4.1 Partout dans le monde, la politique budgétaire a été activée en réponse à la crise du COVID-19

Face à la crise du COVID-19, la politique budgétaire a joué un rôle crucial dans le soutien de l'activité économique, ...

Partout dans le monde, les gouvernements ont mobilisé la politique budgétaire d'une manière particulièrement vigoureuse afin de contrer les répercussions économiques et sociales de la pandémie, parallèlement au soutien apporté de manière générale à la demande par l'orientation très accommodante de la politique monétaire. Cette réaction était nécessaire et appropriée, compte tenu de la nature et de l'ampleur de la crise du coronavirus. D'une part, par le jeu des stabilisateurs automatiques, la politique budgétaire contribue à stabiliser l'économie sans qu'il ne soit nécessaire de prendre des décisions. Il s'agit par exemple de la baisse des recettes fiscales lorsque les revenus des ménages ou des entreprises diminuent ou lorsque la consommation faiblit, et de l'augmentation des allocations de chômage en période de ralentissement économique. D'autre part, des mesures discrétionnaires spécifiques permettent de renforcer les effets des stabilisateurs automatiques pour pallier les pertes de revenu des ménages et pour faire face aux problèmes de liquidité et de solvabilité des entreprises les plus touchées, contribuant ainsi à préserver le tissu économique.

La réaction des autorités était justifiée compte tenu de la nature et de l'ampleur de la crise

Pour être efficaces et équitables, et pour ne pas mettre en péril la soutenabilité des finances publiques, même si l'environnement de taux bas libère pour le moment des marges de manœuvre à cet égard, ces aides doivent remplir trois conditions essentielles, à savoir être promptes, ciblées et temporaires (*timely, targeted and temporary*). Elles doivent ainsi être fournies en temps utile, être axées sur les ménages et les entreprises qui en ont réellement besoin et être limitées dans le temps, ce qui implique de les abroger lorsque l'économie montrera les signes d'une reprise suffisante.

... dans une mesure plus étendue que lors de la crise financière mondiale

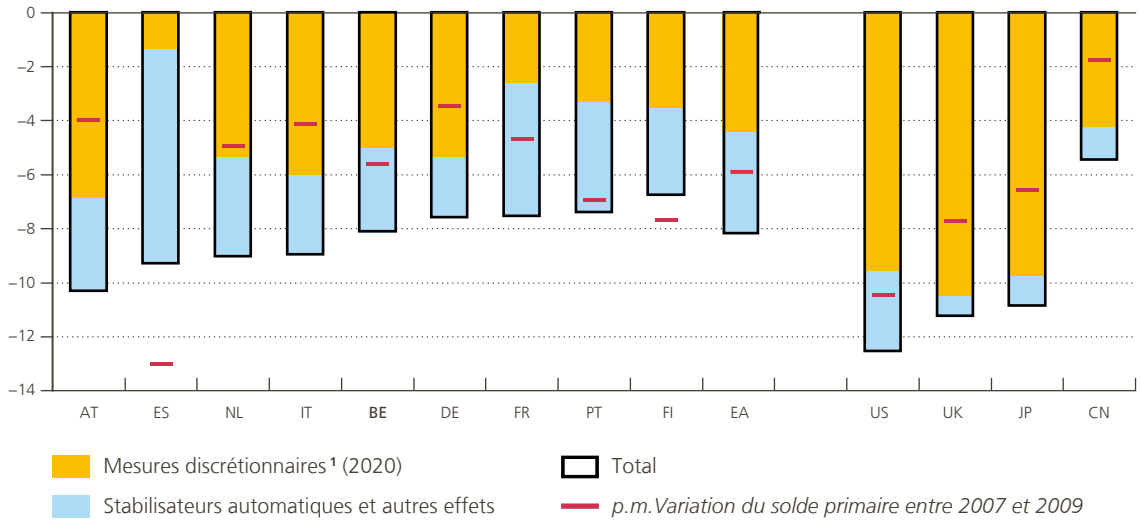
Dans quasiment tous les pays de la zone euro et toutes les autres principales économies, le solde primaire des administrations publiques s'est dégradé davantage en 2020 que durant les deux années de la crise financière mondiale. Il s'est détérioré davantage aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon que dans la zone euro. Les stabilisateurs automatiques étant traditionnellement faibles dans ces pays, ces derniers ont mis en œuvre des impulsions discrétionnaires particulièrement substantielles.

De manière générale, les mesures discrétionnaires ont principalement porté sur des dépenses supplémentaires. Outre sur les actions sanitaires visant à contenir la pandémie et à préserver les systèmes de santé, elles ont porté sur les dispositifs de chômage temporaire et sur des subventions aux entreprises. Des mesures ont également été prises pour soutenir les revenus des indépendants et des personnes qui ont dû faire appel à l'aide sociale à la suite de la fermeture de leur activité (horeca, loisirs, culture, etc.).

Graphique 37

Au-delà du jeu des stabilisateurs automatiques, les gouvernements ont aussi donné des impulsions budgétaires discrétionnaires sans précédent

(variations du solde primaire entre 2019 et 2020, points de pourcentage du PIB)



Sources : CE, FMI (pour les États-Unis, le Japon et la Chine), BNB.

1 Mesures discrétionnaires liées au COVID-19 pour le FMI et la BNB, ensemble des mesures discrétionnaires pour la CE. Dans tous les cas, elles comprennent les mesures prises afin de préserver l'emploi.

D'autres formes de soutien des pouvoirs publics ne grevant pas leur déficit ont été accordées aux entreprises et aux ménages

Pour pallier les pressions en matière de liquidité auxquelles ont été confrontés les entreprises et les ménages dès l'instauration des mesures de confinement, les gouvernements leur ont accordé des reports de paiement d'impôts, de taxes et de cotisations sociales. Dans certains cas, ils ont avancé des paiements de 2021 à 2020.

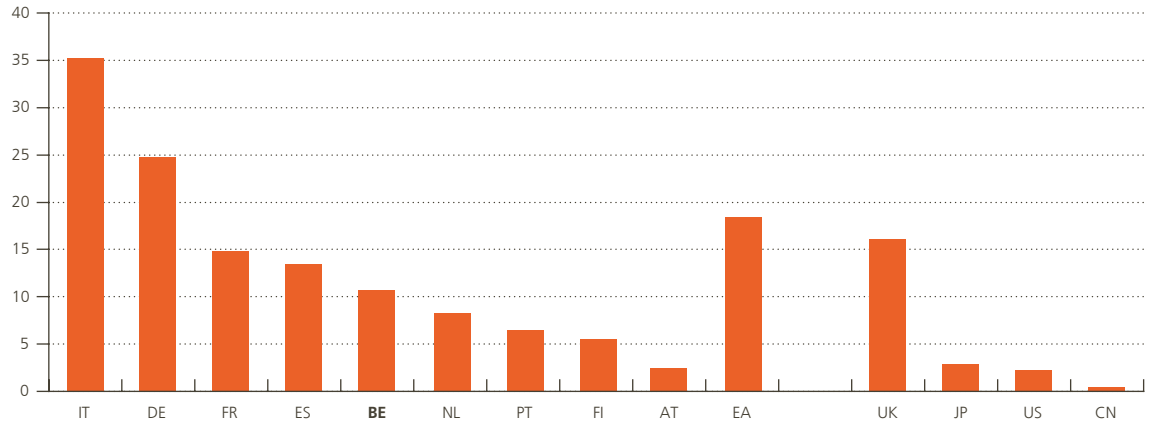
De même, les systèmes de garantie publique des crédits aux entreprises mis en place dans de nombreux pays de la zone euro, mais aussi au Royaume-Uni, ont contribué à faciliter l'octroi de financements par les banques ou par des fonds régionaux ou fédéraux. En Allemagne et en Italie, où les enveloppes maximales des garanties envisagées par les États en faveur des banques ont dépassé 20 % du PIB, la part des prêts pour lesquels il a été recouru à cette couverture est restée faible. Elle aurait été plus importante en Espagne et, dans une moindre mesure, en France.

Toujours pour apporter une réponse aux besoins de liquidités, les États ont également octroyé des aides sous la forme de prêts directs aux entreprises. Dans l'UE, de telles aides ne peuvent être accordées qu'à des sociétés jugées viables et saines avant la crise du COVID-19, mais dont la position financière s'est détériorée à cause de cette crise, ou à des entreprises stratégiques. Ainsi, dans plusieurs pays, des compagnies aériennes, qui ont subi de plein fouet les effets des restrictions portant sur les voyages non essentiels et, dans de nombreux cas, sur l'activité touristique, ont bénéficié d'apports de liquidités. Au fur et à mesure que la crise économique se prolongeait, les gouvernements ont aussi procédé à des injections de capital pour soutenir la solvabilité des entreprises, soit de manière directe, soit de manière indirecte, par l'intermédiaire de sociétés publiques d'investissement.

Graphique 38

Les gouvernements européens ont prévu de larges possibilités de garanties d'État octroyées aux banques pour couvrir les prêts aux entreprises

(pourcentages du PIB)



Sources: FMI, BNB.

Les déficits élevés et le recul du PIB ont porté les dettes publiques à des niveaux sans précédent

Au total, les soldes de financement des administrations publiques se sont fortement dégradés en 2020, dans une mesure assez semblable entre les pays de la zone euro. Tous les États membres ont enregistré des déficits dépassant largement le seuil des 3 % du PIB, ce qui, en temps normal, aurait entraîné l'ouverture d'une procédure concernant les déficits excessifs. Les déficits publics restent donc moins élevés dans les pays dont les finances étaient encore excédentaires ou proches de l'équilibre en 2019, comme l'Allemagne ou les Pays-Bas, que dans les pays dont les déficits étaient déjà plus substantiels, telles l'Espagne, l'Italie, la France et la Belgique.

