 1975 et 1985 est cependant moins accusée que l'inflexion dans la croissance des revenus, ce qui pourrait, en partie, être la manifestation de l'application du principe d'équivalence. Mais la répartition des revenus est par ailleurs importante: le taux d'épargne augmente avec le niveau des revenus et varie selon le type de revenus -les revenus de la propriété sont davantage épargnés, quelle qu'en soit la raison- mais aussi avec l'âge du bénéficiaire des revenus.

D'un point de vue micro-économique, l'on peut épargner en fonction de la baisse anticipée de ses revenus, avec l'âge, par exemple. Mais, a priori, dans un pays comme la Belgique, où la Sécurité sociale couvre de manière assez convenable un éventail assez large de revenus, la perception de la nécessité de la constitution d'une épargne complémentaire pour la vieillesse s'impose peut être de façon moins évidente que dans d'autres pays, où la couverture est plus lacunaire ou forfaitaire, du moins tant que la confiance dans la pérennité du régime public de retraite n'est pas ébranlée, ce qui peut être le cas si l'évolution de la dette devient explosive.

On peut également anticiper, par précaution, une réduction de revenu liée, par exemple, à une perte possible d'emploi, d'autant plus probable que le chômage est élevé et croissant. Cela peut intervenir dans l'explication de l'évolution pour un temps divergente du taux d'épargne et de la croissance des revenus, au début des années 1990.

A côté de cela on pourrait encore citer bien d'autres éléments explicatifs, plus ou moins décisifs, du comportement d'épargne. On relèvera :

6 Etudes économiques de l'O.C.D.E., Belgique-Luxembourg, 1987/88, page 54 et annexe 2.

7 Ceux-ci interviennent à deux niveaux : l'effet de la variation du revenu disponible nominal, mais aussi l'impact sur l'épargne lié à la volonté de préserver ses actifs financiers d'une éventuelle érosion par l'inflation.

A côté de cela on pourrait encore citer bien d'autres éléments explicatifs, plus ou moins décisifs, du comportement d'épargne. On relèvera :

- l'acquisition de biens durables, et en particulier de logement, facteur en repli, sans doute, compte tenu de l'évolution démographique, et donc de la réduction du nombre de jeunes couples;
- la valeur du patrimoine, compte tenu de l'inflation, des plus- ou moins-values ...

On le voit, les influences sont multiples, les conclusions difficiles à tirer. Une éventuelle compensation entre épargne privée et désépargne publique est d'autant plus difficile à mettre simplement en évidence que la croissance du revenu disponible, déterminant majeur de l'épargne privée, n'est pas sans lien avec l'évolution de la situation budgétaire.

Néanmoins, un faisceau de présomptions (mise en évidence économétrique, ou plus analytiquement, crainte pour l'avenir liée à une évolution explosive de la dette, voire à un taux d'endettement élevé...) fait pencher en faveur d'une certaine intervention du principe d'équivalence.

En tout état de cause, un mécanisme de ce type n'a pas pu permettre une compensation intégrale de la désépargne publique par l'épargne privée. Il s'ensuit que les besoins de financement des pouvoirs publics ont, et surtout ont pu avoir, une influence, plus ou moins notable selon les périodes, sur l'évolution des taux d'intérêt en Belgique, en conséquence de la confrontation de l'offre et de la demande d'épargne.

Si l'on ajoute à cela l'influence de la prime de risque, mise en évidence au paragraphe précédent, nous pouvons conclure sur ce point que, globalement, un taux d'endettement public élevé peut être associé à une certaine élévation du niveau des taux d'intérêt. Mais elle ne paraît devoir être significative que dans la mesure où la maîtrise de ce taux d'endettement peut être mise en doute.

Risques d'éviction de la dépense privée

La hausse des taux d'intérêt induite par un endettement élevé pourrait exercer (ou avoir exercé) un certain effet d'éviction sur les dépenses privées. Mais l'effet direct en ce sens des taux d'intérêt ne doit pas être surestimée.

Ils pourraient le plus évidemment jouer sur les investissements en logements, ou des entreprises. Cependant, l'impact des taux d'intérêt sur la décision d'investir des entrepreneurs doit être relativisée (8).

8 Voir par exemple : P. VAN ROMPUY, *Sparen, Investeren en de Overheidsfinanciën in België*, Leuvense economische Standpunten, 1995/81, december 1995.

Les déterminants principaux de l'investissement productif sont les réalisations et, peut-être surtout, les perspectives de profit et de demande. L'incidence d'un haut taux d'endettement public sur l'investissement des entreprises pourrait, dès lors, moins passer par le biais d'un impact sur les taux d'intérêt, que par l'intermédiaire des retombées de l'assainissement budgétaire sur la fiscalité et certaines dépenses publiques (voir ci-dessous).

Plus nettement encore, dans le cas de la consommation des ménages, la variable déterminante est l'évolution du revenu disponible, et ce sont donc les conséquences et voies de l'assainissement budgétaire qui sont décisives à ce propos.

L'assainissement budgétaire, qui s'impose pour éviter un effet boule de neige de la dette publique, conduit en général à agir tant sur les recettes que sur les dépenses des pouvoirs publics. Le dosage dans l'usage de ces deux instruments n'est pas neutre, les retombées de l'assainissement sur les principaux paramètres de l'activité économique et l'ampleur même des résultats de cet assainissement pourraient en être notablement modifiées (9).

En particulier, selon le stade d'avancement et les modalités de l'assainissement, des attentes peuvent se développer qui influencent le comportement des ménages.

Selon certains auteurs (10), dans les pays où le taux d'endettement public est particulièrement élevé, un accroissement du déficit public n'aurait plus aucun effet positif sur la demande, mais au contraire, les consommateurs, considérant que l'indispensable ajustement ne peut qu'être imminent, anticipent des mesures qui auront un effet restrictif sur leur revenu disponible futur et adaptent leurs dépenses présentes en conséquence. Dans de telles conditions, même une baisse de la pression fiscale n'aurait guère d'effets positifs, dans la mesure où elle serait perçue comme transitoire. A contrario, selon les mêmes analystes, dans les mêmes conditions d'endettement extrêmes, une réduction de dépenses, plus spécialement de la consommation publique mais aussi, sans doute dans une moindre mesure, des transferts, aurait certes un impact immédiat restrictif, mais celui-ci pourrait être rapidement plus que contre balancé par une amélioration des attentes des ménages, qui prévoiraient une diminution permanente des prélèvements obligatoires. Ce résultat serait obtenu pour autant que l'effort d'assainissement initial soit d'une ampleur décisive et perçu comme étant soutenu par une volonté persistante.

9 Voir par exemple Alberto Alesina et Roberto Perotti, Fiscal expansions and adjustments in O.E.C.D. countries, Economic policy, octobre 1995.

10 (a) - Francesco Giavazzi et Marco Pagano, Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries, ...
 (b) - Francesco Giavazzi et Marco Pagano, Non keynesian effects of fiscal policy changes : international evidence and the swedish experience, NBER, Working Paper, 5332, November 1995.
 (c) - Alan Sutherland, Fiscal crises and aggregate demand : can high public debt reverse the effects of fiscal policy, CEPR discussion paper, n°1246, September 1995.

Dans le même ordre d'idées, la présentation de programmes budgétaires pluriannuels pourrait avoir, en réduisant les incertitudes, un effet positif sur les attentes des ménages.

La vision positive des conséquences économiques du redressement de la situation budgétaire se veut légitimée par l'expérience vécue dans divers pays européens (Suède, Danemark, Irlande) au cours des années 80. Ces expériences furent cependant fortement marquées par des conditions macro-économiques très spécifiques (dévaluation précédant l'assainissement, forte demande extérieure, etc...).

Dans le cas de la Belgique, la compression de la consommation publique fut extrêmement forte entre 1982 et 1990, étant ramenée de 18,5% à 14,5% du P.I.B., soit un des pourcentages les plus bas de l'O.C.D.E. (11). L'absence d'impact positif sur la consommation privée (voir par exemple 10 b) au cours de cette période, durant laquelle l'encadrement des revenus salariaux fut longtemps assez étroit et le taux d'endettement poursuivit sa croissance, ne permet pas de conclure à l'impossibilité d'un effet positif dans un autre contexte.

