

REVUE ECONOMIQUE

8^e Année
III-2002

Banque Nationale
de Belgique



Copyright Banque Nationale de Belgique s.a.

La citation et la reproduction à des fins non commerciales sont autorisées,
pour autant qu'il soit fait mention de la source.

ISSN 1372-3162

SOMMAIRE

La réforme de la surveillance du secteur financier en Belgique, exposé de M. Guy Quaden, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, devant la Commission des Finances de la Chambre des Représentants, le 18 juin 2002	9
L'évolution du taux d'épargne en Belgique	17
Considérations relatives au niveau de l'endettement des pouvoirs publics	23
Summaries of articles	35
Abstracts of the Working paper series	37

LISTE DES ABREVIATIONS

BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BNB	Banque Nationale de Belgique
BRI	Banque des règlements internationaux
CBF	Commission bancaire et financière
CE	Commission européenne
FMI	Fonds monétaire international
FRA	Fiscal Responsibility Act
ICN	Institut des comptes nationaux
NBER	National Bureau of Economic Research
OCA	Office de contrôle des assurances
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
PIB	Produit intérieur brut
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen des comptes
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UME	Union monétaire européenne

SIGNES CONVENTIONNELS

–	la donnée n'existe pas ou n'a pas de sens
e	estimation
n.	non disponible
p	provisoire
p.c.	pour cent
p.m.	pour mémoire

LA REFORME DE LA SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER EN BELGIQUE

*Exposé de M. Guy Quaden, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique,
devant la Commission des Finances de la Chambre des Représentants*

Bruxelles, le 18 juin 2002

En date du 10 juillet 2002, la Chambre des Représentants a adopté une importante réforme de la surveillance du secteur financier. Cette dernière a été présentée comme étant la plus importante réforme dans ce domaine depuis la création de la Commission bancaire en 1935.

Cette réforme confère à la Banque Nationale de Belgique un rôle de coordination dans la surveillance du secteur financier et rapproche le modèle belge de la situation qui prévaut dans la grande majorité des pays de la zone euro.

Le texte ci-après est celui de l'exposé fait par Monsieur Guy Quaden, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique devant la Commission des Finances de la Chambre des Représentants en date du 18 juin 2002.

Il expose les raisons pour lesquelles la Banque estime que ce projet répond de manière globalement appropriée aux défis posés par les évolutions récentes sur les marchés financiers.

Monsieur le Président,
Mesdames et Messieurs les Députés,

La Banque Nationale de Belgique accueille favorablement le projet de loi présenté par le Gouvernement sur la réforme de la surveillance du secteur financier et les services financiers (*). Elle est plus particulièrement concernée par le chapitre relatif à la coordination de la surveillance du secteur financier et je concentrerai dès lors l'essentiel de mon intervention sur les arrangements institutionnels proposés dans ce chapitre.

Ce projet contient cependant nombre d'autres dispositions importantes destinées à doter la place financière belge d'un encadrement légal adapté aux évolutions les plus récentes sur les marchés financiers. Ainsi, le chapitre relatif aux marchés secondaires d'instruments financiers adapte la législation aux évolutions intervenues sur les marchés de valeurs mobilières (en particulier le mouvement de concentration des plates-formes de négociation, qui s'est notamment concrétisé par la création d'Euronext), mais aussi au niveau des organismes de compensation et de liquidation (tels que Clearnet et Euroclear).

(*) Ce projet a été approuvé le 10 juillet 2002 par la Chambre des Représentants et le 18 juillet 2002 par le Sénat.

Je note avec satisfaction que le projet de loi confirme expressément les compétences de la Banque en matière de surveillance (ou d'*oversight*) des systèmes de compensation et de liquidation. Ces compétences, qui sont étroitement liées aux compétences du Système Européen de Banques Centrales (SEBC) en matière de surveillance des systèmes de paiement, constituent en effet une des contributions des banques centrales à la stabilité des systèmes financiers.

Les événements du 11 septembre 2001 ont démontré l'importance capitale jouée par ces systèmes de paiement, de compensation et de liquidation pour le bon fonctionnement du système financier dont ceux-ci constituent en quelque sorte la tuyauterie. Il est dès lors essentiel que ces systèmes soient conçus de manière à minimiser les risques de blocage d'une part, de contagion d'autre part. L'internationalisation croissante des opérations et institutions financières n'a fait qu'augmenter leur rôle et a incité partout dans le monde les banques centrales à s'assurer de leur bon fonctionnement.

Le fait que notre pays accueille sur son territoire quelques-uns des acteurs-clés au niveau mondial dans le domaine du back-office des opérations sur valeurs mobilières, tels que Euroclear ou SWIFT, a amené depuis de nombreuses années déjà la Banque à jouer un rôle de pionnier en matière de surveillance de ces systèmes, rôle qui se voit aujourd'hui expressément reconnu dans la loi. Ce rôle n'est pas concurrent de celui de la Commission bancaire et financière (CBF) à l'égard des participants à ces systèmes ou, dans le cas d'Euroclear, de la banque qui les opère. Les deux approches sont complémentaires. Lors de la mise en œuvre de ces dispositions légales, il conviendra cependant de veiller à éviter les doubles emplois entre les contrôles de la Banque en la matière et ceux de la CBF. Ceci devrait être une des tâches du comité de stabilité financière sur le rôle duquel je reviendrai.

L'*oversight* des systèmes de paiement et de règlement n'est toutefois qu'une des contributions des banques centrales à la stabilité du système financier. S'il n'existe pas de modèle unique en matière d'organisation institutionnelle du contrôle des intermédiaires financiers individuels (généralement appelé contrôle micro-prudentiel) et si chaque pays présente des arrangements différents résultant souvent plus des vicissitudes de l'histoire que de choix délibérés, l'on constate cependant, comme le relève le commentaire des articles, que partout le contrôle macro-prudentiel ou systémique est confié aux banques centrales.

En effet, même si elles ne sont pas toujours chargées du contrôle des établissements de crédit individuels, les banques centrales se sont partout vu reconnaître une mission de contribution à la stabilité du système financier dans son ensemble, qui est étroitement liée à leur fonction de prêteur en dernier ressort ainsi qu'à leurs responsabilités dans le domaine de la surveillance du bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement.

En outre, la distinction classique entre contrôle micro-prudentiel, qui relève de la compétence de la CBF et de l'Office de contrôle des assurances (OCA), et contrôle macro-prudentiel, qui est du ressort de la Banque, s'est considérablement estompée à la suite des évolutions récentes au sein du système financier belge. L'enjeu de la réforme proposée est dès lors de mettre en place des arrangements institutionnels à même de répondre aux défis posés par ces évolutions, en particulier :

- l'important mouvement de concentration observé dans le secteur bancaire, qui a entraîné la création d'un petit nombre d'acteurs de grande taille. Même si quelque 112 établissements de crédit étaient encore actifs en Belgique à la fin de 2001, la majeure partie des activités bancaires est concentrée dans quatre grands groupes: Fortis, Dexia, KBC et BBL-ING. Ces groupes octroient près de 79 p.c.

des crédits intérieurs et collectent 76 p.c. environ de l'ensemble des dépôts en Belgique. Le total du bilan de ces quatre groupes se monte actuellement à quelque 80 p.c. du total des actifs et passifs du secteur bancaire belge, pour une part de marché de 43 p.c. seulement en 1995;

- ce mouvement de concentration s'est accompagné d'une importante diversification des activités du secteur bancaire, notamment par la constitution de groupes de bancassurance. Toutes les grandes banques belges suivent actuellement une stratégie axée sur le concept de bancassurance et mobilisent leurs réseaux d'agences pour la distribution de produits d'assurance. Ainsi, selon l'Union professionnelle belge des entreprises d'assurance, le secteur bancaire a distribué près de 40 p.c. de tous les contrats d'assurance en 2000, alors qu'en 1994, ce chiffre était de 10 p.c. seulement. La part des réseaux bancaires dans la distribution de contrats d'assurance-vie individuelle a même atteint quelque 70 p.c. en 2000;
- enfin, le troisième développement important du paysage financier belge réside dans l'évolution progressive d'un système financier dominé par l'intermédiation bancaire vers un système financier où l'intermédiation par le biais des investisseurs institutionnels ou des marchés financiers jouera un plus grand rôle. Cette tendance à la désintermédiation bancaire est surtout perceptible en Belgique au passif des bilans des banques. Une analyse des actifs financiers des particuliers montre en effet que la part de ces actifs qui est détenue sous la forme de dépôts à vue et d'épargne est revenue de 38 p.c. à la fin de 1995 à 26 p.c. environ à la fin de 2001. Ce net repli a été compensé par une progression des actifs financiers sous la forme de parts dans des fonds de placement et d'avoirs auprès de fonds de pension et d'assureurs. La désintermédiation à l'actif des bilans des banques reste jusqu'à présent à la traîne par rapport aux évolutions constatées dans les pays anglo-saxons, ce qui explique notamment la capitalisation boursière relativement faible des bourses belges (à la fin de 1999, capitalisation boursière équivalant à quelque 77 p.c. du PIB en Belgique, contre 193 p.c. aux Etats-Unis et 90 p.c. dans la zone euro) et le nombre restreint d'émissions de titres de créance par des entreprises belges.

Les évolutions récentes du secteur financier, et plus particulièrement la plus grande diversification des risques qu'elles rendent possible, ont sans doute fait baisser la probabilité d'une défaillance individuelle. A l'inverse, la probabilité de voir une telle défaillance présenter un caractère systémique a augmenté.

Le fait que, contrairement à la plupart des pays qui nous entourent, la Belgique n'ait pas connu de crise significative au cours des deux dernières décennies ne peut inciter à la complaisance, car le profil de risque du secteur financier belge est aujourd'hui fort différent de ce qu'il était par le passé.

Ces évolutions ne sont toutefois pas propres à la Belgique et ont amené la Banque centrale européenne (BCE) à plaider en faveur d'une implication accrue de toutes les banques centrales nationales (BCN) de la zone euro dans le contrôle micro-prudentiel. De par leur double qualité d'institutions nationales et de membres à part entière du SEBC, les BCN sont en effet en mesure de concilier la nécessaire coordination de la supervision au niveau européen avec le maintien de la proximité entre le superviseur micro-prudentiel et les institutions financières, de façon à assurer la prise en compte des spécificités locales.

Le transfert de la responsabilité de la politique monétaire au Conseil des Gouverneurs de la BCE a par ailleurs eu pour conséquence de retirer tout fondement, du moins en ce qui concerne les BCN de la zone euro, à l'argument classique selon lequel la combinaison au sein d'une seule et même

institution des fonctions monétaires et prudentielles pourrait être constitutive de conflits d'intérêt. Si la responsabilité de la conduite de la politique monétaire a été transférée au niveau communautaire, le contrôle micro-prudentiel et la fonction de prêteur en dernier ressort restent des compétences nationales. Le coût d'une éventuelle défaillance est donc à la charge du contribuable national.

Il importe dès lors de développer autant que possible les premières lignes de défense que sont la réglementation prudentielle et la surveillance micro-prudentielle et, plus généralement, les mesures de nature préventive de façon à réduire la probabilité de devoir recourir aux mesures curatives. En tant que prêteur en dernier ressort et donc de dernier rempart avant le recours au contribuable, la Banque ne peut se contenter d'attendre la survenance d'une situation de crise avant de s'intéresser à la bonne santé des institutions financières individuelles.

Il ressort d'une étude récente sur la supervision des services financiers dans l'OCDE (*) que, malgré l'attrait du modèle anglais d'un superviseur unique, responsable à la fois pour la supervision des banques, des entreprises d'investissement et des entreprises d'assurance, totalement séparé de la banque centrale, les réformes récentes dans bon nombre de pays européens (Allemagne, Autriche, France, Irlande, Pays-Bas) vont toutes dans le sens du maintien, voire du renforcement, des liens entre l'autorité prudentielle et la banque centrale. Dans la plupart des cas cela n'exclut d'ailleurs pas un rapprochement entre les différents superviseurs.