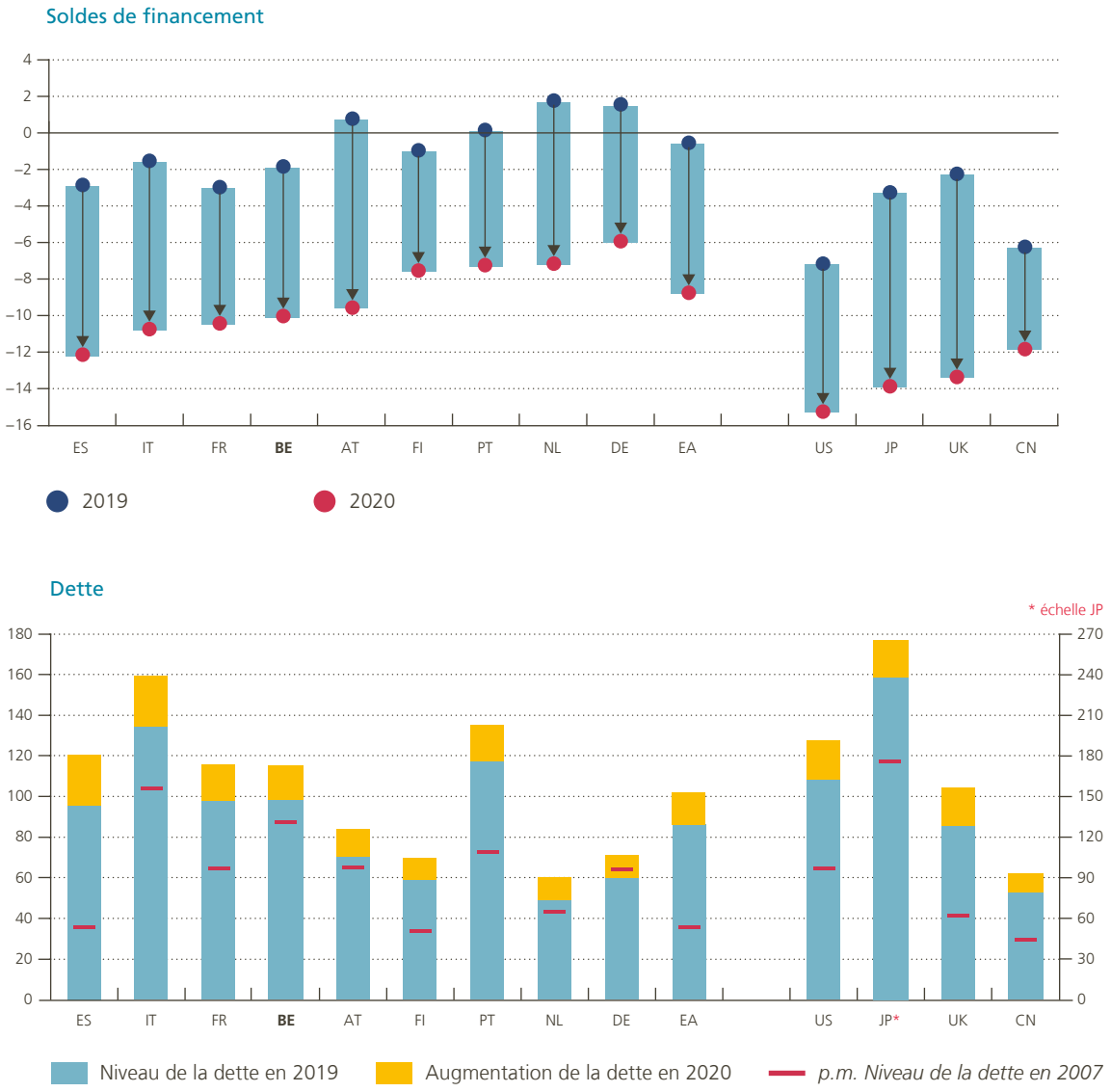
Pour l'ensemble de la zone euro, le déficit a atteint 8,8 % du PIB. Les autres principales économies l'ont toutes laissé filer davantage. Ainsi, le déficit a nettement excédé les 10 % du PIB tant en Chine qu'au Japon et au Royaume-Uni, atteignant même 15 % aux États-Unis, et ce en pleine période électorale. Ces déficits importants, combinés à des reculs historiques du PIB, ont également le plus souvent porté les taux d'endettement des administrations publiques à des niveaux jamais observés en temps de paix.

De manière générale, les pays ont abordé la crise du COVID-19 avec une dette publique plus élevée qu'elle ne l'était à l'approche de la crise financière mondiale, leur taux d'endettement à la fin de 2019 étant en effet supérieur à celui atteint à la fin de 2007. Seule l'Allemagne a fait exception, ayant accumulé les excédents budgétaires au cours des dernières années. Dans les autres pays, les autorités n'ont guère tiré parti des années de meilleure conjoncture et du bas niveau des taux d'intérêt pour réduire leur dette, laquelle avait fortement augmenté à la suite de la crise de 2008, y compris sous l'effet des interventions destinées à sauver certains établissements de crédit. Au sein de la zone euro, certains pays, comme l'Italie et l'Espagne, mais aussi la France et la Belgique, affichaient des déficits publics élevés et des dettes publiques considérables et étaient donc plus vulnérables face à la survenance de chocs économiques ou financiers.

Graphique 39

Les déficits des administrations publiques se sont creusés et leurs dettes ont souvent atteint des niveaux inégalés

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, FMI (pour la Chine), ICN, BNB.

4.2 Des mesures énergiques ont été prises au niveau européen

Dès l'éclatement de la crise du COVID-19, les États membres de l'UE se sont accordés sur une approche commune et ont opté pour une coordination étroite avec la Commission européenne (CE). Le 10 mars 2020, le Conseil européen a fixé quatre priorités : limiter la propagation du virus, fournir du matériel médical, promouvoir la recherche scientifique – notamment en vue du développement d'un vaccin – et faire face aux conséquences socio-économiques de la crise.

Dans la foulée, la CE a presque immédiatement annoncé une série de mesures destinées à amortir les retombées économiques de la crise. Elle a ainsi fait savoir non seulement qu'elle utiliserait aussi rapidement que possible tous les instruments à sa disposition pour soutenir le système de santé, les ménages et les entreprises, mais également qu'elle ferait usage de toute la flexibilité qu'offrent les règles en matière d'aides d'État et le cadre budgétaire, afin de permettre aux États membres de procéder à une relance budgétaire de grande ampleur.

Les règles budgétaires européennes ont été temporairement suspendues et les règles en matière d'aides d'État ont été assouplies

Compte tenu de la sévère récession économique que devrait engendrer la pandémie, la CE a déclaré le 20 mars 2020 que les conditions étaient réunies pour activer la clause dérogatoire générale prévue dans le pacte de stabilité et de croissance. Le 23 mars, le Conseil Ecofin a donné son accord à cet égard. Cette clause permet aux États membres de s'écarter temporairement de l'objectif budgétaire à moyen terme ou de la trajectoire devant conduire à sa réalisation, à condition de ne pas mettre en péril la soutenabilité budgétaire à moyen terme. Elle n'avait encore jamais été appliquée depuis son inscription dans le cadre budgétaire européen à la fin de 2011.

L'application des règles budgétaires européennes a été de facto suspendue

L'activation de cette clause permet aux États membres de mettre en œuvre une vaste impulsion budgétaire. La CE a indiqué qu'elle resterait d'application en 2021, dans la mesure où la politique budgétaire devra, selon ses estimations, demeurer accommodante au cours de cette période pour soutenir la reprise et parce qu'une grande incertitude continue de planer sur les répercussions économiques de la pandémie.

Si l'approbation de la clause dérogatoire générale a suspendu de facto l'application des règles budgétaires européennes, les procédures sont toutefois restées en place, fût-ce dans un format adapté. Les États membres n'ont ainsi pas dû définir de trajectoire de consolidation dans leurs programmes de stabilité. En revanche, il leur a été demandé d'expliciter les dispositions adoptées pour lutter contre les conséquences économiques de la crise du coronavirus. Les projets de plans budgétaires, dont les exigences en matière de contenu ont également été modifiées, étaient globalement conformes aux recommandations du Conseil Ecofin, lesquelles étaient de nature exclusivement qualitative cette année. La CE a néanmoins précisé pour un certain nombre de pays, dont la Belgique, qu'il importait, dans le cadre de l'instauration de mesures d'aide, de veiller à la viabilité des finances publiques à moyen terme, compte tenu des défis en la matière qui existaient déjà avant l'éclatement de la crise du COVID-19. En outre, ces pays sont invités à vérifier régulièrement l'utilisation, l'efficacité et l'adéquation de ces mesures et à les adapter à l'évolution du contexte si nécessaire.

La CE a par ailleurs annoncé que la date de réinstauration des règles budgétaires européennes serait définie en fonction de l'évolution de l'activité économique. Elle ne pourra en tout cas pas dépendre de l'issue des discussions concernant la réforme du cadre budgétaire européen, qui ont été suspendues en raison de la crise du COVID-19. Cette réforme vise principalement à réduire la complexité du cadre budgétaire. Ces ajustements ne pourront qu'être utiles s'ils débouchent sur une simplification et sur une amélioration de la transparence. Il est aussi important que le cadre budgétaire soutienne une politique propice à la croissance, notamment en matière d'investissements, comme l'a également souligné le Comité budgétaire européen dans son Rapport annuel de 2020.

Le 19 mars, la CE a adopté un cadre temporaire permettant aux États membres d'accorder des dispositifs d'aide aux entreprises qui, après une notification et un examen rapide, sont reconnues comme étant compatibles avec la réglementation relative aux aides d'État. La nature des dispositifs susceptibles d'être exonérés a par la suite été étendue, notamment aux aides à la recherche et au développement concernant les produits nécessaires à la lutte contre la pandémie, aux subventions salariales et aux recapitalisations et instruments hybrides de renforcement de la structure financière des entreprises. Le cadre temporaire s'appliquait initialement aux aides octroyées entre février et décembre 2020. Il a été prolongé de manière générale jusqu'à la mi-2021, et jusqu'à la fin de septembre 2021 pour les recapitalisations.

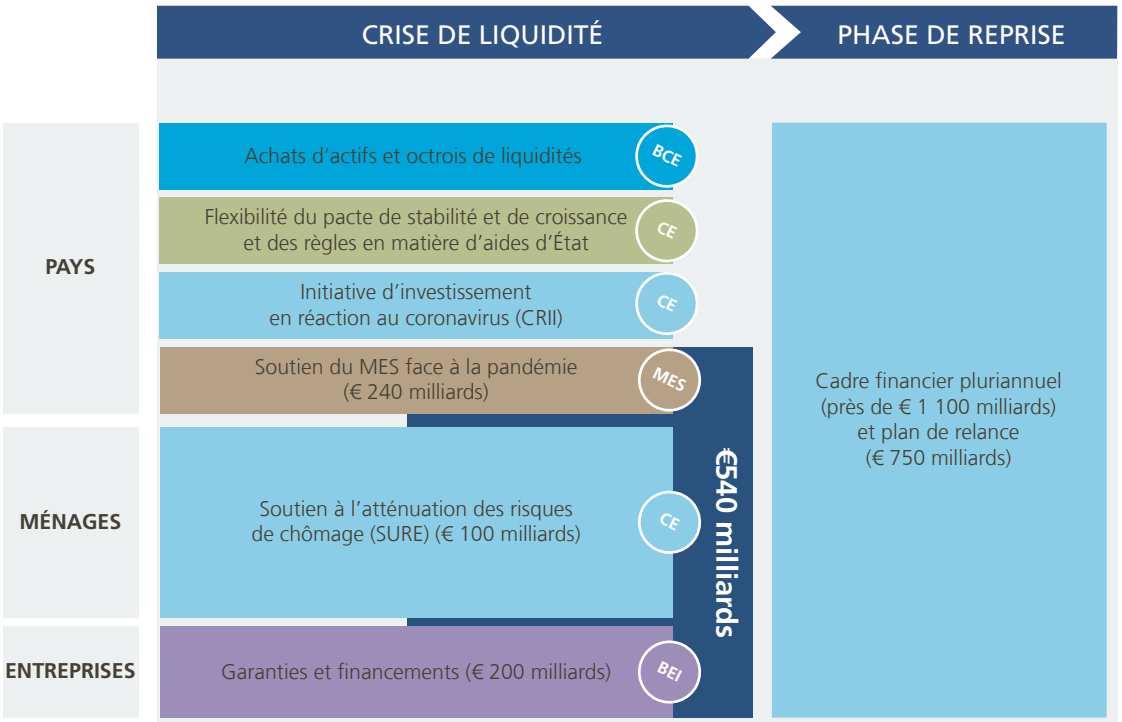
Ces deux aménagements – celui des règles budgétaires et celui des aides d'État – ont rendu possible une large impulsion budgétaire au niveau des États membres, de même que l'adoption rapide par des administrations publiques nationales et régionales de nombreux régimes de garantie – substantiels en termes nominaux –, contribuant ainsi à la continuité de l'octroi de crédits aux entreprises.