Eviction des dépenses publiques primaires par la charge d'intérêt

La réduction drastique du poids de la consommation publique au cours des années '80, rappelée ci-dessus, est une illustration de l'effet d'éviction qu'exerce le poids des charges d'intérêt à l'intérieur de l'ensemble des dépenses publiques dans le cadre d'un processus de maîtrise de l'effet boule de neige.

La charge incompressible de la dette réduit les possibilités d'autres dépenses qui pourraient être davantage productives, du point de vue de la croissance économique ou du développement du potentiel de production, ou qui contribuent, de façon importante, au revenu des ménages et à leur sentiment de sécurité et de confiance dans l'avenir.

Ainsi en Belgique, les dépenses primaires des administrations publiques sont passées de 55 à 45 % environ du P.I.B. entre 1981 et le début des années 90.

Au sein de ces dépenses, durant cette période, les investissements publics ont été réduits de 2% du P.I.B. et se situent désormais nettement sous le niveau des pays voisins. Or, selon l'O.C.D.E. (12) la Belgique est un pays où le lien investissement d'infrastructure-évolution de la productivité totale des facteurs paraît assez robuste.

11 Parmi les pays développés seuls la Suisse et le Japon affichaient, en 1990, un moindre pourcentage.

12 Infrastructure et productivité du secteur privé R.Ford et P.Poret, Revue économique de l'O.C.D.E., n°17, automne 1991.

La compression de la consommation publique, précédemment évoquée peut correspondre à certaines rationalisations bienvenues, mais elle peut aussi induire une restriction contrainte de l'offre de formation, des jeunes et continuée. De même, le financement public de la Recherche-développement représentait à la fin des années '80 moins de 0,5% du P.I.B., soit moins de la moitié du pourcentage du produit intérieur consacré à ces dépenses en Allemagne ou aux Pays-Bas, et ce taux tendait plutôt à se réduire (13).

La limitation des dépenses publiques d'infrastructure (neuve ou de maintenance), de formation et de recherche pourrait avoir des retombées sur le dynamisme de l'investissement privé et donc le potentiel de production. Ainsi sont induits des effets de long terme, liés à l'existence d'un taux d'endettement élevé et à l'infléchissement de son évolution, effets probables bien que difficiles à évaluer.

L'effet d'éviction peut également porter sur les dépenses de transfert, source de revenus importante pour les ménages : les transferts payés par les administrations publiques sont passés, de 1981 au début des années '90, de 33 à 28 ou 29% du P.I.B.

Certes, les intérêts versés par les pouvoirs publics constituent également une source de revenus et, puisque la dette publique belge est détenue pour la majeure partie par des résidents, une source de revenus, directe ou indirecte, via les intermédiaires financiers, pour les entreprises et les ménages nationaux. Il s'ensuit cependant une redistribution au sein des contribuables au profit des détenteurs de titres de la dette publique. Cela peut induire des conséquences, difficiles à quantifier précisément, pour la répartition des revenus par niveau de ressources et entre générations. Cette redistribution de revenus pourrait, à la longue, devenir source de frustration, de tensions entre détenteurs et non détenteurs de la dette, particulièrement si les revenus provenant d'intérêt progressent davantage que les revenus du travail. Enfin, il faut encore noter que la propension à dépenser cette forme de revenus pourrait être plus faible que pour d'autres.

Inflexion d'un taux d'endettement élevé et prélèvements obligatoires

L'assainissement budgétaire, l'obtention et la préservation d'un excédent primaire important imposent également l'accroissement et/ou le maintien des prélèvements obligatoires à un niveau relativement élevé, du moins pendant un certain temps.

13 Voir par exemple, Avis du Conseil supérieur des Finances sur la structure des recettes et des dépenses des pouvoirs publics dans le cadre de l'Union économique et monétaire, 1992.

De fait, la pression fiscale et parafiscale crût en Belgique jusqu'en 1985, où elle atteignit un maximum de 47,8% du P.I.B. Elle connut un léger repli ensuite, jusqu'à la fin des années '80, avant de se redresser à nouveau, mais resta, durant toute cette période, une des plus élevées de l'O.C.D.E., avec celle des Pays-Bas et des pays scandinaves (Tableau 3).

Si l'on considère le taux d'imposition global du travail salarié, défini comme le rapport au coût salarial de l'écart entre le coût salarial et le salaire net, qui tient compte, donc, des prélèvements fiscaux et parafiscaux, l'on constate que, au début des années '90, c'est en Belgique, à égalité avec l'Italie, qu'il est le plus élevé au niveau du salaire moyen des ouvriers de l'industrie manufacturière, parmi 22 pays de l'O.C.D.E. (14).

Le taux d'imposition implicite (15) du travail salarié en Belgique a légèrement augmenté jusqu'au milieu des années '80, avant de se stabiliser approximativement. Par contre, durant toutes les années '80 et au début des années '90, le taux d'imposition implicite du capital fut orienté à la baisse (voir graphique 7).

Au début des années '90, le coin fiscal sur le revenu des investissements était, en Belgique, parmi les plus bas de l'O.C.D.E., et le plus discriminant selon les sources de financement.

Un coin fiscal élevé sur le travail salarié, joint à un coin fiscal réduit sur le capital investi constitue indéniablement une configuration défavorable à l'emploi, par l'effet divergent exercé sur le coût relatif de ces deux facteurs de production (16) (17).

Par ailleurs, l'existence de prélèvements importants sur le revenu disponible des agents économiques, ou la perspective de leur relèvement, influencent défavorablement leurs comportements de consommation et, de là, la croissance et donc l'emploi.

-
- 14 Ch. Valenduc, Imposition du travail, du capital et de la consommation en Belgique et en Europe, évaluation et perspectives, à paraître dans le Bulletin de Documentation du Ministère belge des Finances.
- 15 Le taux d'imposition implicite d'un type donné de revenus est le rapport des impôts et cotisations sociales prélevés sur ces revenus à un agrégat macro-économique représentatif de la base imposable.
- 16 Voir, par exemple, sur ce thème: Conseil supérieur des Finances, Avis relatif aux interventions des pouvoirs publics sur le marché du travail (aspects financier et fiscal), 29 juin 1994.
- 17 Par coin fiscal on entend, dans le cas du facteur travail, l'écart entre le coût salarial et le salaire net, c'est-à-dire le numérateur du taux d'imposition global. Dans le cas du capital, il s'agit de l'écart entre rendements brut et net.

Taux d'endettement élevé et performance économique globale

Nous avons vu au début de la présente partie que, malgré les inconvénients structurels associés à un taux d'endettement public élevé dans une économie donnée, d'autres caractéristiques peuvent permettre à cette économie d'enregistrer des performances économiques qui, globalement, ne soient pas, ou guère, en retrait par rapport à celles d'autres pays. Mais dans ce qui précède nous avons également montré qu'un taux anormalement élevé crée une incontestable vulnérabilité.

La soutenabilité de la politique budgétaire d'un pays lourdement endetté peut être rapidement mise en question, ce qui favorise le développement d'attentes défavorables des agents économiques et des marchés financiers, pèse sur la propension à consommer et renchérit le coût de l'argent.

L'inflexion de l'expansion du taux d'endettement demande, toutes choses égales par ailleurs, des efforts d'assainissement d'autant plus vigoureux que ce taux est élevé, et donc une compression d'autant plus forte des dépenses primaires, qui sont sources de revenus et peuvent stimuler l'investissement privé, et/ou le maintien de prélèvements obligatoires élevés, ce qui réduit le revenu disponible et alourdit le coût du travail.

L'existence d'un taux d'endettement très élevé est donc un facteur susceptible, dans certaines conditions et particulièrement tant que la soutenabilité de la politique budgétaire risque d'être mise en doute, de peser sur la croissance économique et de handicaper, dans une mesure difficile à estimer, le potentiel de croissance future, et donc de réduire les possibilités d'emploi.

On voit donc que, si en soi il n'est pas de lien évident entre taux d'endettement et emploi, un endettement excessif peut avoir des retombées défavorables sur l'emploi, via l'impact sur la croissance, effective ou potentielle, et compte tenu de ce que la configuration fiscale à laquelle on se trouve de facto confronté à l'issue de plus d'une décennie d'assainissement des finances publiques constitue bel et bien un handicap au développement de l'emploi, particulièrement des moins qualifiés.