D'après cette étude, en 1999, sur la base d'un échantillon de 123 pays, l'implication directe de la banque centrale dans le contrôle micro-prudentiel des banques est largement la règle, qui se voit confirmée dans 72 p.c. des cas. Dans 51 p.c. de l'ensemble de l'échantillon, les compétences de la banque centrale se limitaient au contrôle des banques. Dans 13 p.c. des cas, la banque centrale cumulait les compétences de contrôle des banques et de contrôle des entreprises d'assurance. Dans 6 p.c. des cas, elle combinait les compétences de contrôle des banques et de contrôle des entreprises d'investissement et enfin dans 2 p.c. des cas, elle combinait contrôle des banques, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement.

L'implication accrue de la banque centrale dans le contrôle prudentiel est également la solution qui a été retenue aux Etats-Unis lors de la réforme du *Glass Steagall Act*, réforme qui a supprimé les obstacles à la création de conglomerats financiers actifs dans les domaines de la banque, de l'assurance et des services d'investissement. A cette occasion, les compétences de la *Federal Reserve* en matière de contrôle prudentiel des banques ont été confirmées et même étendues à la supervision des *financial holding companies* à l'intermédiaire desquelles les institutions financières américaines ont été autorisées à être actives dans les trois secteurs.

La *Federal Reserve* a souvent justifié son implication dans le contrôle micro-prudentiel par le fait qu'elle n'aurait, sinon, pas été en mesure de faire face à des crises telles que la déconfiture du hedge fund LTCM, les suites des événements du 11 septembre ou les crises successives dans les pays émergents: Argentine (2001), Brésil (1999), Russie (1999), Asie du Sud-Est (1997) et Mexique (1994). Compte tenu de la complexité croissante du système financier mondial, la gestion des situations de crise nécessite en effet une connaissance approfondie du fonctionnement des institutions financières et des interactions entre elles, mais aussi des interactions entre institutions financières et institutions non-financières et entre marchés.

(*) OCDE, *Financial Market Trends*, avril 2002.

La gestion d'une crise nécessite dès lors une bonne connaissance, non seulement de la situation des entreprises financières individuelles, mais également de l'infrastructure en matière de systèmes de paiement et de règlement et de l'impact potentiel de la crise sur l'économie réelle, deux domaines qui relèvent du *core business* des banques centrales. Il est en effet indispensable d'avoir la vue la plus complète possible de la situation et de pouvoir rassembler les expertises les plus variées tant dans le domaine juridique (en particulier en matière de droit de la faillite) et comptable, que dans le domaine économique (notamment en matière d'analyses macro-économiques et macro-prudentielles) et financier (connaissance des marchés et des techniques financières).

C'est aussi la raison pour laquelle le projet de loi oblige les trois institutions à collaborer et attribue à la Banque un rôle de coordination en matière de contrôle prudentiel. Même si chaque secteur conserve ses spécificités, le regroupement des autorités de contrôle permet d'avoir une vue globale des risques encourus par ces groupes. Cela présente une importance toute particulière pour l'évaluation des transferts de risques entre les diverses composantes d'un groupe financier, surtout lorsqu'elles appartiennent à différents secteurs qui sont soumis à une réglementation différente et entre lesquels une certaine forme d'arbitrage réglementaire pourrait donc s'opérer. Un tel regroupement est particulièrement judicieux en Belgique, car les principaux groupes financiers belges suivent tous une stratégie qui accorde une place importante au concept de la bancassurance.

Le projet de loi a néanmoins opté pour une approche différente des réformes récentes du contrôle prudentiel opérées chez nos voisins, puisque la Banque ne se voit attribuer aucun rôle direct dans les aspects opérationnels du contrôle micro-prudentiel. Ce dernier reste sous la responsabilité exclusive de la CBF et de l'OCA.

Le projet de loi compense toutefois cette absence d'implication directe de la Banque dans les aspects opérationnels du contrôle micro-prudentiel par un rapprochement institutionnel entre la CBF, l'OCA et la Banque, et par l'attribution d'un rôle de coordination en matière de contrôle prudentiel à la Banque. L'objectif qui sous-tend ces dispositions est, d'une part, d'assurer l'accès de la Banque aux informations sur les institutions individuelles nécessaires à l'exercice de ses missions, et, d'autre part, de garantir que l'on tienne compte de la dimension macro-prudentielle dans l'exercice du contrôle micro-prudentiel. Dans un pays de la taille de la Belgique, il importe en outre de pouvoir développer un maximum de synergies en regroupant les forces qui sont consacrées par les différents organes de contrôle à la préservation de la stabilité du système financier.

La complexité grandissante des activités et de la structure des grands groupes financiers diversifiés requiert en effet le regroupement d'un éventail d'expertises de plus en plus spécialisées et variées, mais aussi le renforcement des relations entre les autorités micro-prudentielles et macro-prudentielles.

Ces expertises sont rares et, tant la Banque que la CBF et l'OCA, ont tout intérêt à mettre en commun leurs ressources, par définition limitées, de façon à optimiser leur participation aux travaux des nombreuses enceintes internationales au sein desquelles sont élaborés les nouveaux standards internationaux en matière prudentielle. Or, outre les travaux d'élaboration des directives européennes dans le secteur des services financiers et les travaux macro-prudentiels effectués au niveau du Comité de surveillance bancaire du SEBC, la Belgique a la chance de pouvoir participer, grâce à son statut de membre du G10, aux travaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, au sein duquel sont élaborés les standards mondiaux en matière de contrôle des banques.

Ce statut privilégié, puisque seuls neuf Etats membres de l'Union Européenne sont aujourd'hui représentés au sein du Comité de Bâle, est également étroitement lié à la position de membre fondateur et d'actionnaire important dont jouit la Banque au sein de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). C'est d'ailleurs la BRI qui fournit le secrétariat et abrite le Comité de Bâle créé en 1974 par les Gouverneurs du G10, auxquels ce comité continue à rapporter, tout comme un certain nombre d'autres comités de banquiers centraux du G10 tels que le *Comité sur les systèmes de paiement et de règlement* ou le *Comité sur le système financier mondial*.

Cette situation est un atout de taille pour le système financier belge dans la mesure où nos représentants au sein du Comité de Bâle et de ses nombreux groupes de travail ont ainsi la possibilité d'influencer ces normes de façon à ce que les spécificités belges soient prises en compte. Les moyens manquent cependant pour participer à l'ensemble des travaux.

Bien plus, on constate souvent une certaine duplication des efforts, dans la mesure où la Belgique est parfois représentée par plusieurs personnes dans la même enceinte. Si ceci est parfois justifié lorsque des expertises différentes sont requises, dans un certain nombre de cas, des synergies sont possibles.

Outre la recherche de synergies, la mise en commun de certaines fonctions devrait également permettre, tant à la Banque, qu'à la CBF ou à l'OCA, de dégager des ressources de façon à mieux remplir leurs missions respectives. Elle devrait également contribuer à promouvoir la coopération entre les trois institutions. Cette mise en commun devra dès lors dépasser les seules fonctions de support telles que l'informatique et la gestion des ressources humaines pour porter sur l'ensemble des fonctions autres que les fonctions de contrôle proprement dites, par exemple la coopération internationale, la politique prudentielle, les analyses macro-prudentielles et les études juridiques.

Le rôle de coordination dévolu à la Banque sera également concrétisé par la participation de plusieurs membres de son comité de direction aux organes de décision de la CBF et de l'OCA, au sein desquels ils siégeront toutefois à titre personnel. Ils y apporteront leur expertise dans les domaines macro-économique et macro-prudentiel et assureront que la Banque soit informée dès que possible en cas de crise au sein d'un établissement financier sous statut.

La coordination sera aussi renforcée par la mise en place d'un système de coupole institutionnelle matérialisé par la création d'une *Autorité des services financiers*, comptant deux organes, qui seront placés sous la présidence du Gouverneur de la Banque.

Le premier de ces organes est le comité de stabilité financière qui sera amené à examiner en son sein les questions d'intérêt commun aux trois institutions, telles que notamment la stabilité du système financier, la gestion de crise et les interactions entre l'oversight des systèmes de paiement et de règlement et le contrôle prudentiel. Ce comité, qui sera composé des membres des trois comités de direction, devrait également être amené à gérer les fonctions mises en commun, en ce compris le personnel affecté à ces fonctions.

Le second est le conseil de surveillance de l'Autorité des services financiers qui sera composé des membres des conseils de surveillance de la CBF et de l'OCA, ainsi que des membres du conseil de régence de la Banque. Ce nouveau conseil est amené à émettre, à la demande des ministres concernés ou de sa propre initiative, des avis sur les questions relatives à l'organisation, au fonctionnement,

ainsi qu'à la coordination du fonctionnement des marchés financiers et des organismes financiers. Il est également chargé d'organiser le dialogue entre la CBF, l'OCA et la Banque.

Cette structure institutionnelle peut paraître inutilement complexe. Elle ne fait cependant que répondre à une réalité qui l'est tout autant et qui est en outre en évolution constante. L'examen de droit comparé auquel il est procédé dans l'étude précitée de l'OCDE montre pour sa part que les arrangements institutionnels ne sont pas plus simples à l'étranger, bien au contraire, et ce même dans les pays où un superviseur unique a été mis en place.

Ces différents arrangements devraient permettre de rendre l'organisation institutionnelle du contrôle prudentiel en Belgique conforme à la situation qui prévaut au niveau de l'Eurosystème où notre pays était, avec le grand-duché de Luxembourg, celui où les liens entre la banque centrale et les superviseurs micro-prudentiels étaient jusqu'à présent les plus lâches.

Il importe en effet que l'organisation institutionnelle du contrôle en Belgique soit aussi proche que possible de la situation qui prévaut le plus souvent dans les pays de la zone euro. Cette évolution faciliterait la collaboration sur le plan européen, notamment dans le cadre du Comité de surveillance bancaire du SEBC, et simplifierait par ailleurs une éventuelle intégration future des structures nationales au niveau européen.

Outre les bénéfices attendus en matière de stabilité du système financier, ces nouveaux arrangements devraient également bénéficier plus directement aux entreprises supervisées, dans la mesure où la qualité de l'environnement institutionnel est un facteur de plus en plus important dans l'évaluation du profil de risque des entreprises financières par les marchés et les agences de notation.

Il n'est dès lors pas étonnant que le projet de loi ait été accueilli favorablement par la BCE, à laquelle il a été soumis pour avis, puisqu'il répond au souhait qu'elle a exprimé de voir l'ensemble des BCN de l'Eurosystème être associées plus étroitement au contrôle micro-prudentiel. La BCE a cependant demandé qu'un certain nombre de clarifications soient apportées au texte, de façon à s'assurer que les dispositions du Traité, en particulier celles ayant trait à l'indépendance des banques centrales, soient respectées. Le texte a été amendé en ce sens. Toutefois, dans la mesure où il pourrait s'avérer nécessaire de régler plusieurs questions par Arrêté Royal, notamment en cas d'impossibilité de parvenir à un accord entre les trois institutions sur le regroupement d'activités, la BCE a demandé que les arrêtés d'exécution éventuels lui soient également soumis, de façon à lui permettre d'examiner leur compatibilité avec les dispositions du Traité relatives au SEBC.