Les institutions européennes ont apporté un soutien financier sans précédent

Au-delà de cet apport indirect en termes de flexibilité accordée aux États membres et de la réaction vigoureuse de la politique monétaire de la BCE, les institutions européennes ont également pris des initiatives exceptionnelles pour faire face à la crise du COVID-19. Comme expliqué dans l'encadré 3, ces dernières se sont déclinées en trois phases: une réponse rapide financée par des réaffectations dans le budget de l'UE pour l'année 2020, un paquet de 540 milliards d'euros décidé en avril et, enfin, un plan de relance de 750 milliards couvrant les années 2021 à 2026. Par ailleurs, le cadre financier pluriannuel 2021-2027 de l'UE a lui aussi été approuvé en 2020; il porte sur une enveloppe de la même ampleur que lors de la programmation précédente, en dépit du départ du Royaume-Uni de l'UE.

Graphique 40

Les institutions européennes ont apporté une réponse sans précédent à la crise du COVID-19



Source: CE.

ENCADRÉ 3

Les réponses des institutions européennes à la crise du COVID-19 en termes de budget et de finances

Un soutien immédiat par des réaffectations budgétaires en mars

Au début de la crise du COVID-19, les autorités européennes ont réagi immédiatement pour faire face aux urgences sanitaires (achats d'équipements de protection et de ventilateurs, constitution de réserves d'équipements médicaux, etc.), humanitaires (aide à la Grèce pour les camps de réfugiés et aux pays partenaires, voisins et en développement) et économiques (apport de liquidités aux PME, mais aussi à certaines branches d'activité en difficulté dans les domaines d'action traditionnels de la CE tels que l'agriculture ou la pêche). Ces interventions ont été financées sur la base de réallocations internes au sein du budget de l'UE, l'année 2020 étant la dernière de la programmation pluriannuelle 2014-2020, ou de fonds, notamment celui de cohésion, non dépensés par les États membres. Ainsi, le poste le plus important parmi ces dispositifs a été la Coronavirus Response Investment Initiative (CRII), pour laquelle 37 milliards d'euros ont été mobilisés.

Un soutien plus significatif dès avril

En avril, un accord est intervenu au sein du Conseil européen sur une réponse plus substantielle fondée, essentiellement, sur des instruments existants. Ce paquet de mesures, dont le montant global maximum s'élève à 540 milliards d'euros, est constitué de trois filets de sécurité fonctionnant sous la forme de prêts à des taux favorables.

Le premier instrument est une nouvelle ligne de crédit Pandemic Crisis Support, d'un montant maximal de 240 milliards d'euros et ouverte aux États membres de la zone euro qui le souhaitent auprès du Mécanisme européen de stabilité (MES). La seule condition que ces États doivent remplir pour pouvoir tirer sur cette ligne auprès du MES, pour un montant ne dépassant pas 2 % de leur PIB, est de consacrer ces sommes au financement des coûts directs et indirects des soins et de prévention en matière de santé liés à la crise du COVID-19. Jusqu'à présent, aucun État membre n'y a fait appel.

Un deuxième filet de sécurité, d'un montant maximum de 200 milliards d'euros, est destiné aux entreprises. Il passe par le Groupe Banque européenne d'investissement (BEI). Ce dernier a notamment créé un Pan-European Guarantee Fund (EGF). Grâce à une garantie de 25 milliards d'euros accordée par les États membres, il devrait permettre d'accroître le support en liquidité aux entreprises, et plus particulièrement aux PME, par le biais de prêts aux entreprises. 21 pays de l'UE ont décidé d'y participer. Le montant utilisé in fine dépendra de la demande effective de crédits adressée par les entreprises ou par les intermédiaires financiers ou institutionnels.

Le troisième instrument, Support for mitigation of Unemployment Risks in an Emergency (SURE), créé par la CE, offre aux États membres de l'UE qui le souhaitent un financement des mesures de soutien temporaire à l'emploi ou de sauvegarde de l'emploi qu'ils ont prises, afin de réduire l'impact de la crise en termes de chômage ou de perte de revenu. Le Conseil Ecofin a approuvé des soutiens financiers à hauteur de 90,3 milliards d'euros, sur un maximum de 100 milliards disponibles, répartis entre 18 États membres, dont la Belgique. Les fonds sont levés sur les marchés financiers par la CE moyennant une notation AAA.

Un plan de relance historique approuvé en juillet

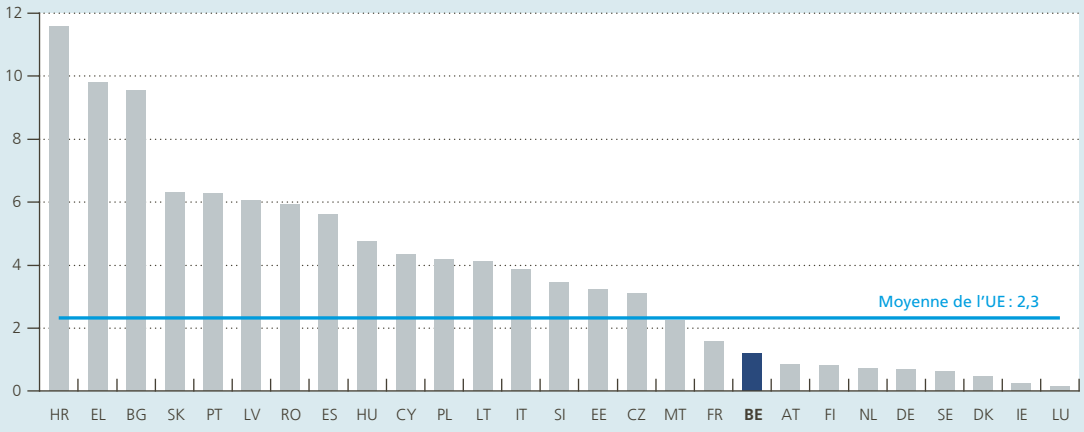
En juillet 2020, le Conseil européen a approuvé le principe du plan Next Generation EU, proposé initialement par la CE, dont la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) constitue le programme phare. L'ensemble du plan de relance, d'un montant global de 750 milliards d'euros, dont 390 milliards sous la forme de transferts et 360 milliards sous la forme de prêts, vise à la fois la solidarité envers les pays les plus touchés par la crise du COVID-19 et celle envers les pays les plus pauvres ou moins avancés de l'UE.

Ainsi, pour ce qui est des subventions au titre de la FRR, 70 % de l'enveloppe totale sera engagée en 2021 et en 2022, et ce montant sera alloué entre les États membres de l'UE en fonction de l'inverse du PIB par habitant de 2019, de la taille de la population et du taux de chômage moyen entre 2015 et 2019. Les 30 % restants, qui seront engagés en 2023, seront répartis en remplaçant le critère du chômage d'avant la crise par les reculs du PIB observés pendant la crise du COVID-19 (pour moitié en 2020 et pour moitié sur les années 2020 et 2021 considérées conjointement). En conséquence, ces transferts apporteraient, en proportion de leur PIB, un soutien particulièrement important aux pays moins avancés de l'UE, tels que la Croatie, la Grèce ou la Bulgarie. Des pays plus avancés mais fortement touchés par la crise du COVID-19 en 2020, comme l'Espagne et l'Italie, devraient aussi bénéficier d'une part plus substantielle de ces fonds que la moyenne de l'UE. La Belgique devrait recevoir un transfert de 5,9 milliards au cours des années à venir, soit l'équivalent de 1,2 % de son PIB.

Une gouvernance stricte est prévue afin que les subventions octroyées soient utilisées pour stimuler l'investissement et les réformes structurelles dans tous les pays. En effet, pour prétendre à ces subventions, les États membres doivent soumettre d'ici au 30 avril 2021 un plan national pour la reprise et la résilience pour la période 2021-2023. La CE évaluera ces plans sur la base des critères de la

Les pays du sud et de l'est de l'Europe bénéficient d'une plus grande part relative des subventions accordées dans le cadre de la facilité pour la reprise et la résilience

(pourcentages du PIB)



Source : CE.

cohérence avec les recommandations spécifiques adressées aux pays, du renforcement du potentiel de croissance, de la création d'emplois et de la résilience économique et sociale. Une contribution effective aux transitions verte et numérique constituera aussi un prérequis pour bénéficier d'une évaluation positive. Les paiements des tranches seront conditionnés à une évaluation satisfaisante au regard des objectifs. L'accord du Conseil européen validé par le Parlement européen prévoit aussi que 30 % des dépenses au titre du plan Next Generation EU et du cadre financier pluriannuel devront être consacrées à la transition verte. De même, chaque pays est tenu d'allouer 37 % de son enveloppe à la transition verte et 20 % à la transition numérique.

C'est aussi la première fois que la CE va lever un montant aussi important (750 milliards d'euros) sur les marchés, en sus de celui prévu pour SURE. Au total, il s'agit de la plus grande émission de dette en euros à un niveau supranational. En tant qu'émetteur souverain jouissant de la notation la plus élevée, la CE augmente ainsi de manière significative l'offre de titres sans risque en euros et contribue, dans la foulée, à renforcer le rôle international de la monnaie unique européenne. Les moyens financiers ainsi collectés seront pour partie prêtés aux États membres, qui les rembourseront à l'échéance, et pour partie alloués à ceux-ci en tant que subventions. In fine, ces subventions seront financées à l'échéance des titres (au plus tard en 2058), grâce à de nouvelles ressources propres de l'UE et, si nécessaire, à des contributions des États calculées en fonction de leur revenu national brut.

Le plan de relance est une opération temporaire. Néanmoins, s'il devait être un succès, il pourrait contribuer à la création de mécanismes permanents tels qu'une capacité budgétaire centrale (« central fiscal capacity »).