Ce sont là des causes suffisantes pour souhaiter la réduction du taux d'endettement, en dehors de toute soumission aux critères qui régissent l'accès à l'Union économique et monétaire. A cela vient encore s'ajouter le souci de créer, au moins, les marges de manoeuvre nécessaires pour répondre à des nécessités prévisibles.

Les voies et conséquences attendues de la réduction du taux d'endettement font l'objet de la troisième partie.

III. La réduction progressive du taux d'endettement public et ses conséquences

Nous l'avons vu, l'existence d'un taux d'endettement très élevé est un facteur susceptible de peser sur la croissance et l'emploi, particulièrement dans la mesure où la soutenabilité de la politique budgétaire peut être mise en question.

A partir du niveau d'endettement actuel des pouvoirs publics belges, il s'impose donc de poursuivre une réduction continue et progressive du taux d'endettement, conduisant à l'établissement de conditions d'endettement assurant à la fois une situation soutenable à long terme des finances publiques, en cohérence avec l'orientation définie dans les critères d'accession à l'Union économique et monétaire et la crédibilité de la politique budgétaire.

Portée du processus de désendettement graduel

La volonté de satisfaire aux conditions d'accession à l'Union économique et monétaire, relatives à la situation des finances publiques, constitue un stimulant au processus de désendettement, qui s'impose en tout état de cause.

Le déficit des administrations publiques belges devrait être réduit à 3% du P.I.B. en 1996, conformément au plan de convergence en vue de satisfaire au critère de déficit contenu dans le Traité de Maastricht. Ce déficit devrait être associé à un excédent primaire qui, dans les conditions courantes de croissance et de taux d'intérêt implicite dû sur la dette, permettra la poursuite cette année de la réduction progressive du taux d'endettement. Celle-ci devra ensuite être prolongée, vers la valeur de référence de 60%, à un rythme satisfaisant.

Ainsi sera confortée la confiance des marchés financiers, synonyme de compression de la prime de risque sur les taux d'intérêt, tandis que des effets positifs sur les attentes des ménages et des entreprises peuvent également être attendus (nous y reviendrons).

Au delà de l'exigence formelle liée aux critères de Maastricht, le processus de désendettement graduel doit également permettre d'abriter la soutenabilité de la politique budgétaire des perturbations conjoncturelles ou financières éventuelles.

A court terme, le meilleur moyen de se prémunir des conséquences d'une évolution, éventuelle, des taux d'intérêt et/ou de croissance vers une configuration moins favorable au processus de désendettement est d'avoir un surplus primaire suffisamment élevé.

Comme nous l'avons vu, dans le cadre de l'analyse de l'effet boule de neige, la vulnérabilité de la soutenabilité aux chocs extérieurs, conjoncturels et/ou financiers, est d'autant plus forte que le taux d'endettement est élevé. Pour ramener, le plus tôt possible, la probabilité d'un enchaînement explosif "accidentel" à un niveau raisonnablement bas il est donc souhaitable de réduire sensiblement le taux d'endettement de façon assez rapide.

Pour que la soutenabilité soit réellement jugée durable, il convient aussi qu'elle intègre les conséquences des évolutions prévisibles de long terme, à savoir **l'impact sur les finances publiques des tendances lourdes de la démographie.**

L'augmentation de l'espérance de vie et l'arrivée au moment de la retraite des classes d'âge nombreuses du "baby-boom" font en effet que, toutes choses égales par ailleurs, les dépenses de santé et de pension devraient connaître une augmentation sensible, surtout entre 2010 et 2030. Certes, dans le même temps des dépenses liées à la jeunesse (naissances, allocations familiales) devraient diminuer et le total des allocations de chômage se ressentira probablement du resserrement de l'offre de main-d'oeuvre. Mais les diminutions ainsi induites ne suffiraient pas pour couvrir l'impact sur les dépenses de santé et de pensions et, globalement, le vieillissement de la population devrait donc conduire à un accroissement des dépenses sociales.

Face à cette perspective diverses options sont possibles, qui interfèrent, à des degrés divers, avec le processus de réduction graduelle du taux d'endettement.

Tout d'abord, l'ampleur de l'accroissement de dépenses consécutif au choc démographique dépendra des options politiques prises en matière de pensions (conditions d'accès, calcul et adaptation des niveaux, ...) et, plus largement de couverture sociale.

D'autre part, différents modes de couverture du surcroît de dépenses inhérent au vieillissement de la population peuvent, théoriquement, être envisagés: premièrement, l'utilisation d'un espace de dépenses libéré en conséquence de la réduction du taux d'endettement et donc de la charge d'intérêt; deuxièmement, la compression d'autres dépenses primaires; troisièmement, l'augmentation des impôts, sachant dans ce dernier cas que notre position compétitive et le niveau relativement élevé de notre charge fiscale et parafiscale ne permet pas de financement complémentaire qui pèserait sur le coût du facteur travail.

Sous certaines conditions le processus de désendettement peut intégrer des éléments de réponse au problème de l'absorption du choc démographique (18).

18 On pourra consulter à ce propos : Bernard Delbecq et Henri Bogaert, L'incidence de la dette publique et du vieillissement démographique sur la conduite de la politique budgétaire: une étude théorique appliquée au cas de la Belgique, Bureau du Plan, Planning Paper n°70, novembre 1994.

Dans le cadre de ce processus, des marges de manoeuvre apparaissent en effet lorsque, simultanément, le surplus primaire ne doit plus être augmenté, pour se maintenir sur la trajectoire de désendettement choisie et que la réduction des charges d'intérêt est au moins égale à celle du déficit de l'ensemble des pouvoirs publics.

De telles marges de manoeuvre pourront alors être utilisées pour couvrir les conséquences du vieillissement de la population, mais aussi pour satisfaire d'autres objectifs.

Les conditions d'apparition de ces marges de manoeuvre et l'usage qui en sera fait relèvent de la programmation du processus de désendettement. Elle nécessite ou nécessitera une série d'arbitrages délicats, tenant compte, par exemple:

- des priorités en matière d'interventions publiques.
Face au problème de l'emploi on peut souhaiter privilégier certains domaines d'interventions publiques, tels que la réduction du coût du travail, l'augmentation de l'investissement public, le financement de la recherche et de la formation.

On peut, toutes choses égales par ailleurs, tenter de répondre à ces besoins au moyen d'une restructuration interne des recettes et des dépenses de l'Etat. On peut aussi estimer qu'ils sont ou seront suffisamment pressants pour nécessiter une intervention supplémentaire, et les privilégier dans la répartition des marges de manoeuvre libérées dans le cadre du processus de désendettement. Cela peut impliquer la prise de mesures structurelles touchant à l'évolution d'autres dépenses primaires, telles que celles concernées au premier chef par le vieillissement de la population.

- des choix quant à la répartition des efforts et de leurs fruits .
On pourrait en effet imaginer diverses options en ce qui concerne la répartition entre les générations de l'effort de désendettement et des conséquences du choc démographique.

Tout est question d'équilibre, de choix, de hiérarchisation des priorités, d'arbitrage temporel, de répartition du fardeau de l'assainissement entre générations, sachant qu'à une marge de manoeuvre utilisée aujourd'hui pour une fin répondra a priori, des efforts supplémentaires demain pour que puissent être satisfaits d'autres besoins.

Il est clair qu'une politique qui vise la promotion de la croissance et de l'emploi est de surcroît favorable à la résolution du problème des dépenses sociales. De même, la poursuite d'une politique budgétaire soutenable, intégrant une programmation raisonnable des dépenses sociales, est favorable à la restauration de la confiance et donc de nature à promouvoir l'investissement, la croissance et l'emploi.

La trajectoire de désendettement graduel

Tel est l'ensemble de contraintes et d'exigences qui préside au choix d'une trajectoire de désendettement.

Les arbitrages fondamentaux en la matière relèvent du Gouvernement, aidé dans ses choix par le cadre général tracé par les avis de la Section "Besoins de financement des Pouvoirs publics" du Conseil supérieur des Finances (C.S.F.).