En résumé, le projet de loi vise à concilier la nécessité de mettre en place des arrangements institutionnels à même de répondre aux défis posés par les évolutions récentes du système financier, avec la préservation, dans un souci de continuité, de l'autonomie opérationnelle des superviseurs micro-prudentiels. Il contribuera également à préserver la spécificité des banques, assureurs et autres établissements financiers. Il est maintenant essentiel que ces arrangements institutionnels, qui visent à confier la coordination du contrôle prudentiel à la Banque, fonctionnent sur le terrain.

L'EVOLUTION DU TAUX D'EPARGNE EN BELGIQUE

Parmi les traits spécifiques de l'économie belge a longtemps figuré l'importance de l'épargne des particuliers. Si une telle caractéristique structurelle n'est pas susceptible d'être fondamentalement modifiée d'une année à l'autre, elle peut néanmoins subir des inflexions significatives à moyen terme. C'est pourquoi, à l'occasion de la publication par l'Institut des comptes nationaux (ICN) de nouveaux comptes des secteurs pour la période 1985-2000, il a semblé opportun d'analyser brièvement l'évolution du taux d'épargne des particuliers en Belgique au cours des quinze dernières années.

1. EVOLUTION DU TAUX D'EPARGNE DES PARTICULIERS

Après des fluctuations observées entre 1985 et 1988, deux phases opposées ont marqué l'évolution du taux d'épargne des particuliers en Belgique. Durant la première phase, la part de l'épargne dans le revenu disponible¹ a progressé d'un point de pourcentage par an, passant de 16 p.c. en 1988 à un sommet de 21,2 p.c. en 1993. Ensuite, le taux d'épargne a reculé à un rythme moyen presque aussi rapide, quoique de manière moins régulière, pour revenir à 14,9 p.c.

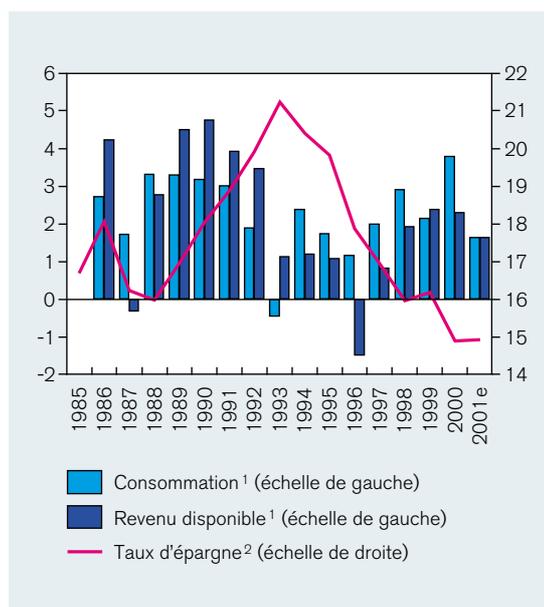
¹ Dans cet article, le taux d'épargne est défini comme le rapport entre l'épargne, c'est-à-dire la partie non consommée du revenu disponible, d'une part, et le revenu disponible lui-même, d'autre part. Le concept d'épargne utilisé ici est dit « brut », dans la mesure où la consommation de capital fixe n'est pas portée en déduction. En outre, les ajustements pour variation des droits des particuliers sur les fonds de pension, qui font l'objet d'une prise en compte particulière dans les comptes nationaux, sont ici intégrés dans l'épargne, sans l'être dans le revenu disponible ; elles n'ont toutefois qu'une incidence négligeable sur la mesure du taux d'épargne.

² 1995 est l'année de base utilisée par l'ensemble des Etats membres de l'UE pour l'établissement des comptes nationaux selon la méthodologie SEC 95. Les « rétroprojections » permettant d'établir des comptes avant cette date ne sont encore disponibles que pour une partie des Etats membres.

en 2000. Selon les estimations de la Banque, il serait resté stable en 2001.

Par ce recul, le taux d'épargne en Belgique est revenu à un niveau proche de la moyenne de la zone euro en 2001, alors qu'il lui était supérieur de plus de 2 points en 1995. Il est cependant resté supérieur à la moyenne de l'Union européenne (UE), en raison notamment du faible niveau observé au Royaume-Uni. Parmi les pays de l'UE, la diminution du taux d'épargne depuis 1995² a été la plus forte en Italie (7,3 points), pays qui enregistrait à ce moment le taux d'épargne le plus élevé de la zone. Elle a également été marquée en Autriche, en Espagne et au Royaume-Uni, tandis que le taux d'épargne augmentait légèrement en Grèce, en France et au Portugal. Globalement, la dispersion autour de la moyenne de l'Union s'est réduite.

GRAPHIQUE 1 – TAUX D'EPARGNE, CONSOMMATION ET REVENU DISPONIBLE DES PARTICULIERS



Sources: ICN, BNB.

¹ Pourcentages de variation à prix constants.

² Pourcentages du revenu disponible.

TABLEAU 1 – COMPARAISON INTERNATIONALE DU TAUX D'EPARGNE DES PARTICULIERS*(pourcentages du revenu disponible)*

	1995	2001 e	Variations (points de pourcentage)
Zone euro	17,5	15,0	-2,5
dont:			
Pays-Bas	21,0	17,2	-3,8
Grèce	16,3	16,9	+0,6
France	15,9	16,5	+0,6
Allemagne	16,6	15,9	-0,7
Italie	22,6	15,3	-7,3
Belgique	19,8	14,9	-4,9
Portugal	12,1	13,7	+1,6
Irlande	—	13,1	—
Finlande	11,3	9,9	-1,4
Espagne	14,5	9,5	-5,0
Autriche	15,7	9,5	-6,2
Union européenne	16,2	13,0	-3,2
dont:			
Suède	13,0	9,7	-3,3
Danemark	7,0	6,4	-0,6
Royaume-Uni	10,2	5,4	-4,8
Etats-Unis	—	1,7	—

Sources : CE, BNB.

La hausse du taux d'épargne en Belgique s'est produite dans un premier temps au cours d'une période de forte progression du revenu disponible réel qui a avoisiné jusqu'à 4,5 p.c. en 1989 et 1990, en raison d'une conjoncture porteuse et d'une réforme fiscale; elle s'est cependant poursuivie jusqu'en 1993, alors que la croissance du pouvoir d'achat des particuliers s'amenuisait. Pendant la phase de diminution du taux d'épargne, l'augmentation du revenu disponible réel a d'abord été modérée, de 0,4 p.c. par an en moyenne de 1994 à 1997, à la suite de la mise en œuvre des dispositions du plan global en matière de modération salariale et d'assainissement des finances publiques, et s'est ensuite accélérée pour atteindre environ 2,4 p.c. en 1999 et 2000.

Ces observations indiquent qu'il n'y a pas de lien univoque entre l'évolution à moyen terme du taux d'épargne et la croissance du revenu

disponible. La consommation présente, en général, des mouvements moins prononcés que ceux du revenu: de fortes accélérations ou décélérations temporaires de celui-ci ne se répercutent que partiellement dans l'évolution des dépenses, tandis que l'épargne joue un rôle d'amortisseur. Toutefois, ce phénomène de lissage ne se manifeste pas à moyen terme.

2. L'EVOLUTION A MOYEN TERME DU REVENU ET L'INCIDENCE DES PERSPECTIVES EN MATIERE DE FINANCES PUBLIQUES ET D'EMPLOI

Si les particuliers tendent à amortir les variations irrégulières et transitoires de leurs ressources courantes, ils déterminent principalement leur

consommation en fonction de leurs anticipations de revenus. Ainsi, l'attente d'une accélération, ou d'un recul, des revenus futurs sera prise en compte pour arrêter le niveau des dépenses sur l'ensemble de l'horizon temporel, et pas uniquement au moment où ces modifications se réalisent effectivement.

Au niveau individuel, les revenus futurs escomptés présentent en général une trajectoire caractéristique, bien qu'entourée d'incertitudes, d'une augmentation progressive durant la vie active, suivie d'un recul sensible au moment de la retraite.

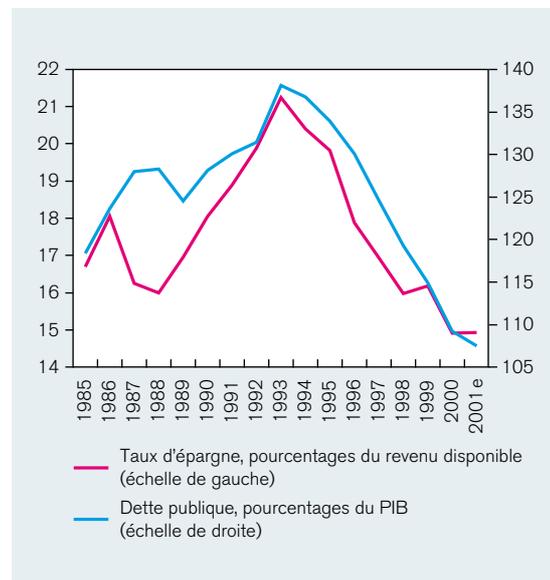
Différents facteurs macroéconomiques peuvent exercer une influence sur les anticipations de revenus. La situation et les perspectives économiques générales déteignent sur la confiance des consommateurs, de sorte que, à moyen terme, ils ont une vision plus ou moins optimiste de leurs revenus futurs. Cette appréciation dépend notamment de l'évolution attendue sur le marché du travail, puisque les salaires et traitements constituent la source la plus importante de revenu primaire. Le lien entre la confiance des consommateurs et le niveau du chômage est d'ailleurs établi. Par ailleurs, le revenu disponible des particuliers est aussi déterminé par les transferts nets, en provenance ou à destination des pouvoirs publics.

La dynamique des finances publiques joue donc un rôle important dans la détermination du taux d'épargne des particuliers. Ce rôle se manifeste au travers de l'évolution de la dette publique. Selon le principe dit d'équivalence ricardienne¹, le consommateur rationnel anticipe une réduction de ses revenus futurs en cas d'augmentation tendancielle de la dette, considérant que les

pouvoirs publics auront à relever le niveau d'imposition², afin d'en assurer le remboursement. De ce fait, le consommateur adapte immédiatement ses dépenses à la baisse. Toutes choses étant égales par ailleurs, une augmentation de la dette publique implique donc, selon ce raisonnement, une baisse de la consommation et une hausse du taux d'épargne. Inversement, lorsque la dette publique diminue durablement, les consommateurs anticipent un allègement à terme de la pression fiscale et une croissance des revenus futurs plus élevée que celle du revenu disponible immédiat. Dans ce cas, la consommation devrait progresser plus rapidement que le revenu disponible, et le taux d'épargne s'orienter à la baisse.

Ce principe d'équivalence ricardienne semble avoir été d'application en Belgique au cours des quinze dernières années, comme le montre le parallélisme entre l'évolution de la dette publique, exprimée en pourcentage du PIB, et le taux d'épargne des particuliers, même pour ce qui est du moment où un sommet a été atteint.

GRAPHIQUE 2 – TAUX D'EPARGNE DES PARTICULIERS ET DETTE PUBLIQUE



Sources : ICN, BNB.

¹ Ce principe est expliqué plus en détail dans l'article intitulé *Considérations relatives au niveau de l'endettement des pouvoirs publics*, dans la présente Revue.

² Ou à diminuer leurs dépenses, notamment de transferts versés aux particuliers dans le cadre des mécanismes de sécurité sociale ou de traitements versés aux fonctionnaires, ce qui a la même incidence sur le revenu des particuliers qu'une augmentation d'impôts.

En effet, la dette publique belge n'a cessé de croître depuis le début des années septante pour atteindre un sommet de 138,1 p.c. du PIB en 1993, l'année 1989 ne constituant qu'une brève interruption de cette tendance. Ensuite, le ratio de la dette a constamment et progressivement diminué; en 2001, il est revenu à 107,7 p.c. du PIB.