4.3 La pandémie a infligé un coup sans précédent aux finances publiques belges

Les finances publiques belges se sont fortement détériorées

À l'instar de beaucoup d'autres pays, la Belgique a elle aussi enregistré en 2020 la plus forte dégradation du solde de financement de ses administrations publiques depuis la Seconde Guerre mondiale. Le déficit budgétaire s'est alourdi, pour atteindre 10,1 % du PIB, soit le niveau le plus élevé jamais observé depuis le milieu des années 1980. Le taux d'endettement a quant à lui augmenté de près d'un sixième, pour s'établir à 115,1 % du PIB.

La dégradation du solde de financement, exprimé en pourcentage du PIB, en 2020 tient presque entièrement à la crise du coronavirus et s'explique de deux façons. Premièrement, la contraction de l'activité économique a intensifié le déficit de financement. Tandis que les recettes fiscales et parafiscales ont reflué pour ainsi dire dans la même mesure que le PIB nominal, les dépenses exprimées en pourcentage du PIB ont en effet considérablement progressé, et ce même sans tenir compte des mesures supplémentaires. Deuxièmement, les différentes autorités ont adopté de nombreuses mesures pour faire face à la crise sanitaire et aux problèmes économiques, lesquelles ont encore altéré le solde de financement (de 5,0 % du PIB).

La crise du COVID-19 a contraint les administrations publiques à adopter des mesures afin d'endiguer la crise sanitaire, pour un montant total de 6,0 milliards d'euros. L'augmentation des dépenses de soins de santé a toutefois été partiellement compensée par

Tableau 10

Solde de financement et dette de l'ensemble des administrations publiques

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)

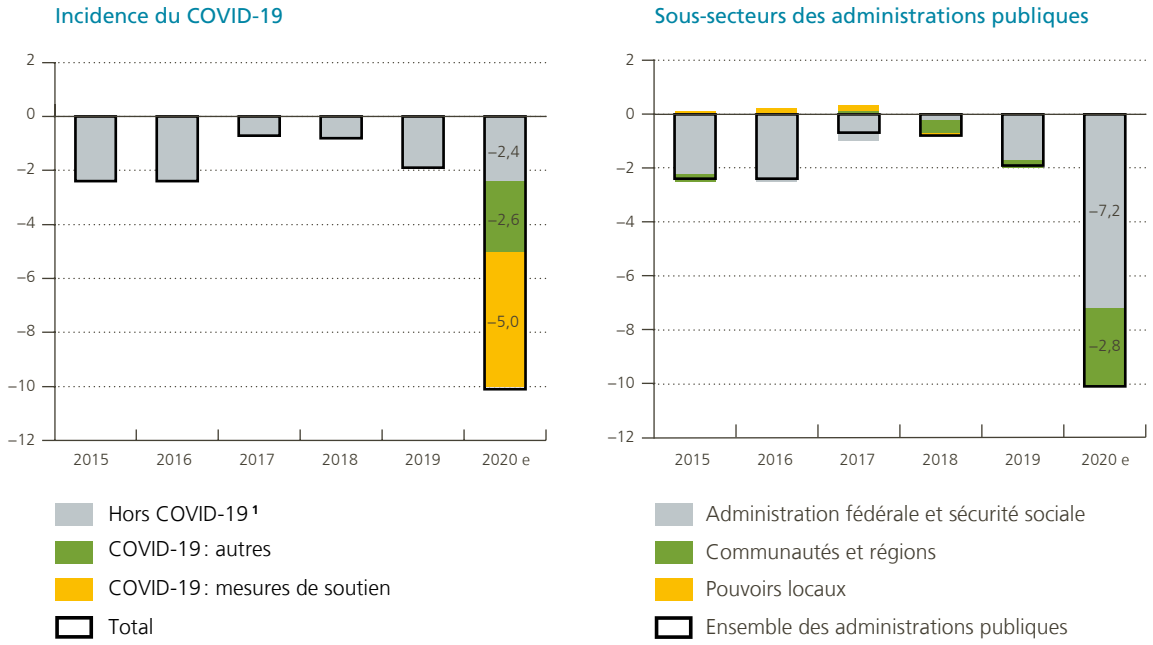
						p.m. Taux de croissance nominal (pourcentages)
	2016	**2017**	**2018**	**2019**	**2020 e**	***2020 e***
Recettes	50,8	51,3	51,4	50,1	50,7	*–4,6*
dont: Recettes fiscales et parafiscales	43,6	44,2	44,2	43,0	43,3	*–5,1*
Dépenses primaires	50,4	49,7	50,0	50,1	58,8	*10,7*
Solde primaire	0,3	1,7	1,3	0,0	–8,1	
Charges d'intérêts	2,7	2,4	2,1	2,0	1,9	*–7,2*
Solde de financement	–2,4	–0,7	–0,8	–1,9	–10,1	
Dette publique	105,0	102,0	99,8	98,1	115,1	*10,6*

Sources: ICN, BNB.

Graphique 41

La dégradation du solde de financement est presque entièrement imputable à la crise du coronavirus

(solde de financement des administrations publiques, pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

1 La situation hors COVID-19 a été estimée sur la base des projections macroéconomiques de décembre 2019 de la Banque, corrigées pour tenir compte de l'écart entre la réalisation et l'estimation pour 2019.

le report de traitements médicaux non urgents, dont l'incidence est provisoirement estimée à 2,2 milliards d'euros. La gestion de la crise sanitaire devrait dès lors avoir alourdi les dépenses publiques de 3,8 milliards d'euros en termes nets.

Plusieurs autres facteurs, qui découlaient aussi indirectement de la crise du coronavirus, ont exercé un effet positif sur le solde de financement. Les contraintes d'offre ont ainsi freiné les investissements publics. En outre, exprimées en pourcentage du PIB, les recettes non fiscales se sont encore légèrement accrues. Leur repli, en raison de la réduction des dividendes des institutions financières dans lesquelles les administrations publiques détiennent des participations, a en effet été inférieur à celui du PIB.

Le solde de financement a également été influencé, dans une moindre mesure, par des évolutions qui n'étaient pas liées à la crise. Ainsi, la tendance haussière des dépenses de pensions et d'autres prestations sociales s'est poursuivie.

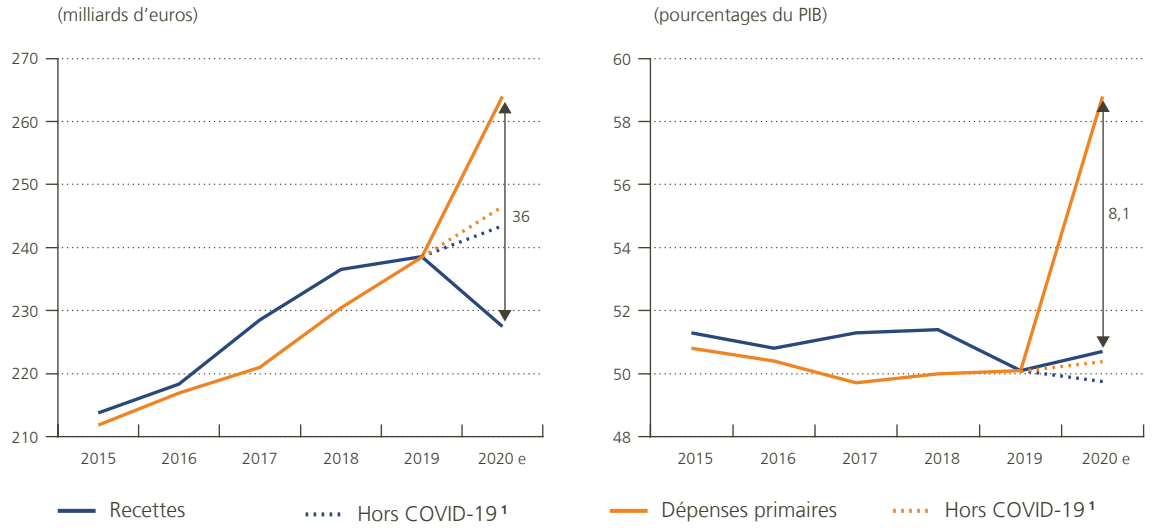
En dépit de la crise, les marchés financiers n'ont pas exercé de pressions à la hausse sur les charges d'intérêts. Les achats d'obligations d'État par l'Eurosystème ont contribué à faire basculer le taux du marché des titres souverains belges à dix ans en territoire légèrement négatif, ce qui a permis de financer sans frais la dette supplémentaire et celle devant être renouvelée.

La forte relance budgétaire était nécessaire pour stabiliser l'économie et préserver son potentiel

Comme dans les autres pays, la politique budgétaire a joué un rôle majeur en Belgique dans la lutte contre les retombées économiques et sociales de la pandémie. L'impulsion inédite imprimée par les finances publiques, dont le montant a atteint 36 milliards d'euros environ en 2020, était indispensable pour endiguer la crise sanitaire et contribuer à amortir le choc financier pour les ménages et pour les entreprises.

Graphique 42

L'incidence de la crise du coronavirus a été atténuée par la baisse des recettes et par l'augmentation des dépenses des administrations publiques



Sources: ICN, BNB.

1 La situation hors COVID-19 a été estimée sur la base des projections macroéconomiques de décembre 2019 de la Banque, corrigées pour tenir compte de l'écart entre la réalisation et l'estimation pour 2019.

Les stabilisateurs automatiques ont représenté moins de la moitié du stimulus financier des administrations publiques. Le principal volet des stimuli publics, à concurrence de quelque 22 milliards d'euros, a résulté de mesures discrétionnaires. Ce montant comprend aussi les dépenses de chômage temporaire pour les travailleurs salariés et de droit passerelle pour les indépendants. Ces deux systèmes existaient déjà avant la crise, mais ils ont été assouplis et étendus. Dans un souci de simplification, le montant attribuable au COVID-19 a intégralement été considéré comme discrétionnaire. Outre le soutien aux revenus des ménages, les administrations publiques ont également alloué des aides aux entreprises, par le biais tant de dépenses supplémentaires ciblées que de mesures fiscales destinées à renforcer leur solvabilité.

Tant l'administration fédérale, qui inclut aussi la sécurité sociale, que les communautés et les régions ont enregistré une nette hausse de leur déficit de financement. Chacun de ces niveaux de pouvoir a adopté des mesures d'aide dans ses domaines d'action. Le gouvernement fédéral, dont dépend le financement des hôpitaux, a assumé la majeure partie des dépenses liées à la gestion de la crise sanitaire, même si les communautés et les régions ont également joué un important rôle de soutien en ce qui concerne les soins aux personnes âgées et le suivi des contacts. La plus grande part des aides aux revenus des ménages a été prise en charge par les autorités fédérales et la sécurité sociale, tandis que l'essentiel du soutien aux entreprises a été apporté par les régions. En revanche, la crise a globalement exercé une incidence limitée sur les finances des pouvoirs locaux, notamment grâce au soutien financier que les communes et les CPAS ont reçu d'autres administrations publiques et parce que les transferts des régions et du pouvoir fédéral n'ont pas été affectés par la crise.