Ainsi fut définie et adoptée par le Gouvernement, sur base de l'Avis de mai 1995 du C.S.F. (19), une trajectoire qui permet à la politique budgétaire d'être assez rapidement mise à l'abri des conséquences de chocs extérieurs éventuels, tandis que la convergence vers un taux d'endettement public de 60% du P.I.B., référence du critère de Maastricht, serait assurée dans un délai raisonnable (en 20-25 ans). Enfin, la réduction induite du poids de la charge d'intérêt serait telle qu'elle crée l'espace voulu pour assumer les incidences budgétaires du choc démographique.

Les orientations ainsi tracées et la trajectoire amorcée se doivent d'être prolongées dans un souci de continuité, tandis que les paramètres (déficit, solde primaire) assurant leur réalisation, définis sur base d'hypothèses macro-économiques raisonnables à un moment donné, sont et devront être révisés au fil du temps, en fonction de l'évolution du contexte économique et budgétaire.

Tout cela procède de la poursuite d'une politique budgétaire crédible, dans sa mise en oeuvre et dans ses objectifs -tant immédiats qu'à moyen et long terme.

Une fois définies les conditions d'une trajectoire adéquate, les retombées positives de la réduction graduelle du taux d'endettement devraient être d'autant plus nettes que la mise en application des objectifs fixés est claire et décidée.

Les effets positifs attendus correspondent globalement à la disparition des conséquences négatives d'un taux d'endettement élevé, évoquées dans la deuxième partie du présent Avis. Cependant, les évolutions ne seront pas strictement symétriques. Par exemple, parce que la réduction de la charge d'intérêt sur la dette publique ne pourra être que relativement lente, dans un premier temps, ou encore parce que l'impact attendu sur les taux d'intérêt fut largement anticipé, à mesure du renforcement de la crédibilité des politiques monétaire et budgétaire de la Belgique.

19 Rapport annuel de la Section "Besoins de financement des pouvoirs publics" du Conseil supérieur des Finances, mai 1995.

Conséquences économiques et financières de la réduction graduelle du taux d'endettement

Si la précarité de la soutenabilité de la politique budgétaire est le premier inconvénient d'un taux d'endettement très élevé, la durabilité de cette soutenabilité et les conséquences qui résultent de la crédibilité associée à la poursuite d'un programme convaincant de réduction raisonnablement graduel et continu de l'endettement relatif constituent les premiers acquis de cette réduction.

Tout d'abord, la **vulnérabilité** de la situation budgétaire, et de là de l'économie dans son ensemble, à des modifications brutales dans le contexte international de croissance et/ou de taux d'intérêt sera progressivement réduite.

En ce qui concerne les **taux d'intérêt**, les facteurs déterminants dans la fixation de leur niveau sont et resteront l'environnement international et l'appréciation des performances de l'économie belge.

Nous l'avons vu, les progrès dans l'assainissement des finances publiques, qui ont permis de réduire la vulnérabilité de la situation budgétaire, ont contribué à crédibiliser la politique de stabilité des changes. La réduction de l'écart entre taux d'intérêt belges et allemands correspond, dans une certaine mesure, à l'anticipation par les marchés financiers de la poursuite de l'assainissement budgétaire, et d'une réduction du taux d'endettement à un rythme raisonnable. Il s'ensuit que l'abandon des orientations qui ont été tracées aurait des conséquences extrêmement dommageables sur le niveau des taux d'intérêt. Par contre, si les anticipations sont confortées, les effets positifs complémentaires ne pourraient plus être que modestes.

Dans le cas des taux à **court terme** l'écart entre taux belge et allemand est devenu, nous l'avons vu, pratiquement nul. Le processus de désendettement et l'entrée dans l'Union économique et monétaire, conforteront cette situation, sans que de nouveaux gains puissent être espérés.

Dans le cas des taux à **long terme**, il subsiste un écart un peu plus appréciable entre taux belge et allemand. La poursuite de l'assainissement budgétaire va, en tout état de cause, réduire les besoins en capitaux du Trésor et donc alléger la pression de la demande sur le coût de l'argent. L'entrée dans l'Union économique et monétaire permettrait d'autre part, avec l'introduction de l'Euro, d'élargir le marché des actifs financiers émis par la Belgique et donc de réduire une éventuelle prime de liquidité; de plus l'absence de tout risque de perte de change entraînerait la disparition de la prime qui y est associée. Enfin, pour ce qui concerne plus spécifiquement les emprunts du secteur public, la prime compensant l'éventualité du risque que les pouvoirs publics n'assument pas la totalité de leurs engagements s'éteindra progressivement, à mesure de la baisse du taux d'endettement. En conséquence, globalement, l'écart entre taux de long terme sur les émissions belges et allemandes devrait se réduire, les mouvements et écarts en cause étant cependant d'ampleur limitée.

L'influence de cette réduction sur la marge par rapport au D.M. incluse dans le **taux d'intérêt implicite dû sur la dette** publique devrait cependant être pratiquement nulle. En effet, dans le même temps, la structure de la dette publique belge devrait se rapprocher de celle des pays voisins, et donc la part de la dette à court terme dans la dette totale, aujourd'hui de l'ordre de 20%, se réduire peu à peu: ainsi, à une dette ne supportant pas de différentiel se substituerait une dette en supportant un, fut-il faible et décroissant.

La réduction mineure des taux d'intérêt à long terme ne devrait guère avoir d'impact sur les **investissements**, en logements ou des entreprises.

Ces derniers pourraient être plus notablement influencés d'une part, par le redémarrage, à terme plus ou moins éloigné, de certaines dépenses publiques, telles que les investissements d'infrastructure, si des marges de manoeuvre budgétaires sont utilisées à cet effet, et, d'autre part, par un éventuel impact positif du processus de désendettement sur la consommation des ménages.

En effet, si dans un premier temps une politique d'assainissement a inéluctablement un impact mécanique restrictif sur les revenus des ménages et donc, plus que probablement, sur leur consommation, on ne peut exclure, plus particulièrement dans certaines conditions, que, lorsque s'affirme une phase de réduction crédible et durable du taux d'endettement public, la politique d'ajustement puisse avoir des effets positifs sur la **demande des particuliers**, à plus ou moins bref délai, sans préjudice des effets d'autres facteurs sur cette demande.

Ces effets positifs pourraient avoir diverses sources. D'une part, à moyen terme, si l'usage de la marge de manoeuvre associée à la diminution de la charge d'intérêt due sur la dette publique favorise une redistribution des revenus moins favorables à ceux de la propriété, cela pourrait réduire la part des revenus qui est épargnée. Mais il ne peut s'agir là que d'une évolution très progressive et, au départ du moins, d'impact marginal. D'autre part, de façon plus immédiate, on peut légitimement penser que le rétablissement d'une soutenabilité crédible de la politique budgétaire conduise les ménages à abandonner une partie de l'épargne qu'ils constituaient par méfiance envers la pérennité du régime public de retraite, par exemple, ou en prévision de mesures restrictives prochaines, pouvant affecter leurs revenus. Nous avons vu que, sur base de l'expérience de certains pays européens, on ne peut écarter la possibilité qu'une politique d'assainissement crédible, reposant largement sur la compression des dépenses, améliore la confiance des ménages de telle façon que l'effet dépressif de l'assainissement soit rapidement compensé, en partie, par l'impact d'attentes favorables, en particulier quant à l'évolution de la fiscalité.

Néanmoins, on ne peut pas perdre de vue que, compte tenu des conditions qu'impose la réduction du taux d'endettement à un rythme satisfaisant, il n'existera pas, avant plusieurs années, de marge de manoeuvre disponible pour, entre autres, un allègement significatif des **prélèvements obligatoires**. Cependant, le passage à une évolution qui ne paraît plus devoir imposer, dans un horizon temporel prévisible, d'augmentation de la fiscalité peut déjà être jugé positif par les agents économiques.

Par ailleurs, si le niveau global des prélèvements obligatoires, en pourcents du P.I.B. devait rester grosso modo stable, jusqu'au début du 21^e siècle, des restructurations internes sont possibles et souhaitables, afin de glisser vers une structure fiscale plus favorable à l'emploi, la compétitivité et la croissance durable.