La consolidation des finances publiques en cours depuis plusieurs années a rendu possible la réforme de l'impôt des personnes physiques annoncée en 2001 et dont la mise en œuvre prévue s'étale de 2002 à 2006. Dans la mesure où la baisse de la pression fiscale a été anticipée, cette réforme ne devrait exercer qu'un effet additionnel limité sur la consommation. Par contre, elle donnera lieu à une augmentation effective du revenu disponible courant, à hauteur des allègements progressifs. Dès lors, sa réalisation pourrait entraîner, à court terme, une remontée temporaire du taux d'épargne. Toutefois, dans la mesure où la réduction de la dette va se poursuivre, les particuliers pourraient anticiper de nouveaux allègements fiscaux, facteur d'encouragement à une nouvelle baisse du taux d'épargne.

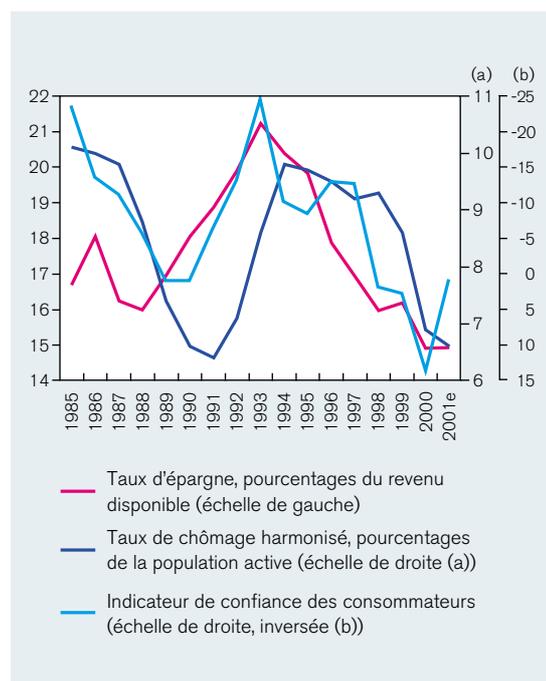
L'appréciation des particuliers quant à leurs revenus futurs dépend également de leur perception des développements de l'environnement économique. Celle-ci est synthétisée dans l'indicateur de confiance des consommateurs, et est fortement liée à la situation attendue sur le marché de l'emploi. Il apparaît d'ailleurs que l'évolution de la confiance des consommateurs présente une forte corrélation négative par rapport à celle du taux de chômage: plus le taux de chômage est faible, plus la confiance est élevée. Elle réagit toutefois plus rapidement aux retournements conjoncturels importants, puisque l'emploi s'adapte généralement avec une certaine inertie à la situation économique générale.

La situation sur le marché de l'emploi est susceptible d'influencer la perception par les particuliers de leurs revenus futurs, par deux canaux.

D'abord, une augmentation du chômage exerce un effet direct sur les revenus présents et futurs de ceux qui perdent leur emploi. Ensuite, et de manière plus générale, une détérioration du marché de l'emploi perçue comme durable pèse sur les anticipations de revenus futurs de l'ensemble des particuliers: les chômeurs sont moins optimistes quant à leurs chances de (re)trouver un emploi et les travailleurs interprètent la hausse du taux de chômage comme une augmentation du risque de perdre le leur. Dès lors, les attentes quant aux revenus futurs sont revues à la baisse pour l'ensemble de la population, entraînant une diminution de la consommation, même si le revenu actuel ne change pas; par solde, le taux d'épargne augmente. *Mutatis mutandis*, les réactions sont inversées en cas de diminution du taux de chômage.

La confiance des consommateurs et le taux d'épargne des particuliers ont montré des évolutions inversées dans le long terme. Ainsi, la

GRAPHIQUE 3 – TAUX D'EPARGNE DES PARTICULIERS, TAUX DE CHOMAGE ET CONFIANCE DES CONSOMMATEURS



Sources: CE, ICN, BNB.

confiance n'a-t-elle cessé de diminuer entre 1990 et 1993, atteignant alors un niveau particulièrement bas en même temps que le taux d'épargne s'élevait à son niveau le plus haut. Ensuite, la confiance des ménages a progressé tendanciellement, malgré une quasi-stabilisation au milieu des années nonante, pour atteindre un niveau élevé en 2000.

Les évolutions du taux de chômage et du taux d'épargne en Belgique de 1985 à 2001 présentent pour leur part une corrélation positive. La relation entre les deux variables semble cependant un peu moins forte que celle qui lie le taux d'épargne et la dette publique ou la confiance des consommateurs, principalement parce que les retournements dans l'évolution du taux de chômage se sont produits avec un certain retard par rapport à ceux de l'évolution du taux d'épargne. En effet, le taux de chômage harmonisé a atteint son plus bas niveau de la période étudiée en 1991, à 6,4 p.c. de la population active. Ensuite, ce taux est progressivement remonté, pour atteindre 9,8 p.c. en 1994. Le retournement dans l'évolution du taux de chômage s'est produit avec trois ans de retard sur le retournement dans l'évolution du taux d'épargne dans le premier cas, et avec un an de retard dans le second. En 2001, le taux de chômage est revenu à 6,6 p.c.

3. L'EVOLUTION DU PATRIMOINE ET L'EFFET DE RICHESSE

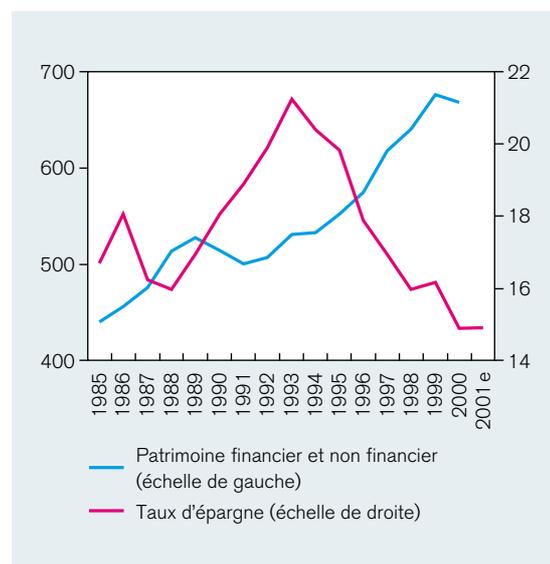
Le patrimoine des particuliers constitue une réserve qui peut être utilisée pour maintenir un certain niveau de consommation après la vie active, c'est-à-dire lorsque le revenu disponible est moins important, mais qui peut aussi être consommée à n'importe quel autre moment. Certains événements peuvent influencer la valeur du patrimoine de l'ensemble des particuliers et, partant, le taux d'épargne et la consommation. On parle ainsi d'effet de richesse pour désigner

le lien entre le patrimoine et la consommation, et en particulier l'incidence de (fortes) variations des prix des actifs qui constituent le patrimoine sur la consommation. En principe, on s'attend à ce qu'une appréciation de la valeur du patrimoine, par exemple en raison d'une hausse des cours boursiers, entraîne une hausse de la consommation, à revenu disponible inchangé, et donc une réduction du taux d'épargne. De même, une revalorisation de l'immobilier peut donner lieu à un effet de richesse. En effet, le patrimoine des particuliers est constitué de leur patrimoine financier – la différence entre actifs et engagements financiers – et d'actifs réels – principalement l'immobilier.

L'évolution du patrimoine total des particuliers en Belgique, dont le patrimoine financier constitue la part la plus importante, peut être décomposée en trois sous-périodes. De 1985 à 1989, le patrimoine total, en proportion du revenu disponible, a connu une forte expansion, croissant à un rythme annuel moyen de 4,6 p.c. De 1990 à 1994, il s'est quasiment stabilisé, n'augmentant que de 0,2 p.c. en moyenne annuelle,

GRAPHIQUE 4 – TAUX D'EPARGNE ET PATRIMOINE DES PARTICULIERS

(pourcentages du revenu disponible des particuliers)



Sources : ICN, BNB.

entre autres sous l'effet de la stagnation des cours des actions durant cette période. Enfin, de 1995 à 2000, il a de nouveau suivi une tendance marquée à la hausse (3,8 p.c. de croissance annuelle moyenne). Sur cette dernière période, l'encours total des principales catégories d'actifs financiers, exprimé en unités monétaires, a crû de 7,9 p.c. en moyenne annuelle, dont 2,8 p.c. n'étaient pas expliqués par la formation de nouveaux actifs, mais par d'autres facteurs au premier rang desquels se trouve la revalorisation des actifs existants. Les deux phases de vive croissance du patrimoine, particulièrement la seconde, sont allées de pair avec une baisse du taux d'épargne, tandis qu'au cours de la période de croissance modérée du patrimoine, le taux d'épargne a généralement augmenté.

CONCLUSION

Après avoir crû progressivement de 16 p.c. en 1988 à un sommet de 21,2 p.c. en 1993, le taux d'épargne des particuliers est revenu à un niveau de 14,9 p.c. en 2001, proche de la moyenne de la zone euro. Ces mouvements de moyen terme résultent du dynamisme relatif de la consommation et du revenu disponible. L'article identifie trois circonstances dans lesquelles la consommation tend à croître plus rapidement que le revenu disponible. Un premier lien est établi avec l'évolution de la dette publique: les consommateurs s'attendent, en cas de

diminution durable de la dette, à une réduction future de la pression fiscale, ce qui leur permet d'envisager des revenus supérieurs sur l'ensemble de leur vie et donc, de consommer davantage dans l'immédiat. La deuxième raison d'une croissance plus soutenue de la consommation réside dans l'appréciation portée par les consommateurs sur la situation économique générale, et en particulier sur la situation du marché du travail: un taux de chômage en baisse permet d'espérer une amélioration des revenus futurs, ce qui est favorable à la consommation. Enfin, une troisième source de diminution persistante du taux d'épargne est l'augmentation des prix des actifs détenus par les particuliers, qu'on appelle aussi «effet de richesse»: une revalorisation du patrimoine des particuliers leur permet d'augmenter leurs dépenses de consommation sans nuire à leur objectif en termes de détention de richesse.

Ces trois conditions ont généralement été réunies en Belgique depuis 1994. Si l'on fait abstraction de la réforme fiscale, dont la mise en œuvre a sans doute été en partie anticipée et pourrait donc conduire à une hausse temporaire du taux d'épargne, la perspective d'une poursuite de la consolidation à moyen terme des finances publiques devrait continuer de soutenir les anticipations des particuliers quant à leurs revenus futurs et dès lors encourager leur consommation. Mais l'évolution du taux d'épargne dans les prochaines années dépendra aussi des perspectives quant au marché du travail et de l'évolution du prix des actifs.

CONSIDERATIONS RELATIVES AU NIVEAU DE L'ENDETTEMENT DES POUVOIRS PUBLICS

La situation des finances publiques s'est nettement améliorée ces dernières années dans la plupart des pays membres de l'OCDE. Dans bon nombre d'entre eux, cette évolution a donné lieu à un changement notable d'orientation du débat budgétaire. Si, par le passé, l'accent a été mis sur la maîtrise aussi adéquate et efficace que possible des déficits budgétaires, la réflexion se porte dorénavant peu à peu sur la manière la plus appropriée d'affecter les excédents, notamment sur le point de savoir si une baisse des recettes publiques (par exemple les impôts sur les revenus du travail) ou une hausse des dépenses primaires (par exemple les allocations sociales) n'est pas plus opportune qu'une amélioration du solde budgétaire. C'est dans cette perspective que, en Belgique, la section «Besoins de financement des pouvoirs publics» du Conseil supérieur des finances apporte une contribution par les recommandations qu'elle émet sur les objectifs budgétaires à réaliser par les pouvoirs publics et, plus particulièrement, le niveau adéquat du surplus budgétaire que ceux-ci devraient dégager à long terme. Les engagements pris dans le cadre du Traité sur l'UE et du Pacte de stabilité et de croissance, ainsi que les conséquences importantes sur les finances publiques du vieillissement de la population dans les décennies prochaines, imposent sans nul doute la poursuite du processus de désendettement, mais il n'existe pas de critères objectifs clairs permettant de déterminer la rapidité avec laquelle la réduction de la dette publique devrait s'opérer et le niveau auquel celle-ci devrait en fin de compte revenir.