Tableau 11

Le pouvoir fédéral ainsi que les communautés et les régions ont pris des mesures substantielles pour amortir les répercussions de la crise

(incidence sur le solde de financement des administrations publiques en 2020 ; milliards d'euros, sauf mention contraire)

	Pouvoir fédéral	Communautés et régions	Total [1]	*p.m. Pourcentages du PIB*
Gestion de la crise sanitaire	4,9	1,1	6,0	*1,3*
Soutien aux revenus des ménages	8,7	0,4	9,0	*2,0*
Allocations de chômage temporaire	4,3	0,0	4,3	*1,0*
Droit passerelle pour les indépendants	3,3	0,0	3,3	*0,7*
Autres prestations sociales et primes	1,1	0,4	1,5	*0,3*
Soutien aux entreprises et aux entrepreneurs indépendants	3,1	4,2	7,3	*1,6*
Primes en cas de fermeture forcée ou de forte baisse du chiffre d'affaires	0,8	3,1	3,9	*0,9*
Mesures fiscales de renforcement de la solvabilité	1,4	0,0	1,4	*0,3*
Aides à des branches d'activité spécifiques	1,0	1,1	2,1	*0,5*
Total	16,7	5,7	22,3	*5,0*
p.m. Pourcentages du PIB	*3,7*	*1,3*	*5,0*	

Sources : BFP, communautés et régions, SPF BOSA, SPF ETCS, SPF Finances, BNB.

1 À l'exclusion des mesures des pouvoirs locaux. Certaines communes ont décidé de supprimer, de réduire ou de reporter le paiement de taxes professionnelles locales (sur les terrasses des établissements horeca, sur les nuitées touristiques, etc.) et/ou ont octroyé des chèques-cadeaux et d'autres primes.

Les autorités ont dégagé des moyens considérables pour la gestion de la crise sanitaire

La gestion du volet sanitaire de la crise du COVID-19 a constitué la priorité des pouvoirs publics, qui ont mobilisé 6,0 milliards d'euros à cette fin en 2020.

Les actions visant à enrayer la propagation du virus et à préserver le fonctionnement du système de santé ont donné lieu à des dépenses considérables. Au niveau fédéral, des moyens ont ainsi été dégagés pour l'achat de matériel de protection destiné au personnel soignant, pour le remboursement des tests de dépistage, pour la mise en place des centres de triage, etc. Des dépenses ont aussi été consenties au bénéfice direct de la population, par exemple au travers de l'achat de masques buccaux pour chaque citoyen. Les entités fédérées ont, elles aussi, libéré des moyens spécifiques, notamment pour l'achat de matériel de protection, la mise en œuvre de campagnes de prévention, l'exécution des opérations de traçage des contacts, ou encore le soutien aux projets de recherche sur le COVID-19. Elles ont en outre alloué des fonds supplémentaires aux hôpitaux et aux maisons de repos.

Les autorités ont parallèlement décidé de compenser, dans une certaine mesure, les répercussions de la crise sanitaire sur la situation financière des hôpitaux. Ces derniers ont enduré certains surcoûts liés à la prise en charge des patients atteints du COVID-19, mais également une baisse générale d'activité consécutive aux épisodes de suspension des consultations et hospitalisations non urgentes. Les reports de soins justifiés par ces circonstances particulières n'ont toutefois guère donné lieu à un rattrapage à d'autres moments de l'année, engendrant à court terme de substantielles économies sur les dépenses en prestations sociales.

Les efforts considérables du personnel soignant ont par ailleurs été reconnus, notamment par l'octroi d'une prime de fin d'année exceptionnelle. La surcharge de travail administratif des médecins généralistes a également fait l'objet d'une compensation financière. Outre ces mesures ponctuelles, des engagements structurels plus fondamentaux ont

été renforcés, au-delà de ce qui avait été décidé antérieurement, pour des montants substantiels. Ils visent à renforcer l'emploi dans les hôpitaux, par le biais du fonds blouses blanches, tout en augmentant la rémunération du personnel soignant, dans le cadre de l'accord social qui sera mis en œuvre à partir de 2021. Le budget alloué à la santé mentale, un domaine mis à rude épreuve durant la crise, bénéficiera lui aussi d'un refinancement. Des revalorisations salariales durables ont également été annoncées pour le personnel soignant relevant des compétences régionales, notamment les travailleurs des maisons de repos.

Le chômage temporaire et le droit passerelle ont été des instruments importants de soutien pendant la crise

Les ménages touchés par les répercussions de la crise ont pu compter sur la sécurité sociale

Mis à part les soins de santé, d'autres branches de la sécurité sociale ont été particulièrement sollicitées. Les dépenses en prestations sociales ont atteint un niveau exceptionnellement élevé. Le surcoût relatif aux mesures discrétionnaires soutenant les revenus des ménages est ainsi estimé à 9,0 milliards d'euros.

En ce qui concerne les travailleurs, deux dispositifs préexistants ont été non seulement activés mais également assouplis et revalorisés dans le contexte de la crise du COVID-19, à savoir le chômage temporaire réservé aux salariés et le droit passerelle destiné aux indépendants. Un congé parental spécifique a été mis en place à l'intention des travailleurs n'ayant pas la possibilité de faire garder leurs enfants privés de crèche et d'école. Quant aux demandeurs d'emploi, ils ont vu le niveau de leurs allocations préservé dans la mesure où le pouvoir fédéral a décidé d'en suspendre provisoirement la dégressivité.

Diverses mesures relatives aux prestations d'assistance sociale ont aussi été prises pour aider les ménages les plus vulnérables. Les bénéficiaires du revenu d'intégration ou d'autres aides sociales ont ainsi perçu un complément mensuel à leurs allocations. Les pouvoirs locaux, qui agissent en première ligne auprès de ces publics, ont reçu un soutien financier des autres niveaux de pouvoir afin de leur permettre de répondre aux demandes en hausse. Pour leur part, les régions ont prévu des interventions dans la facture d'énergie, la facture d'eau ou le montant du loyer des ménages dans le besoin.

En dépit des montants dépensés pour soutenir la population dans son ensemble, certains individus ou groupes spécifiques sont néanmoins passés à travers les mailles du filet déployé par les pouvoirs publics, tandis que d'autres, remplissant pourtant les conditions d'accès aux dispositifs de soutien, n'ont pas pu les solliciter par manque d'information ou pour cause d'inaccessibilité des services compétents.

Les pouvoirs publics ont adopté une série de mesures visant à renforcer la position de liquidité des sociétés et des indépendants

Le soutien des pouvoirs publics a amorti le choc enduré par les entreprises

Outre le chômage temporaire et le droit passerelle, d'autres dispositifs ont permis aux entreprises de contrer, dans certaines limites toutefois, les conséquences néfastes de la crise sur leur activité. Du point de vue des administrations publiques, ces aides discrétionnaires ont représenté soit des dépenses nouvelles, soit des recettes non perçues, pour un total de 7,3 milliards d'euros, soit encore des transactions financières ou engagements conditionnels sans incidence immédiate sur le solde budgétaire.

Mesures visant à répondre aux besoins de liquidités

Sous l'effet de la crise, de nombreuses entreprises ont été confrontées à des problèmes de liquidités ou à d'autres difficultés financières. Le gouvernement fédéral a dès lors approuvé une série de mesures permettant de renforcer la position de liquidité des entreprises et des indépendants. Ainsi, deux mois de report leur ont automatiquement été accordés pour les versements du précompte professionnel et de la TVA dus pour les mois de février, mars et avril, tout comme pour les déclarations trimestrielles du premier trimestre, et ce sans qu'ils ne doivent acquitter d'amendes ni d'intérêts de retard. Le report de paiement s'est également appliqué à l'impôt des personnes physiques et à l'impôt des sociétés enrôlés à partir de la mi-mars 2020 pour l'exercice fiscal 2019.

De plus, s'agissant de l'impôt des sociétés, les pourcentages des avantages des versements anticipés des troisième et quatrième dates d'échéance ont été relevés, si bien que le report de paiements anticipés au second semestre est devenu moins défavorable. Cette mesure étant spécifiquement destinée aux entreprises confrontées à des problèmes de liquidités, l'augmentation des pourcentages ne s'appliquait pas aux sociétés qui, depuis le début de la crise, avaient procédé à une réduction de capital, racheté leurs propres actions ou distribué des dividendes. Les entreprises qui déposent une déclaration de TVA périodique ont en outre été dispensées de l'obligation de payer l'avance de décembre en 2020.

Par ailleurs, les entreprises et les indépendants touchés par les effets de la crise sanitaire ont également pu demander un plan de remboursement de leurs dettes fiscales, assorti d'une exemption des intérêts de retard et d'une remise d'amendes pour non-paiement.

Qui plus est, les entreprises contraintes de fermer durant la première vague de coronavirus ont bénéficié d'un report automatique jusqu'au 15 décembre 2020 pour le paiement de leurs cotisations patronales des premier et deuxième trimestres de 2020. Les employeurs qui n'ont pas été obligés de fermer mais qui ont pu démontrer une incidence négative sérieuse de la crise ont, eux aussi, été autorisés à solliciter ce report.

Un délai d'un an a été accordé aux indépendants affectés par la crise pour le paiement des cotisations sociales provisoires pour 2020. Les indépendants confrontés à des difficultés ont également pu demander une diminution ou une exonération de ces cotisations.

Primes en cas de fermeture forcée ou de forte baisse du chiffre d'affaires

Outre le report de paiement des obligations fiscales et parafiscales, qui a été autorisé principalement par le gouvernement fédéral, les régions, compétentes pour le soutien aux entreprises, ont octroyé d'autres formes d'aide d'urgence afin de réduire la pression exercée sur la trésorerie des entreprises et de renforcer leur solvabilité.

Les régions ont ainsi accordé une indemnité à une grande partie des entreprises et des indépendants affectés par les confinements. Pour les branches les plus durement frappées, comme l'horeca, le secteur événementiel et le tourisme, une compensation spéciale a souvent été mise en place. Bien que certaines primes aient été modulées selon la taille des entreprises ou la durée de leur fermeture, celles-ci n'étaient pas

directement liées aux frais fixes, qui sont, par nature, difficiles à comprimer. Au fil des mois, les aides régionales ont toutefois été accordées de manière plus ciblée et plus appropriée.