Il en est approximativement de même du côté des **dépenses**. Tant que l'excédent primaire n'a pas atteint un plafond et que la réduction du déficit global n'est pas équilibré par celle de la charge d'intérêt, les dépenses primaires seront étroitement endiguées, leur croissance se situant, sans doute, en deçà de celle qui correspondrait à la seule absence d'impulsion discrétionnaire dans la politique budgétaire. Jusqu'à ce moment, même si certains glissements internes à la structure des dépenses sont concevables, l'effet d'éviction par la charge d'intérêt de dépenses publiques pouvant constituer un adjuvant à la croissance, à court ou moyen terme, ne pourra pas être symétriquement inversé. Ensuite, lorsque des marges de manoeuvre fussent-elles ténues, apparaîtront on devra débattre de leur attribution, au-delà de la part qui reviendra à la couverture du choc démographique, à l'augmentation de dépenses développant le capital humain ou l'infrastructure, ou encore, à la réduction des prélèvements obligatoires.

On voit donc que, dans un premier temps, l'espace de la politique budgétaire restera étroitement circonscrit. Néanmoins, l'importance des contraintes présentes doit être relativisée: il convient de rappeler que l'effort d'assainissement qui reste à fournir est sans commune mesure avec celui qui a permis de passer d'un déficit primaire de 5% en 1981 à un excédent primaire de l'ordre de 5% au début des années 90. De plus, les mesures prises dans le passé pour réduire le déficit public auraient sans doute pu reposer dans une moindre mesure sur des prélèvements obligatoires qui pénalisent le facteur travail et sur la compression de dépenses publiques qui favorisent la croissance.

Les conséquences déflationnistes immédiates de la politique de réduction du taux d'endettement ne doivent dès lors pas être surestimées, d'autant que le processus de désendettement sera facilité par la réduction progressive de la charge d'intérêt inhérente à l'inversion de l'effet boule de neige. D'autre part, il ne faut pas négliger l'impact des restructurations à l'intérieur des recettes et, éventuellement, des dépenses des pouvoirs publics. De telles mesures qualitatives pourraient avoir des retombées sur la croissance et les performances économiques générales susceptibles de faciliter, dans une certaine mesure, le processus d'assainissement.

Au vu ce qui précède on peut conclure que, globalement, l'impact du processus de réduction progressive du taux d'endettement sur la **croissance économique** devrait, le plus probablement, être plutôt restrictif dans un premier temps, sous l'effet de la prolongation de l'étroit encadrement des interventions publiques. Mais à plus ou moins bref délai, lorsque la crédibilité de la restauration de la soutenabilité de la politique budgétaire s'installe, des effets plus positifs devraient se manifester et, peu à peu, l'emporter.

Dans le schéma d'ajustement qui inclut les conséquences du choc démographique, l'essentiel des conséquences négatives pour le niveau de bien-être sera supporté par la génération aujourd'hui active, mais en contre partie le financement de ses futures pensions de retraite devrait être assuré. Hors le handicap lié aux restrictions forcées sur certaines dépenses publiques, de formation par exemple, la génération montante n'aura pas à supporter de reports de charges du passé.

Dans le moyen terme, le potentiel de croissance pourrait certes se ressentir, pendant un temps et dans une mesure difficile à apprécier, des restrictions imposées pendant une assez longue période aux dépenses publiques susceptibles de contribuer à l'enrichissement du capital physique ou humain, ou encore du niveau élevé de la pression fiscale, mais, plus fondamentalement, la croissance économique sera mise à l'abri des conséquences de la vulnérabilité de la situation budgétaire, tandis que, leur situation financière une fois redressée, les pouvoirs publics pourront mener une politique budgétaire plus active, susceptible de participer à la création de conditions favorables au développement d'une croissance durable riche en emploi.

Tableau 1
Comparaison internationale du taux d'endettement public

pour-cents du P.I.B.

	Belgique	Allemagne	France	Pays-Bas
		(1)	(1)	(1)
1970	63,8	18,6	24,9	52,6
1971	62,7	18,6	23,9	50,2
1972	62,9	18,8	21,7	47,0
1973	60,7	18,3	20,2	43,7
1974	56,8	19,4	19,8	41,7
1975	58,6	24,8	21,8	42,4
1976	59,3	26,3	20,7	42,0
1977	62,7	27,3	20,5	41,4
1978	66,5	28,7	21,6	42,6
1979	72,5	29,7	21,6	44,7
1980	78,8	31,8	20,1	47,6
1981	93,2	35,4	22,2	51,7
1982	103,3	38,6	25,8	57,1
1983	114,3	40,2	27,3	63,7
1984	119,0	41,0	29,5	67,8
1985	123,1	41,7	31,0	71,5
1986	128,1	41,6	31,4	73,5
1987	133,2	42,6	33,6	76,1
1988	133,8	43,1	33,7	79,2
1989	130,7	41,8	34,4	79,2
1990	130,8	43,5	34,4	78,8
1991	130,1	41,5	35,7	78,9
1992	131,1	44,1	39,6	79,9
1993	137,2	48,2	45,8	81,4
1994	136,1	50,1	48,5	78,1
1995	134,3	58,2	51,2	78,1

Source : Commission Européenne.

(1) Les chiffres dans les colonnes surmontées d'un (1) ne répondent pas à la définition de la dette arrêtée dans l'optique du Traité de Maastricht, contrairement aux autres colonnes.

Tableau 2
Taux d'intérêt en Belgique et en Allemagne

pour-cents, moyenne annuelle

court terme			long terme			
B	D	écart		B	D	écart
7,8	9,4	-1,6	1970	7,8	8,3	-0,5
5,0	7,1	-2,1	1971	7,3	8,0	-0,7
3,8	5,6	-1,8	1972	7,0	7,9	-0,9
6,3	12,1	-5,8	1973	7,5	9,3	-1,8
10,3	9,9	0,4	1974	8,8	10,4	-1,6
6,8	5,0	1,8	1975	8,5	8,5	0,0
9,9	4,2	5,7	1976	9,1	7,8	1,3
7,1	4,4	2,7	1977	8,8	6,2	2,6
7,1	3,7	3,4	1978	8,5	5,7	2,8
11,0	6,7	4,3	1979	9,7	7,4	2,3
14,0	9,5	4,5	1980	12,2	8,5	3,7
15,3	12,1	3,2	1981	13,8	10,4	3,4
14,0	8,9	5,1	1982	13,4	8,9	4,5
10,4	5,8	4,6	1983	11,8	7,9	3,9
11,4	6,0	5,4	1984	12,2	8,0	4,2
9,5	5,4	4,1	1985	11,0	7,0	4,0
8,1	4,6	3,5	1986	8,6	6,2	2,4
7,1	4,0	3,1	1987	8,2	6,2	2,0
6,7	4,3	2,4	1988	8,0	6,5	1,5
8,7	7,1	1,6	1989	8,6	7,0	1,6
9,6	8,5	1,1	1990	10,1	8,8	1,3
9,4	9,2	0,2	1991	9,3	8,5	0,8
9,4	9,5	-0,1	1992	8,7	7,9	0,8
8,2	7,3	0,9	1993	7,2	6,5	0,7
5,7	5,4	0,3	1994	7,7	6,9	0,8