Le présent article fournit un éclairage sur un certain nombre d'éléments à prendre en considération dans le débat sur le niveau et l'évolution de l'endettement. Après un rappel de la réglementation européenne en la matière, il aborde brièvement un aspect comptable important. Ensuite, les multiples raisons pour lesquelles l'existence d'une dette publique est tolérable

sont évoquées. Puis, on examine le résultat des recherches empiriques traitant du niveau dit optimal de l'endettement des pouvoirs publics. Enfin, une brève description de la réglementation en vigueur dans deux pays pour la dette publique est proposée.

I. REGLEMENTATION EUROPEENNE

Le Traité sur l'UE fait explicitement référence à la dette publique dans un des critères de convergence à satisfaire par les Etats membres candidats à l'adhésion à l'UEM. Ceux-ci doivent afficher une dette publique inférieure à 60 p.c. du PIB ou qui, au moins, diminue suffisamment et s'approche de ce niveau à un rythme satisfaisant.

Pour autant qu'on puisse en juger, la valeur de référence de 60 p.c. du PIB n'est pas tirée d'une analyse économique du ratio d'endettement optimal. Cette valeur aurait été choisie parce qu'elle correspondait plus ou moins à la moyenne affichée à l'époque par les pays de l'UE¹. En outre, on peut montrer sous certaines conditions que ce niveau de référence est globalement compatible avec le critère de convergence de 3 p.c. du PIB fixé pour le déficit public²: ainsi, si la croissance nominale annuelle du PIB s'élève à quelque 5 p.c. en moyenne (3 p.c. de croissance

¹ En 1992, la dette publique brute consolidée représentait 59,6 p.c. du PIB pour l'ensemble de l'UE (CE, *General government data*, printemps 2002).

² Suivant certaines interprétations, ce critère de convergence aurait aussi été inspiré par la «règle d'or» (cf. section III.2): les pouvoirs publics ne pouvaient afficher de déficit que pour financer leurs investissements et un niveau d'investissements publics de 3 p.c. du PIB était jugé par d'aucuns souhaitable. Le critère relatif au déficit n'a toutefois pas été associé à une directive explicite en matière d'investissements publics. Il est uniquement stipulé que si les Etats membres affichent un déficit excessif, la CE doit examiner si ce déficit excède les dépenses d'investissement.

réelle et 2 p.c. d'inflation), selon l'hypothèse qui prévalait à l'époque, le rapport entre la dette publique et le PIB tend à long terme vers 60 p.c. environ, pour un déficit public annuel constant de 3 p.c. du PIB et en l'absence d'ajustements entre le déficit et la dette¹.

Le Pacte de stabilité et de croissance ne contient pas de directives explicites en matière de dette publique, mais impose un autre critère relatif au solde budgétaire: les Etats membres doivent présenter à moyen terme un budget proche de l'équilibre ou en excédent. Selon l'interprétation la plus usuelle, cela signifie que le solde des finances publiques, corrigé de l'influence conjoncturelle², doit être proche de zéro ou ne peut, en tout cas, être fortement déficitaire de façon persistante. Il s'indique de noter qu'un respect rigoureux de ce critère implique, en faisant abstraction, une nouvelle fois, d'ajustements entre le déficit et la dette, que le ratio d'endettement soit ramené pratiquement à zéro à très long terme. Le Pacte implique donc un net durcissement de la norme fixée dans le Traité pour le ratio d'endettement des pouvoirs publics. Il faut toutefois se rendre compte que cette évolution asymptotique vers un niveau d'endettement zéro est très lente. Si la dette publique s'élève à près de 108 p.c. du PIB, comme c'était le cas par exemple en Belgique à la fin de 2001, et n'augmente plus en termes nominaux (c'est-à-dire en cas de maintien de l'équilibre budgétaire et d'absence d'ajustements entre le déficit et la dette), il faudrait quelque douze ans avant que le ratio d'endettement ne revienne à la valeur de référence de 60 p.c. du PIB, moyennant une croissance nominale du PIB de 5 p.c. par an, la disparition de la dette n'intervenant pour sa part en pratique qu'un siècle plus tard.

On peut dès lors se demander si pour les pays où la dette publique reste nettement supérieure à la valeur de référence de 60 p.c. définie par le Traité sur l'UE, on peut considérer comme satisfaisant le rythme auquel la dette revient jusqu'à ce niveau dans l'hypothèse où la politique

poursuivie se limite à la présentation d'un budget en équilibre. Le SEBC recommande à cet égard un effort budgétaire plus important pour les pays fortement endettés (soit l'Italie, la Grèce et la Belgique). Il estime que pour atteindre un rythme satisfaisant de réduction de la dette publique, ces pays doivent dégager des excédents, corrigés des variations conjoncturelles, qui soient significatifs, de l'ordre de 1 p.c. du PIB. La CE³ préconise cependant une interprétation moins rigoureuse. Le durcissement de la norme budgétaire en un excédent corrigé des variations conjoncturelles de 1 p.c. du PIB n'accélérait, en effet, que de façon modeste le processus de désendettement dans les pays susvisés: en Belgique, la valeur de référence de 60 p.c. du PIB ne serait atteinte qu'à peine deux ans plus tôt, sous l'hypothèse de croissance mentionnée plus haut. La CE considère par conséquent qu'une dette publique élevée ne constitue pas à elle seule un argument pour justifier une norme budgétaire plus stricte, puisqu'un budget structurellement en équilibre permet, dans des conditions normales, un processus de désendettement suffisamment rapide.

II. ASPECTS COMPTABLES: DETTE BRUTE ET DETTE NETTE

La réglementation européenne relative au niveau d'endettement se réfère à la notion de dette brute consolidée, soit un concept de dette brute dont sont déduits les titres de créance, qui ont été émis par les pouvoirs publics, mais qui sont

¹ Les ajustements entre le déficit et la dette sont des opérations ou écritures comptables qui n'ont pas d'incidence sur le déficit, mais bien sur le niveau de la dette. Il s'agit notamment des octrois de crédits et des prises de participations, des plus-values ou moins-values de change sur la dette en monnaies étrangères et des privatisations.

² Par solde corrigé des variations conjoncturelles, on entend le solde adapté pour éliminer l'influence du cycle conjoncturel sur les recettes et dépenses publiques, c'est-à-dire de ce qu'on appelle dans le jargon, l'effet des stabilisateurs automatiques.

³ CE, *Public finances in EMU - 2001*, European Economy, n° 3, 2001.

également détenus par les pouvoirs publics ou, éventuellement, d'autres sous-secteurs des pouvoirs publics. Les autres actifs financiers ne sont pas déduits. Le choix de cette notion a permis d'éviter un débat difficile sur l'utilisation de règles d'évaluation harmonisées et transparentes des actifs publics, ainsi que le risque que le niveau d'endettement officiel ne soit biaisé par la prise en compte de créances ou actifs douteux.

Si l'on veut appréhender les charges financières effectives auxquelles les pouvoirs publics doivent faire face, la notion de dette nette, c'est-à-dire la dette après déduction de tous les actifs financiers, éventuellement pondérés pour des différences de qualité, apparaît néanmoins plus pertinente. Une dette brute (consolidée) de 60 p.c. du PIB sans actifs financiers est en effet quasiment équivalente à une dette brute de 90 p.c. du PIB assortie d'actifs financiers représentant 30 p.c. du PIB, par exemple. Contrairement à la réglementation européenne, les considérations théoriques qui suivent s'appliquent dès lors, principalement, à la dette nette. La distinction est importante puisque n'importe quel niveau de dette brute consolidée peut en principe se conjuguer à une valeur donnée de la dette nette¹.

III. CONSIDERATIONS THEORIQUES

1. *POURQUOI EST-IL PREFERABLE QUE LA DETTE PUBLIQUE SOIT LA MOINS ELEVEE POSSIBLE?*

Les inconvénients «classiques» d'une dette publique élevée sont suffisamment connus. Ainsi, plus la dette est élevée, plus le solde primaire² doit être important pour parvenir à un solde budgétaire donné, ce qui implique soit des recettes supérieures, soit des dépenses primaires

inférieures. Cette situation peut ne pas être souhaitable pour plusieurs raisons, tant économiques que sociales. Premièrement, la croissance économique est susceptible d'être freinée, par exemple, par un niveau plus élevé des impôts sur les revenus du travail ou sur les bénéfices des entreprises ou par un niveau plus bas des dépenses productives des pouvoirs publics. En outre, une pression fiscale ou parafiscale plus importante que dans d'autres pays peut entraîner le départ de certains facteurs de production et, plus particulièrement, une fuite des capitaux ou une délocalisation des entreprises, susceptible d'abaisser le niveau des investissements dans l'économie. Enfin, un excédent primaire élevé peut être source de frustrations auprès de la population si cette dernière a le sentiment de payer trop cher les services publics.

Un niveau élevé de dette publique rend par ailleurs les finances publiques plus vulnérables à des fluctuations de taux d'intérêt difficilement prévisibles.

De plus, les paiements d'intérêts peuvent avoir des effets de redistribution indésirables, dans la mesure où les impôts sont répartis différemment entre les catégories de revenus que ne le sont les titres de la dette.

Une dette publique élevée ou en hausse peut également contrecarrer l'efficacité de la politique monétaire. D'une part, les autorités monétaires peuvent être sujettes à des pressions politiques visant à ne pas laisser les taux d'intérêt atteindre un niveau trop élevé, de façon à comprimer les charges d'intérêts, et/ou à ne pas intervenir face à une accélération de l'inflation, de façon à abaisser la valeur réelle

¹ Un autre concept de la dette, fréquemment appelé «dette implicite», tient en outre compte de charges à venir d'ores et déjà certaines, comme le paiement des retraites. Cette notion peut être plus indiquée par exemple pour évaluer la soutenabilité de la situation budgétaire, mais son calcul est ardu et se pose en outre des problèmes de disponibilité rapide et de comparabilité internationale des données.

² Par solde primaire, on entend le solde budgétaire à l'exclusion des charges d'intérêts.

de la dette. D'autre part, un assouplissement monétaire justifié peut être interprété par les marchés financiers comme un signe de faiblesse face à ces pressions politiques, ce qui pourrait soulever le problème de l'indépendance des autorités monétaires.

Dans une union monétaire où les responsabilités budgétaires sont décentralisées, le dérapage budgétaire d'un Etat membre peut par ailleurs entraîner une hausse des taux d'intérêt pour tous les Etats membres, ce qui est susceptible d'occasionner des tensions supplémentaires.