En Région flamande, des primes forfaitaires ont rapidement été versées aux entreprises ayant dû partiellement ou totalement fermer. Si les activités avaient été suspendues durant plus de trois semaines, cette prime était complétée par une indemnité journalière. Les aides ont progressivement été étendues aux entreprises dont les revenus avaient chuté d'au moins 60 %. Les montants, initialement forfaitaires, ont également été remplacés par des primes variables, correspondant à une fraction (d'abord 7,5 % et ensuite 10 %) du chiffre d'affaires enregistré durant la période correspondante de 2019, assorties de certains plafonds. En Région wallonne également, les primes ont d'abord été versées sous la forme de montants forfaitaires, en fonction de la situation de l'entreprise. Au troisième trimestre, cette indemnité s'est montée à 30 % du chiffre d'affaires de l'année précédente, avec des maxima selon le nombre de travailleurs. Dans la Région de Bruxelles-Capitale, les primes liées au COVID-19 sont demeurées forfaitaires dans la plupart des branches, à l'exception des secteurs hôtelier et événementiel.

Les pouvoirs publics ont également adopté des mesures destinées à consolider la solvabilité

Le gouvernement fédéral a par ailleurs décidé d'exonérer d'impôt les primes et aides octroyées par les différentes régions dans le cadre de la crise du COVID-19.

Mesures fiscales visant à renforcer la solvabilité des entreprises

Outre les possibilités de report de paiement favorables à la liquidité et les mécanismes d'aide régionaux, des mesures plus structurelles de renforcement de la solvabilité se sont également révélées nécessaires pour soutenir les entreprises et les indépendants frappés par la crise du coronavirus. À cet effet, différentes initiatives ont été prises dans le cadre de l'impôt des sociétés et de celui des personnes physiques.

La possibilité de constituer une réserve COVID-19 exonérée d'impôt pour l'exercice 2020 a été offerte aux indépendants et aux sociétés, ce qui leur a permis de porter les pertes attendues pour l'exercice 2020 en déduction du résultat imposable de 2019. Grâce à ce régime dit *carry-backward*, l'entreprise paie moins d'impôts pour l'exercice 2020 (année de revenus 2019)

ou peut recouvrer des paiements anticipés déjà versés. La réserve exonérée d'impôt est déduite des pertes effectivement subies en 2020, si bien que seule la perte subsistante peut être reportée aux exercices suivants. La réserve constituée pour l'exercice 2020 a été limitée au bénéfice de l'exercice, avec un plafond de 20 millions d'euros. Une sanction a par ailleurs également été prévue si le montant de la réserve formée dépasse de plus de 10 % les pertes effectives de l'exercice 2020.

Pour rétablir la position de solvabilité des entreprises à moyen terme, une réserve de reconstitution a également été prévue dans le cadre de l'impôt des sociétés. Cette mesure vise à maintenir de manière fiscalement avantageuse de futurs bénéfices au sein de l'entreprise, et donc à faire renouer plus rapidement les fonds propres avec leur niveau d'avant la crise du coronavirus. Cette réserve de reconstitution ne peut être formée que pour les exercices comptables portant sur les exercices d'imposition 2022 à 2024, et leur montant total est limité à la perte d'exploitation de l'exercice 2020, avec un maximum de 20 millions d'euros. Étant donné que cette mesure d'affermissement de la solvabilité a pour objectif de renforcer les fonds propres de l'entreprise, les sociétés qui procèdent à une réduction de capital, rachètent leurs propres actions ou distribuent des dividendes ne peuvent en bénéficier.

Afin de préserver le potentiel de production des entreprises et d'encourager les investissements productifs, il a en outre été décidé, pour les petites entreprises et les sociétés unipersonnelles, de porter le pourcentage de base de la déduction pour investissement à 25 % jusqu'à la fin de l'exercice 2022. De plus, durant cette période, le délai de transfert de la déduction pour investissement non utilisée a également été prolongé aux deux exercices fiscaux suivants, et non au seul exercice suivant.

En vue de soutenir les entreprises durement touchées et de favoriser la reprise du travail à l'issue du chômage temporaire, la décision a également été prise de réduire les coûts salariaux pour les mois de juin, juillet et août 2020 en accordant une exonération du versement du précompte professionnel. Pour chacun de ces mois, la moitié de la hausse du précompte professionnel par rapport à mai 2020 a été exonérée. Afin de pouvoir en bénéficier, les entreprises devaient avoir recouru au régime du chômage temporaire durant une période ininterrompue d'un mois entre mars et mai 2020.

Divers systèmes de garantie publique ont été mis en place ou étendus

Soutien à certaines branches d'activité

Certaines branches d'activité particulièrement touchées ont aussi pu compter sur un soutien spécifique. Les autorités fédérales ont notamment pris en charge le paiement des primes de fin d'année dans l'horeca. L'ensemble des entreprises contraintes de fermer durant le deuxième confinement, ainsi que, par extension, leurs fournisseurs qui en ont subi des conséquences, ont eu droit au remboursement des cotisations sociales patronales dues pour le troisième trimestre. Afin de créer un peu de marge financière pour le secteur de l'horeca, le taux de TVA sur les services de restauration et sur la vente de boissons non alcoolisées a été ramené à 6 % jusqu'à la fin de 2020. La déduction des frais de réception pour les sociétés et les indépendants a temporairement été portée à 100 %.

La SNCB a par ailleurs perçu une aide fédérale censée compenser les pertes imputables à la diminution du trafic, assortie d'un dédommagement en contrepartie du pass « Hello Belgium » offrant douze trajets en train à la population. Infrabel, gestionnaire du réseau ferroviaire, ainsi que Skeyes, chargé du contrôle du trafic aérien, ont également bénéficié d'un soutien.

Au niveau des entités fédérées, une série d'acteurs subventionnés, comme les crèches, les sociétés de titres-services, les entreprises de travail adapté et le secteur culturel, ont reçu de la part des communautés et régions des compensations partielles pour les baisses de recettes propres, en sus de leurs subventions habituelles, lesquelles ont été maintenues. Les opérateurs régionaux de transport en commun ont eux aussi été aidés.

Prêts, participations et garanties publiques

À l'initiative des autorités fédérales comme des entités fédérées, divers systèmes de garantie publique ont été soit mis en place soit étendus dans le but de faciliter l'accès au crédit des entreprises touchées par la crise. La mesure la plus emblématique à cet égard figure dans l'accord conclu le 23 mars 2020 entre le secteur financier et le gouvernement fédéral. Ce mécanisme de garantie

© Brussels Airlines

publique, auquel sont éligibles, sous certaines conditions, les nouveaux crédits et lignes de crédit bancaire, est présenté dans la section 5.1 de cette partie du Rapport. Le pouvoir fédéral est par ailleurs intervenu pour soutenir certaines entreprises de manière plus directe. Cela a notamment été le cas dans le secteur aérien, lorsque la Société fédérale de participations et d'investissement a accordé des prêts à la compagnie Brussels Airlines et au manutentionnaire Aviapartner.

Les régions ont pour leur part relevé leurs capacités de garantie d'environ 2 milliards d'euros. En Région flamande, des crédits représentant un total d'au moins 400 millions d'euros ont effectivement été garantis par les autorités pour aider les entreprises à surmonter la crise. L'organisme public Participatiemaatschappij Vlaanderen a par ailleurs accordé environ 150 millions d'euros sous la forme de prêts subordonnés à plus de 350 entreprises. Divers outils de financement public ont aussi été mis en place ou renforcés dans les autres régions. Les autorités bruxelloises ont notamment lancé le « prêt recover » à destination des micro-entreprises. En Région wallonne, un dispositif hybride baptisé « prêt ricochet » permet aux indépendants et aux petites entreprises de renflouer leur trésorerie en combinant un crédit bancaire garanti à 75 % avec un crédit public complémentaire à taux zéro.

Enfin, la Flandre et la Wallonie ont décidé d'étendre les modalités de leurs initiatives existantes visant à mobiliser l'épargne, respectivement dénommées « win-winlening » et « prêt coup de pouce », tandis que la Région bruxelloise vient de lancer un mécanisme similaire baptisé « prêt proxi ». Le principe est identique : encourager le financement des entrepreneurs par leur entourage, et ce au moyen d'un crédit d'impôt pour les prêteurs, assorti d'une garantie régionale partielle sur les fonds empruntés.

Sur le plan budgétaire, les garanties publiques sont en règle générale traitées comme des engagements conditionnels, qui ne constituent des dépenses qu'à concurrence des montants déboursés in fine pour éponger les défauts de remboursement. Quant aux octrois de crédits et prises de participation, ils sont

considérés comme de pures opérations financières si leurs conditions sont conformes aux pratiques du marché. Dans ce cas, bien que neutres pour le solde de financement des administrations publiques, ils ont une incidence sur leur endettement brut.

La dette publique a considérablement augmenté

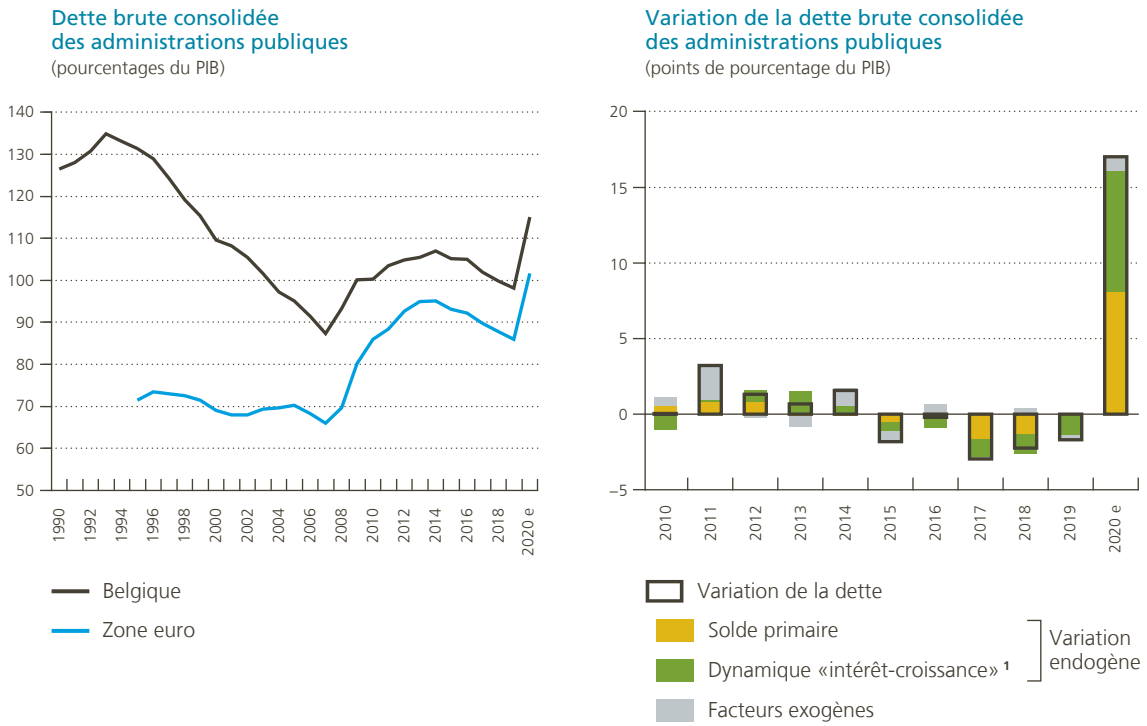
Après avoir lentement reflué entre 2014 et 2019, le taux d'endettement des administrations publiques a bondi de 17 points de pourcentage en 2020, atteignant 115,1 % du PIB. Un tel niveau d'endettement n'avait plus été constaté depuis plus de vingt ans, même s'il reste cependant en deçà du pic de 134,9 % du PIB enregistré en 1993. À la fin de 2020, la dette du niveau fédéral représentait 80,9 % de la dette publique totale. La part des autres niveaux de pouvoir s'est accrue d'environ 1 point de pourcentage dans le courant de cette année.