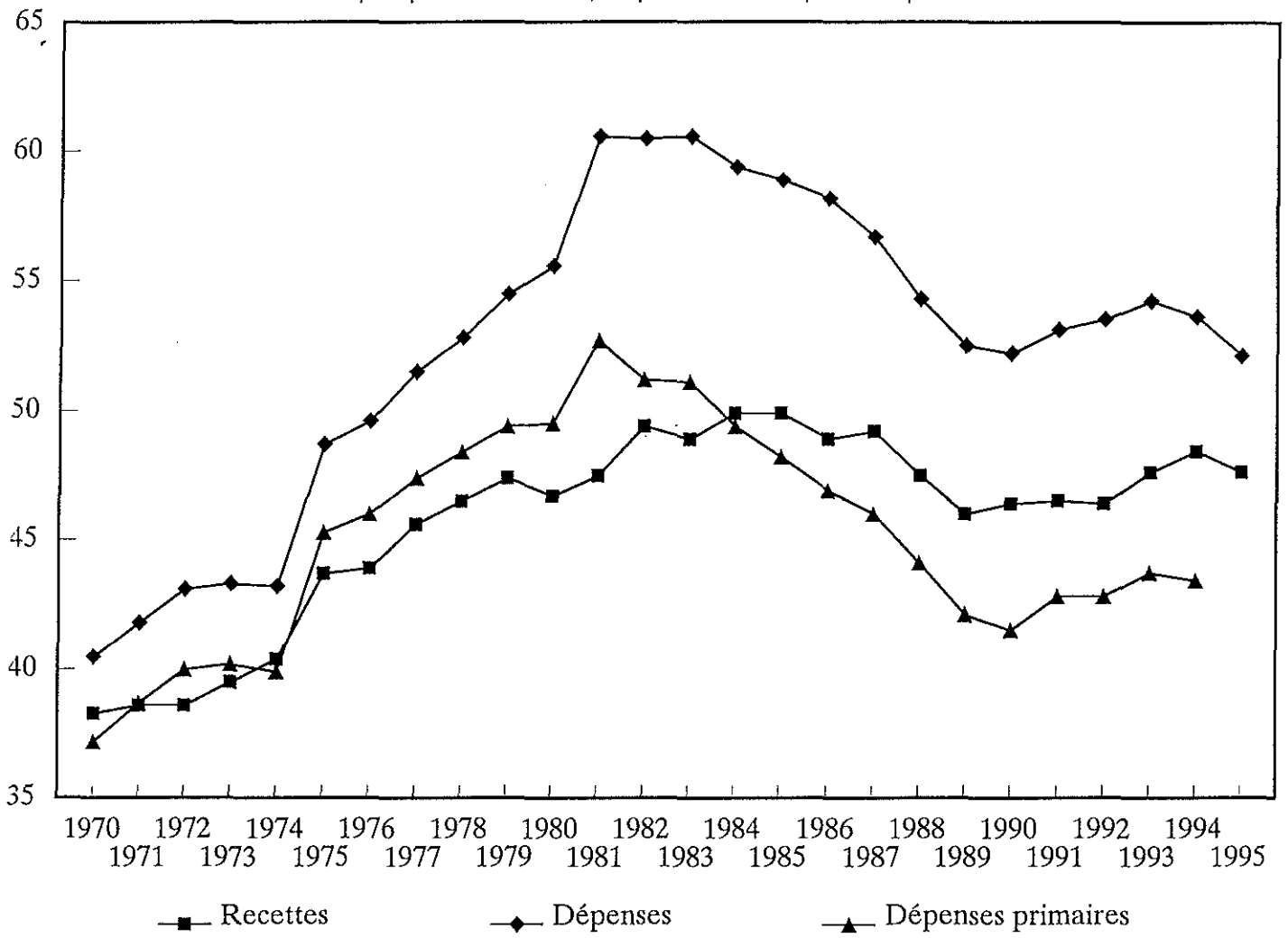
Source : O.C.D.E.

Tableau 3
Recettes publiques en % du P.I.B.

Catégories d'impôt	1980	1985	1990	1992	1993
Impôt sur le revenu des ménages					
Belgique	15,6	16,2	14,2	14,0	13,9
Moyenne européenne *	10,5	10,7	11,0	11,3	11,0
Impôt sur les bénéfices des sociétés					
Belgique	2,5	3,0	2,5	2,0	2,2
Moyenne européenne	2,5	3,0	3,0	2,6	2,7
Cotisations sociales					
Belgique	13,5	15,7	15,4	16,0	16,3
Moyenne européenne	10,3	11,1	11,5	12,0	12,2
Impôts sur prod.et cons.de biens et services					
Belgique	11,6	11,7	11,4	11,8	12,0
Moyenne européenne	12,0	13,0	13,0	13,4	13,1
Total des recettes fiscales					
Belgique	30,9	31,9	29,5	29,1	29,4
Moyenne européenne	27,6	29,5	29,5	29,8	29,6
Impôts et cotisations sociales					
Belgique	44,4	47,6	45,1	45,1	45,7
Moyenne européenne	37,8	40,4	41,8	42,3	41,8

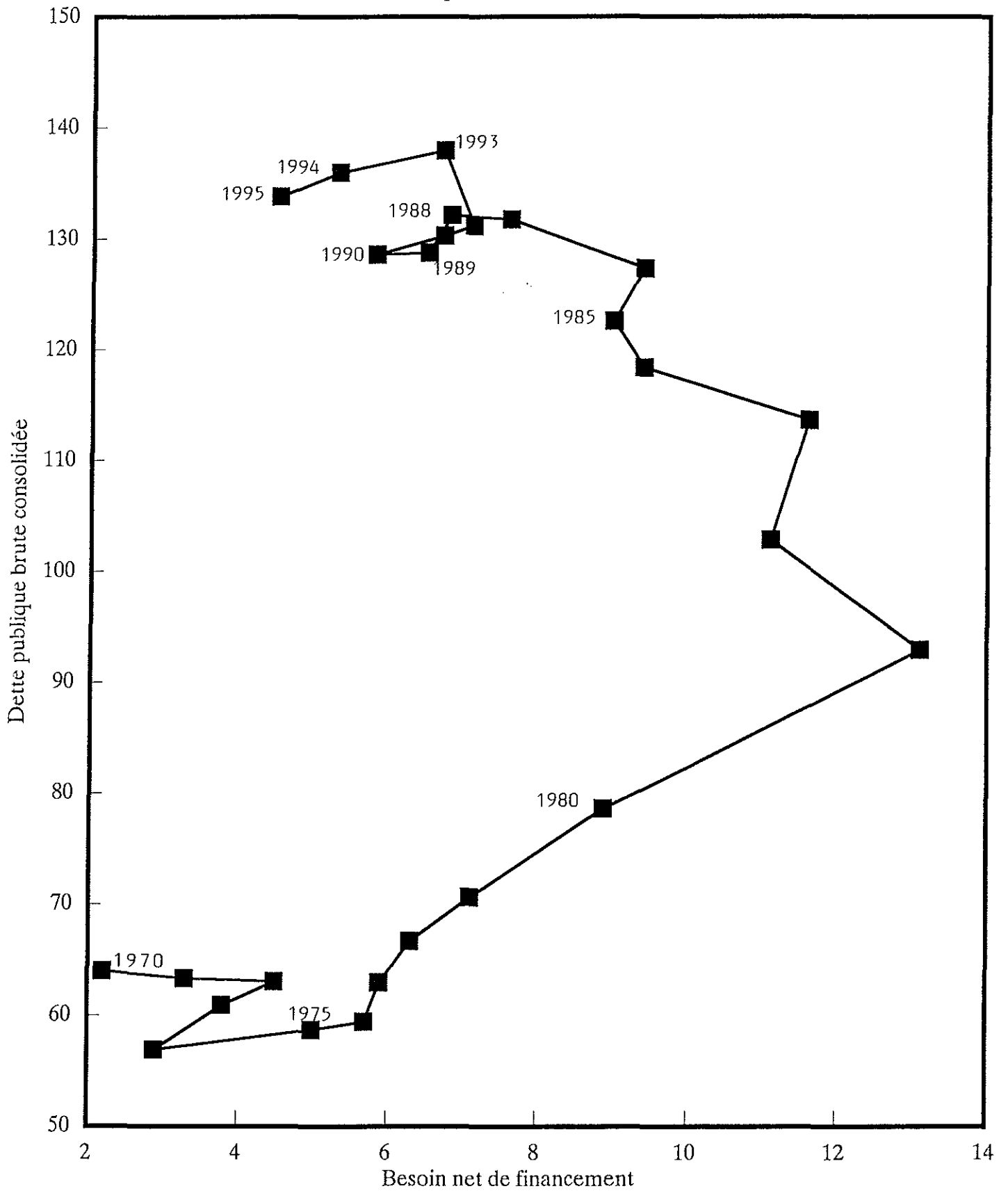
* Les moyennes européennes retenues sont des moyennes **non** pondérées. Celles-ci sont plus adéquates lorsque l'on veut mettre en exergue les choix opérés en Belgique au niveau du prélèvement obligatoire.