Enfin, dans la mesure où l'épargne du secteur privé n'augmente pas proportionnellement, les déficits budgétaires, qui sont à l'origine de la dette ou en découlent par le biais des charges d'intérêts, peuvent accaparer une trop grande part de l'épargne disponible et ainsi, pousser à la hausse les taux d'intérêt et évincer les investissements (*crowding out*). L'épargne privée elle-même peut être influencée par l'émergence d'un déficit public ou son élargissement. La littérature assimile fréquemment la réaction de la propension à épargner privée vis-à-vis des déficits publics au débat entre le modèle «keynésien» et le modèle «ricardien». Dans le premier, les particuliers fonderaient essentiellement leurs décisions de consommation sur le revenu disponible et ne le feraient peu ou pas dépendre de la situation des finances publiques. Le second modèle considère par contre que les ménages tiennent compte de tous les flux de revenus futurs (l'horizon temporel peut en principe être infini si l'on prend en compte la prospérité des générations futures) et, dans ce contexte, intègrent la contrainte budgétaire des pouvoirs publics: sous ces conditions, une hausse du déficit n'augmente pas nécessairement la consommation privée ou la croissance économique, étant donné que les ménages se rendent compte que l'aggravation de la dette devra tôt ou tard être compensée, par une augmentation des impôts par exemple, et économisent dès lors par précaution une part plus substantielle de leur revenu disponible du

moment¹. A l'inverse, une résorption du déficit public ne pèserait dès lors pas nécessairement sur la croissance économique et pourrait même la stimuler grâce à des effets positifs sur la confiance. La littérature² suggère que l'économie répondrait d'autant plus au modèle ricardien que le niveau de la dette des pouvoirs publics est élevé. En présence d'un endettement élevé, les agents économiques prendraient en effet davantage conscience de la problématique budgétaire et réaliseraient que la probabilité d'une hausse de la pression fiscale et parafiscale au cours de leur vie est importante³. Dans ces circonstances, la politique budgétaire perdrait beaucoup de son efficacité. Inversement, une politique de désendettement pourrait être menée dans des économies caractérisées par une dette publique élevée⁴ sans que, compte tenu de leur caractère plus «ricardien», cela ne pèse lourdement sur leur demande intérieure. Il n'est même pas exclu que cette dernière soit stimulée par une diminution crédible de la dette.

2. LA DETTE PUBLIQUE DANS UN CADRE PLUS LARGE

De manière plus générale, la dette publique doit être appréciée dans un cadre intergénérationnel. D'une part, le recours à l'endettement accroît les possibilités de dépenses privées des générations actuelles: une part des dépenses publiques ne doit en effet pas être financée par des recettes publiques, ce qui augmente directement ou

¹ La formulation exacte du théorème d'équivalence ricardienne est très restrictive et liée à un certain nombre de conditions précises (notamment en matière de solidarité entre les générations et de fonctionnement parfait des marchés de capitaux). Une analyse détaillée de ce théorème sort toutefois du cadre du présent article.

² Voir notamment Olivier Blanchard, *Comments on Giavazzi and Pagano*, dans Olivier Blanchard et Stanley Fischer, NBER Macroeconomics Annual 1990, et Alan Sutherland, *Fiscal crises and aggregate demand: can high public debt reverse the effects of fiscal policy?*, Journal of Public Economics, Vol. 65 (2), août 1997.

³ Dans ce cas, la solidarité intergénérationnelle ne serait plus une condition nécessaire pour que l'hypothèse d'équivalence ricardienne soit vérifiée.

⁴ L'article intitulé *L'évolution du taux d'épargne en Belgique*, dans la présente Revue, montre que les effets ricardiens ont contribué à déterminer l'évolution du taux d'épargne en Belgique.

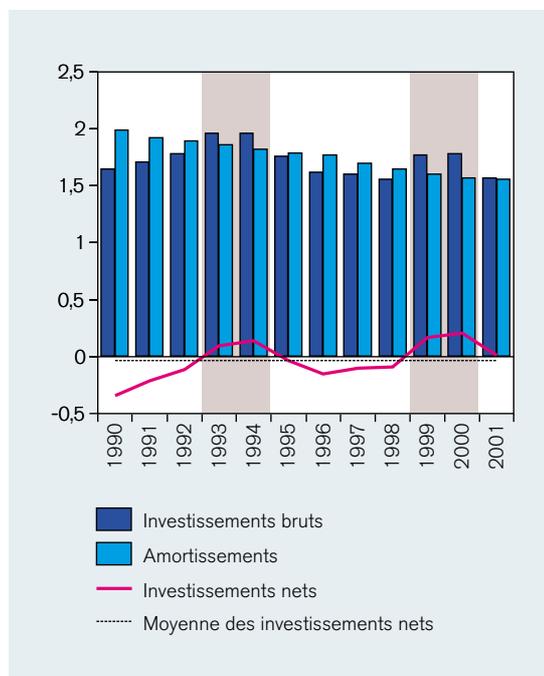
indirectement le revenu disponible des ménages. D'autre part, les possibilités de dépenses des générations futures sont limitées puisque toutes autres choses restant égales, celles-ci devront au moins payer les charges d'intérêts sur la dette ainsi créée. Il semble donc indispensable d'évaluer le niveau de la dette publique à l'aune du critère de la neutralité intergénérationnelle, selon lequel la contribution nette de chaque génération aux pouvoirs publics doit être identique.

Conformément à ce critère de neutralité intergénérationnelle, les déficits publics ne se justifient que dans la mesure où les interventions publiques accroîtront à l'avenir la capacité de production de l'économie. L'amélioration du bien-être offre alors aux générations futures une compensation des charges de la dette publique. Souvent, ce critère de neutralité est ramené à ce que l'on appelle la «règle d'or»: les déficits publics sont autorisés à concurrence du niveau des investissements des pouvoirs publics. Cette règle d'or constitue toutefois une trop grande simplification pour diverses raisons.

D'abord, les dépenses d'investissement, tels que comptabilisées dans les comptes des pouvoirs publics, sont des dépenses brutes. Or, l'accroissement du stock de capital qui est transféré aux générations suivantes se reflète davantage dans les investissements nets (c'est-à-dire après déduction des amortissements) que dans les investissements bruts. Le déficit public devrait donc en principe être limité aux investissements nets plutôt que bruts. En Belgique, les investissements publics sont caractérisés par un cycle électoral manifeste pour ce qui est de la formation brute de capital fixe par les pouvoirs locaux, les dépenses d'investissement progressant en général fortement au cours de l'année précédant les élections communales et au cours de celle des élections. En dehors de ces années, ainsi que de 2001, les investissements bruts ont, selon les comptes nationaux, été nettement inférieurs aux amortissements au cours de la dernière

GRAPHIQUE 1 – INVESTISSEMENTS BRUTS ET NETS DES POUVOIRS PUBLICS BELGES

(pourcentages du PIB)



Source: ICN.

décennie. En moyenne, l'écart enregistré entre 1990 et 2001 a atteint quelque 0,03 p.c. du PIB. Cela signifie que le stock de capital des pouvoirs publics a en fait diminué et que, dans l'ensemble, les déficits publics enregistrés au cours de cette période ne peuvent dès lors absolument pas être justifiés par la règle d'or.

Par ailleurs, il convient de tenir compte de la rentabilité totale (rendement annuel et durée de vie) des investissements en question. La règle d'or traite sur un pied d'égalité tous les investissements partant du principe que, quel que soit leur rendement, ceux-ci peuvent toujours être financés par des emprunts. Mais selon le critère de neutralité intergénérationnelle, ce financement ne pourrait en fait concerner que les projets d'investissement qui répondent à certaines exigences minimales de rendement. La durée de vie desdits projets est elle aussi essentielle: en principe, le financement par des déficits

est d'autant plus « admissible » que cette durée de vie est longue et que les générations futures peuvent en profiter plus longtemps. Il est évidemment difficile d'estimer directement le rendement précis d'investissements publics puisqu'il n'y a d'ordinaire pas de valorisation marchande de leurs retombées. La littérature empirique évalue souvent ce rendement au travers des répercussions de ces investissements sur la productivité totale des facteurs, c'est-à-dire de la hausse de la production qui ne peut être attribuée à une mise en œuvre accrue de facteurs de production. Globalement, les résultats de ces études empiriques suggèrent que les investissements publics ont une incidence positive importante sur la productivité totale des facteurs¹. Ce résultat macroéconomique masque néanmoins une forte diversité au niveau des projets d'investissement individuels. Tout investissement doit être évalué à l'aune de normes de rentabilité strictes préalablement fixées, et l'application de la règle d'or ne peut bien entendu en aucun cas conduire à donner un blanc-seing pour la réalisation d'investissements non productifs.

De plus, les pouvoirs publics n'influencent pas le stock de capital ou la croissance potentielle de l'économie que par leur formation brute de capital fixe. Ainsi, ils contribuent aussi pour une large part au stock de capital humain par le biais des dépenses d'enseignement. Dans la mesure où ces dépenses augmentent la croissance potentielle future, il n'y a en principe aucune raison, sur la base du critère de neutralité intergénérationnelle, d'exclure a priori pour leur financement le recours à l'endettement et de réserver celui-ci aux investissements proprement dits des pouvoirs publics. Il s'indique aussi de souligner que les pouvoirs publics déterminent en général le climat dans lequel le secteur privé réalise des investissements. Les canaux par lesquels leur influence s'exerce peuvent concerner leurs recettes (pression fiscale globale, par exemple) comme leurs dépenses (subsides à l'investissement, par exemple). Le relèvement du plafond d'emprunt défini par

la règle d'or, qui découlerait de l'intégration de toutes les dépenses nouvelles ou diminutions de recettes qui paraîtraient justifiées selon cette approche, autoriserait toutefois les pouvoirs publics à contracter des déficits trop importants (nettement supérieurs au niveau de 3 p.c. du PIB jugé « excessif » par le Traité sur l'UE) et, partant, menaceraient la soutenabilité de leur position budgétaire. A elles seules, les dépenses d'enseignement, par exemple, atteignent en moyenne quelque 6 p.c. du PIB dans les pays de l'OCDE. Il semble donc clair qu'une sélectivité rigoureuse (fondée sur les normes de rentabilité précitées) s'impose lors de la détermination des dépenses susceptibles d'être financées par l'emprunt. Il convient d'ailleurs d'insister également sur le fait que les pouvoirs publics peuvent aussi influencer les investissements privés sans que cela ne pèse sur le budget. Des finances publiques saines peuvent par exemple avoir une incidence nettement favorable sur les investissements privés par des effets positifs sur la confiance. L'étendue et la nature de la régulation publique peuvent aussi avoir des effets non négligeables sur ces investissements.

L'évaluation de la neutralité intergénérationnelle ne peut pas non plus s'effectuer uniquement sur la base de l'évolution du stock de capital, comme le suggère la règle d'or, l'incidence de la démographie sur cette neutralité devant également être intégrée dans l'analyse. En cas de choc démographique négatif important, en l'occurrence la perspective d'un vieillissement significatif de la population, les charges budgétaires sont en effet plus lourdes pour les générations futures. Dans un tel contexte, il apparaît opportun, compte tenu de la neutralité intergénérationnelle et du fait que ces prestations accrues, sous la forme de pensions

¹ Pour la Belgique, cette incidence a été mise en évidence par G. Everaert et F. Heylen, *Public capital and productivity growth in Belgium*, Working Paper Universiteit Gent, Faculteit Economische en Toegepaste Economische Wetenschappen, n° 98/57, juillet 1998

et de soins de santé pour les personnes âgées, bénéficieront plus tard surtout aux générations actuelles, d'anticiper ces charges et de les leur faire financer¹. Dès lors, lorsque les évolutions démographiques prévisibles sont défavorables, il faut que les normes budgétaires soient plus sévères que celles fondées sur la règle d'or ou l'une de ses variantes.