Depuis 2014, au sortir de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, le profil du taux d'endettement de la Belgique était similaire à celui observé en moyenne dans la zone euro. Sa hausse en 2020 a néanmoins été plus extrême en Belgique, où le rythme de réduction avait également été légèrement moins soutenu les cinq années précédentes. Le niveau d'endettement public de la Belgique reste donc largement supérieur à la moyenne de la zone euro, à hauteur de 13,4 points de pourcentage du PIB.

Le bond record du taux d'endettement public en 2020 est presque entièrement imputable à la crise du coronavirus. D'une part, la forte contraction du PIB a plus que neutralisé l'effet favorable exercé par les taux d'intérêt extrêmement bas, de sorte que la contribution du différentiel entre le taux d'intérêt implicite sur la dette et la croissance nominale du PIB a été considérable, à 7,9 points de pourcentage. D'autre part, s'établissant à 8,1 % du PIB, le déficit primaire a également sensiblement fait grimper la dette.

Graphique 43

Le coût de la crise sanitaire et la récession ont fait exploser le taux d'endettement



Sources : CE, BNB.

1 Écart entre le taux implicite sur la dette et la croissance nominale du PIB, multiplié par le rapport entre la dette à la fin de l'année précédente et le PIB de la période considérée.

Les facteurs exogènes ont pour leur part alimenté la dette à hauteur de 0,9 point de pourcentage. Ils résultent notamment des participations prises en 2020 par les pouvoirs publics dans des entreprises et des prêts qu'ils leur ont octroyés, de même que des reports de paiement de cotisations et de taxes de 2020 à 2021. Les corrections comptables liées à l'enregistrement des primes d'émission des titres de la dette ont par contre joué en sens opposé. En effet, l'Agence Fédérale de la Dette a procédé à de nombreuses émissions de titres au-dessus du pair, en particulier pour les émissions à un taux négatif. Comme il n'est pas possible d'attribuer des coupons négatifs, un taux effectif négatif ne peut être obtenu qu'en fixant les valeurs d'émission des titres au-delà de leur valeur nominale. Dès lors, l'investisseur récupérera à l'échéance un montant inférieur au montant investi. L'année de l'émission, ces primes d'émission ont un effet favorable sur la dette, qui est cependant contrebalancé par un effet à la hausse sur le taux d'endettement les années suivantes, jusqu'à l'échéance des titres.

Malgré l'augmentation de la dette, les charges d'intérêts ont poursuivi leur repli, grâce à des conditions de financement exceptionnelles

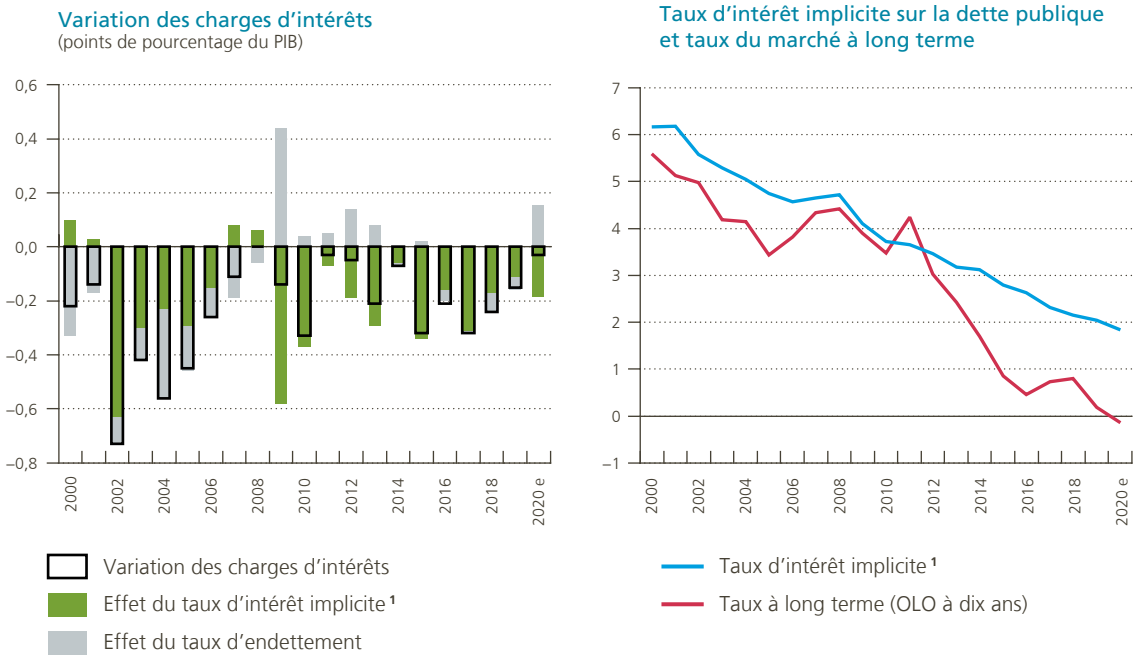
La tendance baissière des charges d'intérêts s'est poursuivie en 2020. Par rapport à l'année 2019, cette diminution représente une économie de presque 700 millions d'euros pour l'ensemble des administrations publiques. Elle est une nouvelle fois attribuable au recul du taux d'intérêt implicite, qui a neutralisé l'effet haussier du taux d'endettement.

La baisse des taux d'intérêt, puis leur stabilisation à un niveau bas, ont permis de refinancer la dette par des émissions assorties de taux moins élevés que ceux des titres arrivant à échéance. En 2020, les pouvoirs publics ont de nouveau bénéficié de conditions de financement extrêmement favorables, puisque le taux des obligations linéaires (OLO) à dix ans est revenu de 0 % en janvier à –0,4 % en

Graphique 44

La baisse du taux d'intérêt implicite a encore comprimé les charges d'intérêts

(pourcentages, sauf mention contraire)



Sources: Agence Fédérale de la Dette, ICN, BNB.

1 Rapport entre les charges d'intérêts de l'année en cours et l'endettement à la fin de l'année précédente.

décembre. En dépit d'une légère remontée temporaire au début de la crise, lorsque les tensions étaient encore palpables sur les marchés financiers, il s'est établi à –0,1 % en moyenne sur l'ensemble de l'année. Ainsi, le pouvoir fédéral a été rémunéré pour plusieurs émissions à long terme, en particulier au second semestre. Les taux moyens des certificats de trésorerie à trois mois et à un an sont restés proches des niveaux observés en 2019, de l'ordre de –0,6 %.

À moins d'une remontée inattendue et sensible des taux de marché, le repli des charges d'intérêts devrait se poursuivre en 2021 et en 2022, puisque les OLO qui arriveront à échéance au cours de ces deux années ont été émises à des taux moyens situés entre 3 et 4 %. Par la suite, ces gains de refinancement s'amenuiseront, les titres qui viendront alors à échéance ayant été émis à des taux relativement bas.

Pour financer les mesures de soutien, les besoins bruts de financement ont été revus à la hausse

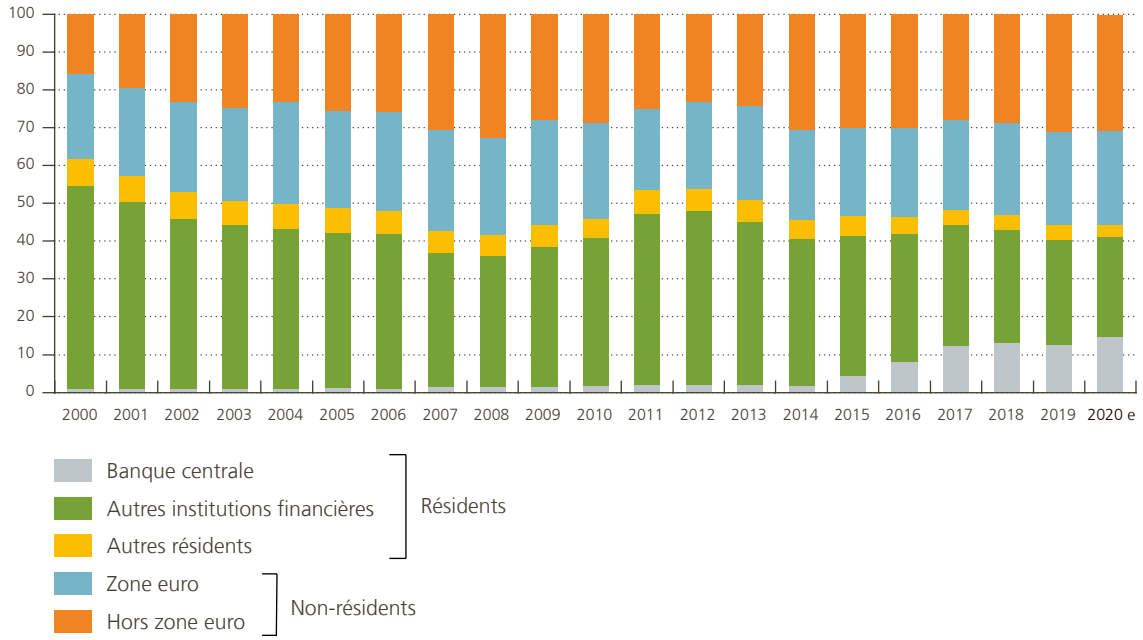
Au début de 2020, soit avant l'éclatement de la crise sanitaire, le plan de financement de l'Agence Fédérale de la Dette tablait sur des besoins bruts de financement de l'ordre de 31 milliards d'euros pour l'année, en ce compris le refinancement d'environ 19 milliards d'OLO arrivant à échéance. Pour répondre à ces besoins de financement, des émissions de 30 milliards d'euros d'OLO étaient prévues. Au final, plus de 20 milliards d'euros supplémentaires ont été nécessaires, compte tenu de l'incidence budgétaire de la crise et des nombreuses mesures de soutien mises en place.

Au total, au niveau fédéral, les besoins de financement ont donc atteint 52,6 milliards d'euros. Comme c'était prévu dans le plan initial, ils ont

Graphique 45

La part de la dette publique détenue par la Banque est en augmentation depuis 2015

(ventilation de la dette en fonction du détenteur[1])



Source : BNB.