Graphique 1: Recettes, dépenses et dépenses primaires.

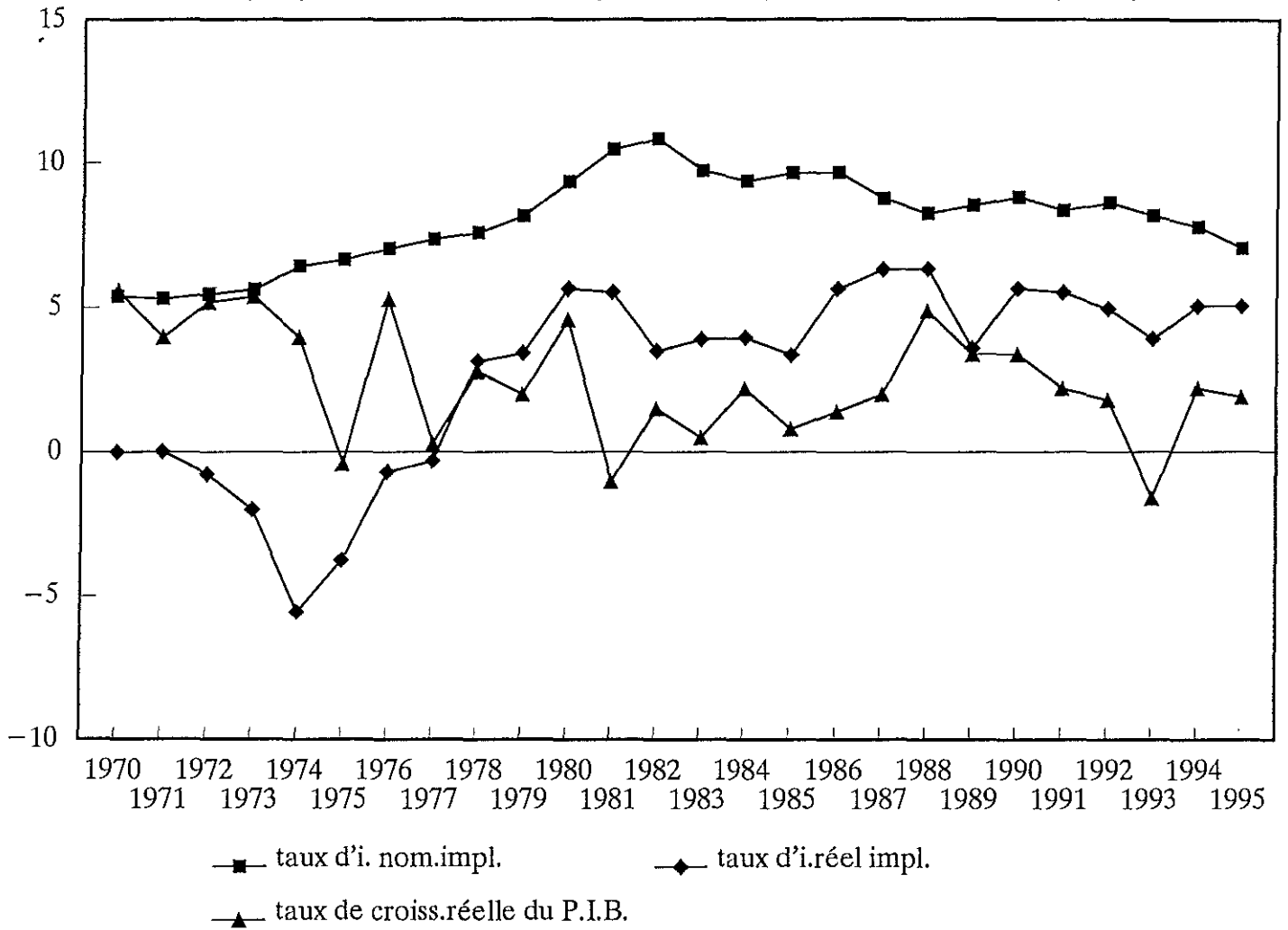


Graphique 2: Dette et déficit

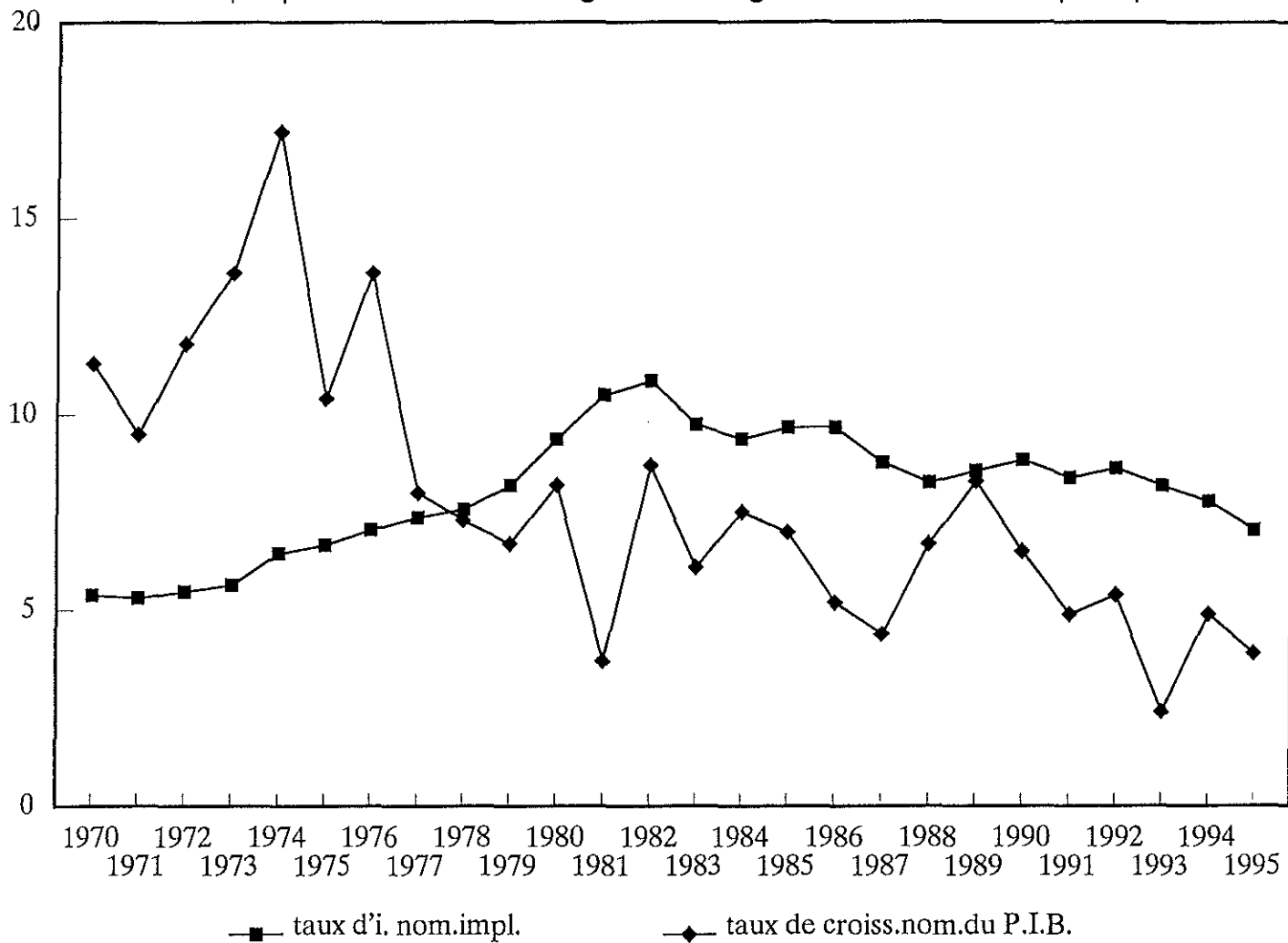
pour-cents du P.I.B.