Ainsi, si l'on veut déterminer le niveau optimal actuel de la dette publique belge, il convient de tenir compte du vieillissement de la population, qui devrait peser plus lourdement sur les finances publiques dans la période courant de 2010 à 2030. Il importe dans ce contexte de réduire la dette publique à un rythme accéléré afin de «soulager» autant que possible les générations futures du fardeau que celle-ci représente. La dynamique positive de la dette réduit en effet les charges d'intérêts, et cette marge budgétaire peut être affectée en partie au financement des coûts du vieillissement. Vu le profil temporel des charges budgétaires occasionnées par le vieillissement, il apparaît toutefois nécessaire de dégager un excédent budgétaire et de l'élargir progressivement d'ici 2010, pour le maintenir ensuite à un niveau élevé pendant 5 années au moins. Il en découlera une marge budgétaire plus importante entre 2010 et 2030, d'autant qu'au gain de charges d'intérêts découlant de la baisse plus rapide de la dette publique viendra s'ajouter le volant supplémentaire que constituera la possibilité de ramener peu à peu l'excédent budgétaire à zéro après 2015². De la sorte, les coûts du vieillissement pourront, dans la mesure du possible, être compensés sans qu'une forte hausse de la pression fiscale et parafiscale ne doive être mise en œuvre aux dépens des générations actives dans ces années-là. L'ampleur et la vitesse de la réduction de la dette qui doivent être visées dans ce contexte ne dépendent bien entendu pas seulement d'avis normatifs quant à la neutralité intergénérationnelle, mais aussi de l'éventail des autres mesures prises en vue de compenser l'incidence du vieillissement.

3. LA DETTE PUBLIQUE EN TANT QU'INSTRUMENT FINANCIER

La dette publique occupe depuis des années une place non négligeable sur les marchés financiers³. Les titres de la dette publique combinent en effet un certain nombre de caractéristiques intéressantes pour les marchés financiers.

D'abord, ces titres constituent un placement très liquide (en égard à la grande quantité et à l'homogénéité des titres, qui sont régulièrement émis par le même émetteur suivant des formules standardisées quant à la durée et au paiement du coupon). La liquidité du marché est même souvent un objectif explicite dans le cadre de la gestion de la dette publique. Ensuite, le risque de crédit est quasiment inexistant, étant donné que les pouvoirs publics peuvent en principe toujours lever des impôts supplémentaires pour assurer le service de la dette. Le risque de crédit d'autres titres de créance (privés) se traduit dès lors généralement par une prime qui s'ajoute au taux d'intérêt d'un titre public comparable. Enfin, les titres publics forment aussi un instrument financier qui est en grande partie comparable d'un pays à l'autre, et ils permettent dès lors une comparaison internationale transparente du niveau de taux d'intérêt.

Les titres publics jouent également un grand rôle dans la mise en œuvre opérationnelle de la politique monétaire, essentiellement en raison des caractéristiques citées plus haut. Ainsi, les

¹ Une autre interprétation de la notion de neutralité intergénérationnelle (fondée sur les niveaux de bien-être des générations et non sur les changements du niveau de bien-être d'une génération par rapport à une autre) consiste à considérer que les générations futures devront de toute façon apporter la plus forte contribution au financement de la charge du vieillissement étant donné que leur niveau de bien-être sera supérieur à celui des générations actuelles, en raison de la croissance économique tendancielle positive. Cette interprétation conduit toutefois à une évolution insoutenable de la dette publique, étant donné que les générations précédentes pourraient toujours limiter dans une certaine mesure le niveau de bien-être des générations futures en augmentant la dette publique.

² Conseil supérieur des finances, section « Besoins de financement des pouvoirs publics », Rapport annuel 2002, juillet.

³ OCDE, *Public debt management at the cross-roads*, Economic Outlook (chapitre 6), n° 66, décembre 1999.

obligations publiques sont traditionnellement utilisées dans des opérations d'open market et les banques centrales détiennent une bonne part de leurs réserves sous la forme de titres publics.

Par conséquent, un processus de désendettement marqué peut rendre nécessaire un instrument de placement aux caractéristiques comparables, qui puisse reprendre le rôle des titres de la dette publique sur les marchés financiers. Un tel instrument n'est toutefois pas disponible immédiatement en toutes circonstances.

Il est évidemment toujours possible que les pouvoirs publics se laissent influencer par les considérations développées dans la partie précédente pour déterminer le niveau optimal auquel la dette nette doit revenir, tout en veillant à réduire dans une moindre mesure leur dette brute consolidée en vue d'un fonctionnement adéquat des marchés financiers ou de la politique monétaire. Cela peut conduire à ce que les pouvoirs publics détiennent, si nécessaire, des actifs relativement importants¹. Cette situation pourrait toutefois poser d'autres problèmes si les décisions de placement des pouvoirs publics sont insuffisamment préservées du lobbying politique et de l'influence de groupes de pression².

IV. ETUDES EMPIRIQUES

Dans l'ensemble, la littérature empirique relative au niveau d'endettement optimal est assez limitée. Deux approches différentes y sont suivies.

D'une part, le ratio d'endettement souhaité des pouvoirs publics peut être déduit du rapport statistique entre le niveau d'endettement observé et une variable cible donnée, telle que la croissance économique, par exemple. Un article de Smith et Hsing³, dans lequel un rapport statistique entre la croissance et la dette publique des Etats-Unis est estimé pour la période comprise entre 1960 et 1991 au moyen de quel-

ques variables de contrôle (masse monétaire, emploi, ...), en est une illustration. Dans cette étude, la dette publique optimale — c'est-à-dire le niveau qui maximise la croissance économique — est estimée à 38,4 p.c. du PIB pour la dette publique négociable et à 48,9 p.c. du PIB pour la dette totale. La méthodologie utilisée est toutefois susceptible d'améliorations sur un certain nombre de points. Ainsi, la dette brute du pouvoir fédéral est utilisée plutôt que la dette nette de l'ensemble des pouvoirs publics, plus pertinente, et le problème de la double causalité n'est pas suffisamment traité: le niveau de la dette publique peut sans doute influencer la croissance du PIB (cf. section III.1) mais si la dette est exprimée en pourcentage du PIB, l'inverse est vrai également; la question se pose alors de savoir ce que le coefficient de régression estimé et le niveau d'endettement «optimal» qui en est déduit mesurent précisément.

D'autre part, le niveau optimal de la dette publique peut être déduit d'un modèle calibré d'optimisation théorique. Le résultat obtenu dépend toutefois étroitement du modèle choisi, des hypothèses sous-jacentes et des valeurs des paramètres. Dans une étude de Zee⁴ utilisant un modèle à générations imbriquées, le niveau d'endettement optimal des Etats-Unis est estimé à moins de 20 p.c. du PIB. Aiyagari et MacGratten⁵ introduisent

¹ Dans certains pays comme la Norvège et le Luxembourg, la dette brute est maintenue pour cette raison à un niveau supérieur à celui exigé en réalité par la situation financière des pouvoirs publics.

² Voir notamment Jagadeesh Gokhale, *Fiscal policy at a time of budget surpluses*, article présenté lors du Fourth Workshop on Public Finance, Banca d'Italia, Perugia, 21-23 mars 2002.

³ David J. Smith et Yu Hsing, *In search of an optimal debt ratio for economic growth*, Contemporary Economic Policy, Vol. 8 (4), 1995.

⁴ Howell M. Zee, *The sustainability and optimality of the government debt*, IMF Staff Papers, Vol. 35 (4), 1988.

⁵ S. Rao Aiyagari et Elyn R. MacGratten, *The optimum quantity of debt*, Journal of Monetary Economics, Vol. 42 (3), décembre 1998. Dans cette étude, la valeur élevée de la dette optimale est probablement due en grande partie aux restrictions de crédit: si les individus ne peuvent emprunter sur les marchés financiers afin de maximiser leur niveau de bien-être intertemporel, les pouvoirs publics peuvent en quelque sorte le faire à leur place et accroître leur revenu disponible (et leurs possibilités de consommation) par le biais du recours à l'endettement. Dans ces conditions, il va de soi que la dette publique optimale doit avoir un poids significatif étant donné qu'elle compense les imperfections des marchés financiers. A ce sujet, on peut également rappeler qu'un fonctionnement parfait des marchés financiers est l'une des conditions fondamentales pour l'interprétation théorique de l'hypothèse d'équivalence ricardienne.

des chocs de productivité et des restrictions de crédit et évaluent alors la dette publique optimale à 66 p.c. du PIB. Milesi-Feretti et Roubini¹, enfin, aboutissent à la conclusion que la dette optimale est négative, c'est-à-dire que les pouvoirs publics doivent disposer d'actifs financiers supérieurs à leurs engagements. Des résultats aussi divergents ne permettent pas de donner une réponse définitive à la question du niveau d'endettement optimal. Certains modèles montrent toutefois aussi que les effets de bien-être liés à un écart du ratio d'endettement par rapport à son niveau « optimal » sont négligeables (Aiyagari et MacGratten, par exemple). En outre, ces modèles envisagent généralement une économie fermée et ne répondent donc pas à la question de savoir si le ratio d'endettement optimal est influencé par le degré d'ouverture d'une économie, c'est-à-dire la mesure dans laquelle un pays est sensible aux évolutions de la conjoncture mondiale.

V. NORMES DE LA DETTE PUBLIQUE DANS CERTAINS PAYS

Comme on l'a vu dans le début de cet article, les Etats membres de l'UE doivent se conformer pour l'évolution de leur dette publique à un certain nombre de règles. Certains pays, faisant ou non partie de l'Union, ont toutefois incorporé dans leurs procédures budgétaires des normes plus spécifiques. La situation de la Nouvelle-Zélande, qui a joué un rôle de pionnier en ce domaine, et celle du Royaume-Uni sont commentées ci-après à titre d'exemples.

1. LA NOUVELLE-ZÉLANDE²

Au cours des années septante et quatre-vingt, une politique budgétaire keynésienne expansionniste a été menée en Nouvelle-Zélande afin de stimuler la demande intérieure. Ainsi, tant l'importance du secteur public dans l'économie que la dette publique ont rapidement augmenté. Vers

la fin de cette période, les dépenses publiques ont atteint plus de 40 p.c. du PIB et la dette a culminé à 78 p.c. du PIB. Le budget s'est clôturé chaque année en déficit, en partie en raison des charges d'intérêts élevées de la dette publique.

Les résultats escomptés de cette politique ne se sont toutefois pas concrétisés: les pouvoirs publics ne sont pas parvenus à accroître la croissance de manière durable. Aussi ont-ils résolument changé de cap dans les années nonante: cette période s'est caractérisée par des privatisations, un assainissement budgétaire et des réformes institutionnelles. Les principes d'une politique budgétaire saine, transparente et raisonnable (y compris l'obligation d'en faire rapport) ont été établis dans le *Fiscal Responsibility Act (FRA)*, qui est entrée en vigueur le 1^{er} juillet 1994.

Conformément à cette nouvelle réglementation, la dette publique doit être ramenée à un niveau « prudent » (*a prudent level*), afin que les finances publiques soient moins vulnérables aux évolutions défavorables des facteurs exogènes, tels que le niveau des taux d'intérêt et la croissance économique. Tant que ce niveau n'était pas atteint, il convenait à tout le moins de viser un équilibre budgétaire courant pour chaque exercice: les dépenses courantes ne pouvaient dépasser les recettes courantes (ce qui équivaut à une variante de la règle d'or, dont question plus haut).

Une fois ce niveau « prudent » de la dette publique atteint, il doit être maintenu en veillant à ce que le budget courant soit en équilibre en moyenne sur une période raisonnable. En outre, les risques budgétaires doivent être gérés de manière prudente et la politique menée doit garantir une dose de prévisibilité raisonnable quant au niveau et à la stabilité des taux d'imposition.

¹ Gian Maria Milesi-Feretti et Nouriel Roubini, *On the taxation of human and physical capital in models of endogenous growth*, *Journal of Public Economics*, Vol. 70 (2), novembre 1998.

² Cette section est fondée sur l'article de John Janssen, *New Zealand's fiscal policy framework, experience and evolution*, in *Fiscal Rules*, Banca d'Italia, papers presented at the Third Workshop on Public Finance, Perugia, 1-3 février 2001.

Le FRA n'impose toutefois pas d'objectif quantitatif explicite pour le taux d'endettement. Il appartient au gouvernement de préciser le niveau «prudent» de la dette publique dans les budgets successifs. Il n'existe en effet aucun fondement théorique évident pour maintenir en toutes circonstances un niveau d'endettement donné sur une longue période.