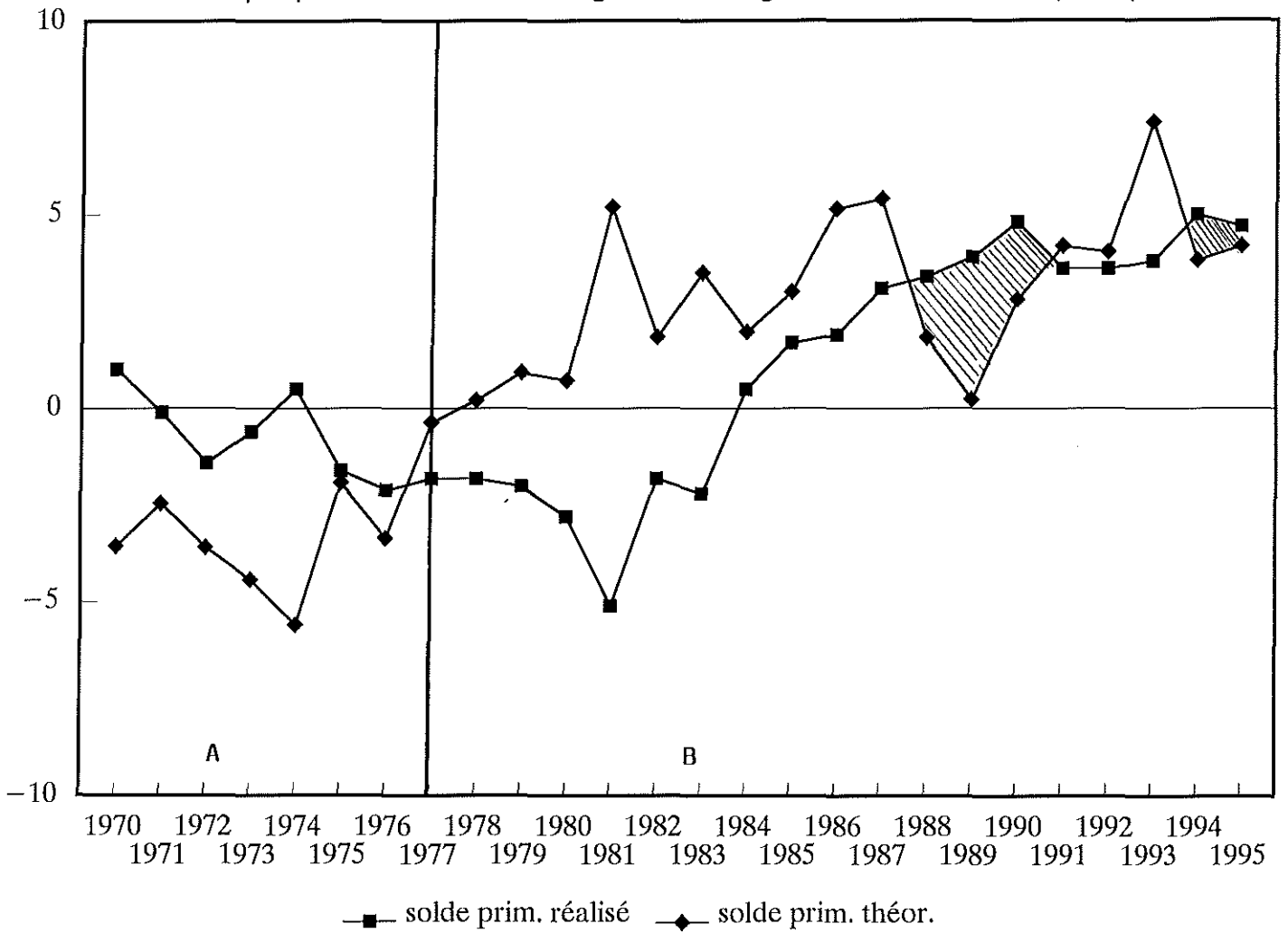
Graphique 3: Effet boule de neige de la charge d'intérêt de la dette publique



Graphique 4: Effet boule de neige de la charge d'intérêt de la dette publique



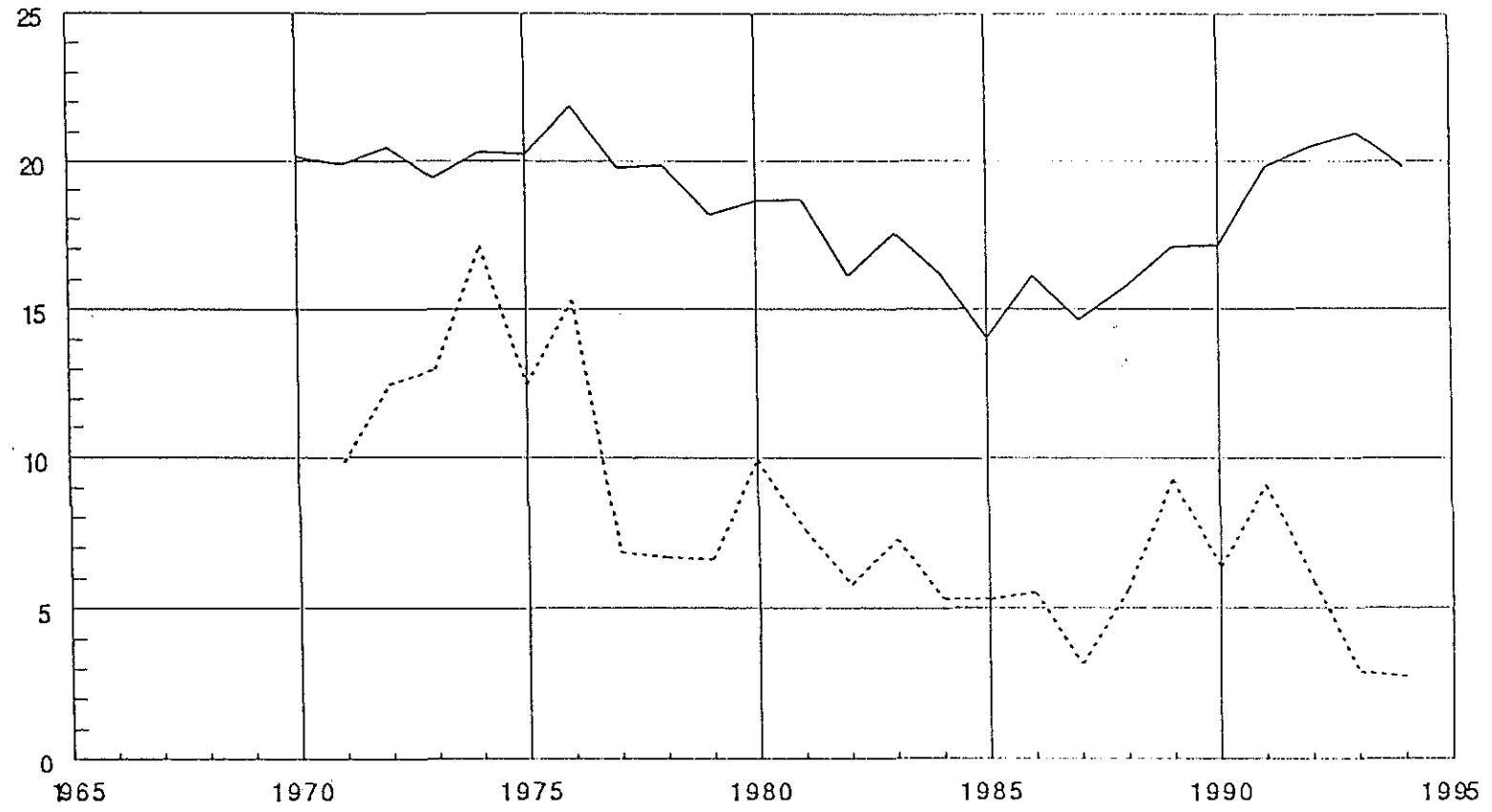
Graphique 5: Effet boule de neige de la charge d'intérêt de la dette publique



A = taux de croissance nominal > taux d'intérêts implicite de la dette publique
 B = taux de croissance nominal < taux d'intérêt implicite de la dette publique

Graphique 6. Epargne et revenu disponible des ménages

— Taux d'épargne
- - - - - Variation du revenu disponible nominal



Graphique 7 : Taux d'imposition implicites
Belgique 1980-1994