Dans le *Fiscal Strategy Report* de 1994, les pouvoirs publics ont fixé le ratio d'endettement «prudent» pour la dette brute et la dette nette, à respectivement 30 et 20 p.c. du PIB. Cet objectif devait être atteint au moyen d'un excédent budgétaire annuel d'au moins 3 p.c. du PIB. Une réduction des impôts ne pouvait être mise en oeuvre que lorsque la dette nette atteindrait moins de 30 p.c. Grâce à une évolution conjoncturelle favorable et à des réformes structurelles, d'importants excédents budgétaires ont été enregistrés de 1994 à 1998, de sorte que la dette brute est revenue d'un peu plus de 60 p.c. du PIB en 1994 à 38 p.c. du PIB en 1998, la dette nette diminuant pour sa part de 50 à 25 p.c. du PIB au cours de la même période.

En 1998, l'objectif relatif au ratio d'endettement a été rendu plus strict: en 5 ans, la dette brute devait être ramenée à 25 p.c. du PIB et la dette nette, à 15 p.c. En raison de la crise asiatique, entre autres, les excédents budgétaires se sont toutefois mués en légers déficits, de sorte que cet objectif ne sera peut-être pas atteint en temps voulu.

2. LE ROYAUME-UNI¹

Au Royaume-Uni, deux objectifs ont été fixés pour la politique budgétaire à moyen terme² dans le *Code for fiscal stability*, introduit en 1997.

D'une part, l'équilibre entre générations doit être respecté en faisant en sorte que la génération qui bénéficie des services publics en supporte le plus possible les charges. D'autre part, une

augmentation insoutenable et dommageable (*an unsustainable and damaging rise*) du ratio d'endettement doit toujours être évitée.

Ces objectifs généraux sont toutefois précisés par deux règles budgétaires spécifiques.

En premier lieu, une variante de la règle d'or est imposée, par laquelle le déficit public doit rester limité aux dépenses d'investissement sur l'ensemble du cycle conjoncturel. L'application de cette règle vise à garantir l'équilibre entre les générations et à éviter un sous-investissement en capital public.

Le respect de la règle d'or n'est toutefois pas imposé pour chaque année, mais pour l'ensemble du cycle conjoncturel, ce qui équivaut à une norme d'équilibre courant corrigé des variations conjoncturelles. Le jeu des stabilisateurs automatiques est donc explicitement autorisé.

En second lieu, la *sustainable investment rule* stipule que la dette nette des pouvoirs publics doit être maintenue à un niveau stable et prudent (a stable and prudent level), en moyenne, au cours du cycle conjoncturel. Cette seconde règle est un complément important de la règle d'or précitée, étant donné qu'elle permet d'éviter que le financement des investissements par le recours à l'endettement ne puisse donner lieu à des ratios d'endettement trop élevés ou croissants. Sans que cela ne soit vraiment étayé par une argumentation claire, on part concrètement du principe que le niveau souhaité pour la dette nette s'élève à quelque 40 p.c. du PIB, ce qui correspondrait, selon les autorités britanniques, à une dette brute consolidée de moins de 50 p.c. du PIB.

¹ Cette section est fondée sur l'article d'Andrew Kilpatrick, *Transparent frameworks, fiscal rules and policy-making under uncertainty*, in *Fiscal Rules*, Banca d'Italia, papers presented at the Third Workshop on Public Finance, Perugia, 1-3 février 2001.

² Il existe, en outre, des objectifs à court terme, en particulier le soutien de la politique monétaire par le libre jeu des stabilisateurs automatiques et, éventuellement, par une politique interventionniste.

VI. CONCLUSION

La question du niveau souhaité de la dette publique suscite de plus en plus d'intérêt. Il va de soi que, comme stipulé dans le Traité sur l'UE, le ratio d'endettement doit approcher à un rythme satisfaisant du niveau de référence de 60 p.c. du PIB, dans les pays où ce n'est pas encore le cas, entre autres la Belgique. Cette exigence a toutefois été implicitement renforcée dans le Pacte de stabilité et de croissance: le solde budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent qui est requis doit en fin de compte ramener la dette à un niveau insignifiant. Cette évolution est certes lente. Le niveau « optimal » de la dette publique se situe donc entre 0 et 60 p.c. du PIB, du moins si l'on prend la réglementation européenne en la matière comme référence. Ces règles européennes ont toutefois trait à la dette brute consolidée et non au concept, économiquement plus pertinent, de dette nette (à laquelle, en principe, n'importe quelle dette brute consolidée peut correspondre).

La littérature théorique juge le niveau optimal de la dette (nette) des pouvoirs publics plutôt en fonction d'une notion de neutralité intergénérationnelle, qui se réduit souvent à la règle d'or: les déficits publics sont autorisés à concurrence du niveau des investissements consentis par l'ensemble des pouvoirs publics. La règle d'or est toutefois une simplification beaucoup trop poussée. Ainsi, les amortissements publics doivent être déduits des investissements bruts et, donc, du plafond d'emprunt; en outre, il n'y a en théorie pas de raisons pour autoriser pour les investissements publics au sens strict le recours au financement par la dette et de le rejeter pour les autres dépenses ou diminutions de recettes par lesquelles les pouvoirs publics apportent une contribution positive à la croissance économique potentielle dans le futur. Enfin, des considérations relatives aux conséquences des développements démographiques peuvent rendre le lien entre la règle

d'or simple et la neutralité intergénérationnelle encore beaucoup plus compliqué.

La littérature empirique n'est pas non plus d'un grand secours dans la réflexion sur la question du ratio d'endettement optimal. Cette question ne peut dès lors sans doute pas recevoir une réponse absolue, mais uniquement une réponse conditionnelle: étant donné les nombreux inconvénients liés à une dette publique élevée, il est préférable que celle-ci soit la moins élevée possible. La constitution d'une dette ne se justifie que si l'égalité entre les générations n'en est pas compromise, en d'autres termes que si elle a pour contrepartie des dépenses clairement productives, répondant autant que possible à des critères de rentabilité stricts, préalablement définis. Il va de soi, toutefois, que toutes les dépenses productives ne peuvent être financées par un recours à l'endettement. Il faut en effet toujours veiller à ce que l'endettement ne (re)devienne pas insoutenable.

Dans le contexte belge, il convient en outre de tenir compte du vieillissement de la population qui, à partir de la prochaine décennie, se fera beaucoup plus sentir sur les finances publiques. Sur la base de l'interprétation la plus usuelle du concept de neutralité intergénérationnelle, il paraît indiqué de faire financer ces charges en partie par les générations actuelles. Bien que toute prévision à long terme des finances publiques comporte une marge importante d'incertitude, il semble néanmoins relativement établi qu'une stratégie consistant à constituer un excédent budgétaire et à le maintenir jusqu'en 2015, année après laquelle celui-ci pourra être ramené progressivement à zéro, offre les meilleures garanties en matière de neutralité intergénérationnelle. La réponse à la question de savoir si la marge de manœuvre budgétaire ainsi créée suffira pour faire face au vieillissement dépendra du niveau auquel l'on souhaite maintenir le pouvoir d'achat des pensions, ainsi que des effets des mesures additionnelles éventuelles concernant notamment le relèvement du taux d'emploi des travailleurs âgés.

SUMMARIES OF ARTICLES

THE DEVELOPMENT OF THE SAVINGS RATIO IN BELGIUM

One of the specific features of the Belgian economy has for a long time been the extent of the savings ratio of individuals. While such a structural characteristic is not subject to any fundamental changes from year to year, it may nevertheless undergo significant ups and downs in the medium term.

After having grown steadily from 16 p.c. in 1988 to a peak of 21.2 p.c. in 1993, the savings ratio of individuals returned in 2001 to a level of 14.9 p.c., close to the euro area average. These medium-term movements are due to the relative dynamics of consumption and disposable income. The article identifies three situations in which consumption tends to grow more rapidly than disposable income. A first link is established with the development of the public debt: consumers expect that, if the debt decreases lastingly, this will lead to a future reduction in tax pressure, which allows them to envisage higher incomes for the whole of their lives and therefore to consume more straight-away. The second reason for a stronger growth in consumption lies in the assessment made by consumers concerning the general economic situation, and in particular concerning the labour market situation: a falling unemployment rate warrants the hope of an improvement in future incomes, which is favourable for consumption. Lastly, a third source of a steady decrease in the savings ratio is the increase in prices of the assets held by individuals, which is also called the "wealth effect": a rise in the value of individuals' total assets enables them to increase their consumption expenditure without thereby detracting from the achievement of their aim in terms of holding wealth.

These three conditions have generally coexisted in Belgium since 1994. Apart from the tax reform, whose implementation has probably been partly anticipated and might therefore lead to a temporary rise in the savings ratio, the prospect of a continuation of the medium-term consolidation of the public finances should continue to support individuals' anticipations concerning their future incomes, and hence encourage their consumption. But the development of the savings ratio during the next few years will also depend on the prospects concerning the labour market situation and on the development of asset prices.

CONSIDERATIONS REGARDING THE LEVEL OF PUBLIC DEBT

In many OECD countries budgetary positions have improved significantly during recent years. The fiscal policy debate increasingly touches upon the relevance of maintaining or increasing budgetary surpluses, an issue which is obviously closely connected to the question of the "appropriate" level of public debt.

This article briefly reviews some of the most important issues involved. First, EU Member States ought to respect the Stability and Growth Pact's requirement of exhibiting budgetary positions close

to balance or in surplus. In the end, this would imply that public debt tends towards an insignificant level. Second, while public debt has some well-known drawbacks – which can weigh on the effectiveness of both budgetary and monetary policy –, it essentially represents a burden for future generations. Hence, the level of public debt should ideally be assessed against some notion of intergenerational neutrality. We argue, however, that the so-called golden rule – which states that government borrowing is allowed to the extent that it is covered by public investment – is an undue simplification for various reasons. Third, the importance of government securities for both financial markets and the technical elaboration of monetary policy could put constraints on the speed and the extent of gross debt reduction even if this does not pertain to the more relevant net public debt.

With the empirical literature not providing any clear information on an “optimal” level of public debt, the article draw a pragmatic conclusion for the Belgian case: population ageing is expected to put increasingly severe strains on the budget from 2010 onwards. Against this background, notions of intergenerational equity suggest that currently active generations should contribute to building up a significant government surplus by that time, the reduction of which, together with the continued fall in interest charges, should create a budgetary margin which can help cater to the ageing costs. The size of the required budgetary effort also depends on other policies, e.g. aimed at increasing the employment rate.

NATIONAL BANK OF BELGIUM – WORKING PAPERS SERIES**34. “ON THE ORIGINS OF THE FRANCO-GERMAN EMU
CONTROVERSIES” BY I. MAES, RESEARCH SERIES, JULY 2002**

EMU is, to a large extent, the result of a process of Franco-German reconciliation and understanding. However, in the postwar period, there were significant differences in ideas and economic policy-making in Germany and France. France was dominated by the “tradition républicaine”, giving a central role to the state in economic life. In Germany, the federal structure of the state went together with the social market economy. In this paper an analysis is presented of these differences in thought and economic policy-making, how they evolved through time, and how they contributed to shaping the nature and form of the EU. The focus is on the Rome Treaties, the Werner Report and the Maastricht Treaty process.

Editeur responsable

J. Hilgers

Directeur

Banque Nationale de Belgique
Boulevard de Berlaimont 14 – B-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

M. Ph. Quintin

Chef du service Communication

Tél.: 32 (0)2.221.22.41 – Fax: 32 (0)2.221.30.91
e-mail: philippe.quintin@nbb.be