1 Estimation au 30 septembre pour l'année 2020.

principalement été couverts par des émissions d'OLO, pour un montant de 44,5 milliards d'euros. Par ailleurs, la CE a versé une première tranche de 2 milliards d'euros, sur un total prévu de 7,8 milliards, du prêt accordé aux autorités belges dans le cadre de son programme de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE).

En ce qui concerne la détention sur le marché secondaire, la part de la dette détenue par la Banque est en augmentation graduelle depuis 2015, sous l'effet des programmes d'achats de titres de l'Eurosystème. Alors qu'elle était inférieure à 2 % de l'encours de la dette en 2014, elle est passée à 14,8 % en 2020. La part détenue par les autres résidents belges s'est rétrécie dans les mêmes proportions. Plus de la moitié de la dette des administrations publiques belges est aux mains de résidents étrangers.

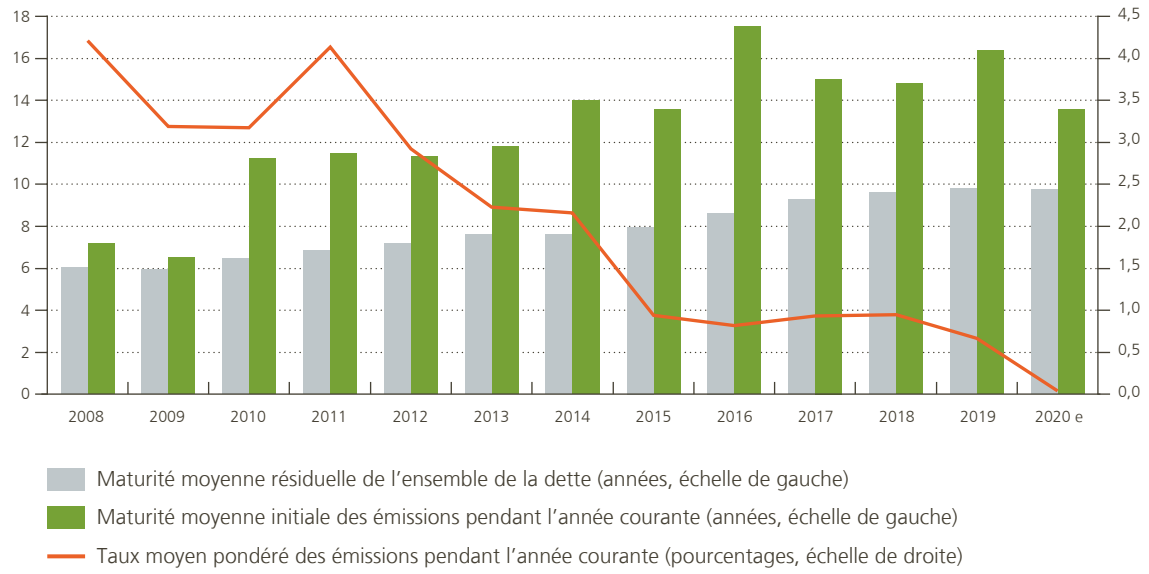
La maturité de la dette est restée stable

La dette émise en 2020 par l'Agence Fédérale de la Dette avait une maturité initiale de 13 ans et 7 mois et un taux moyen de 0,04 %, soit le taux moyen d'émission le plus bas jamais observé. Des emprunts à très long terme ont de nouveau été émis, parmi lesquels des titres qui arriveront à échéance en 2066.

La maturité résiduelle de l'ensemble de la dette fédérale est restée stable en 2020 ; à la fin de l'année, elle s'établissait à 9 ans et 9 mois, soit une maturité inchangée par rapport à celle observée à la fin de l'année 2019. Le net accroissement des besoins de financement par rapport à ce qui avait été envisagé avant la crise n'a donc pas altéré la stratégie de gestion de la dette de l'administration fédérale. Cette maturité élevée limite les risques liés à des besoins bruts de financement qui pourraient être substantiels dans des pays dont l'endettement public est important, comme c'est le cas en Belgique.

Graphique 46

La maturité de la dette fédérale s'est stabilisée, tandis que le taux moyen des nouvelles émissions a continué de baisser



Source : Agence Fédérale de la Dette.

4.4 À l'issue de la crise, des mesures seront nécessaires pour garantir la soutenabilité des finances publiques en Belgique

La persistance attendue du recul du PIB entraînera une dégradation durable des finances publiques

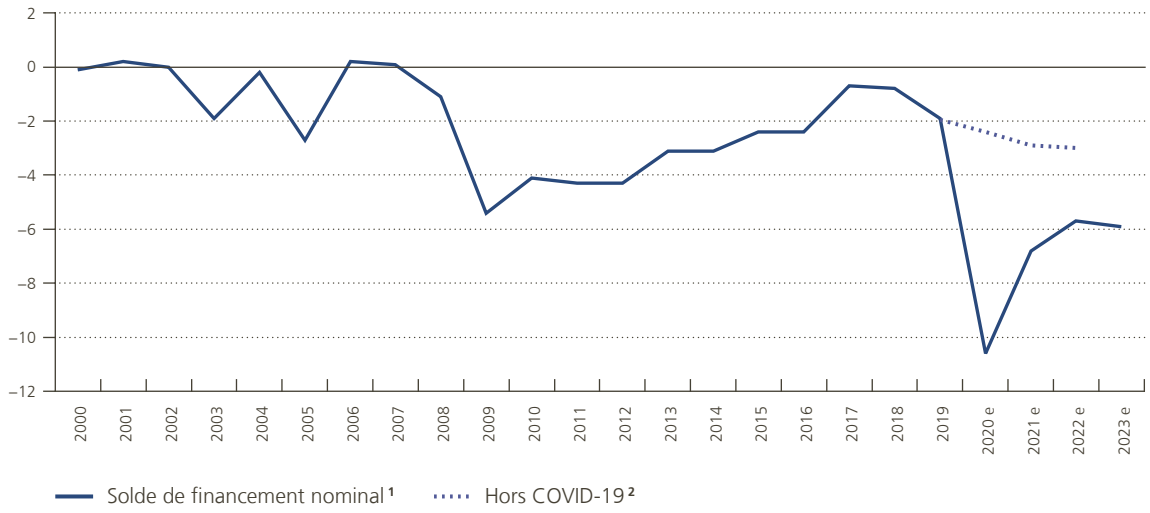
Déjà avant l'éclatement de la crise du COVID-19, les finances publiques belges étaient très éloignées d'un équilibre structurel. Á cet égard, la CE a souligné en novembre 2019, lors de son évaluation du projet de plan budgétaire belge pour 2020, que les conditions économiques favorables des dernières années n'avaient pas été suffisamment mises à profit pour assainir les finances publiques. Combiné au niveau d'endettement élevé, le déséquilibre structurel entrave la capacité d'absorber à la fois les chocs économiques et la pression du marché. La crise du coronavirus a en tout cas très clairement montré qu'il importait de pouvoir compter sur des marges budgétaires.

En dépit de la situation de départ peu favorable, les pouvoirs publics ont réagi de manière appropriée

Graphique 47

La dégradation du déficit de financement nominal ne se réduira que partiellement ces prochaines années

(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

1 Par rapport aux projections de la Banque de décembre 2020, l'estimation du déficit de financement des administrations publiques pour 2020 a été revue, de 10,6 à 10,1 % du PIB, mais les perspectives pour la période 2021-2023 sont demeurées quasiment inchangées.

2 La situation hors COVID-19 a été estimée sur la base des projections macroéconomiques de la Banque de décembre 2019, corrigées pour tenir compte de l'écart entre la réalisation et l'estimation pour 2019.

aux circonstances exceptionnelles en procédant à des interventions massives, ciblées et rapides visant à soutenir l'économie, ce qui a entraîné un net alourdissement du déficit de financement nominal.

Selon les projections de la Banque de décembre 2020, le déficit budgétaire se réduirait certes à partir de 2021, revenant à près de 6 % du PIB, mais cela représente un pourcentage toujours nettement supérieur à l'estimation antérieure à l'éclatement de la crise. Cette différence est largement imputable au caractère partiel du redressement du PIB, qui, d'ici 2023, demeurerait inférieur de quelque 3 % au niveau attendu sans la crise du COVID-19. Le déficit se situerait à hauteur des trois quarts au niveau du pouvoir fédéral et de la sécurité sociale et à hauteur d'un quart à celui des communautés et des régions, tandis que le solde de financement des pouvoirs locaux demeurerait quasiment à l'équilibre. Le taux d'endettement afficherait, lui aussi, une dégradation marquée, remontant en direction de 120 % du PIB, soit environ 20 points de pourcentage de plus qu'avant la crise.

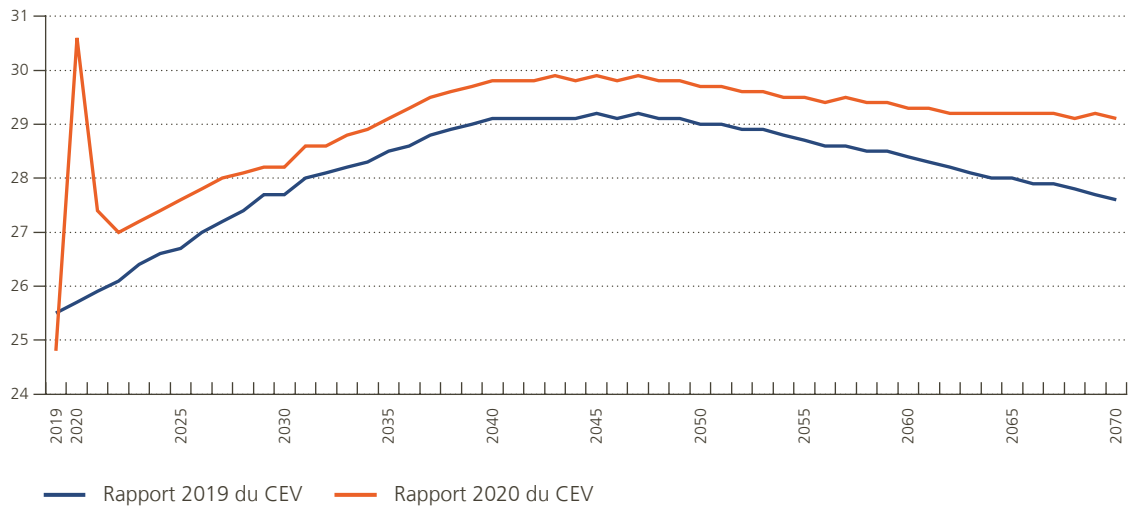
Il convient par ailleurs de tenir compte de l'incidence du vieillissement de la population, qui continuera de peser sur les finances publiques durant les deux prochaines décennies et que cette crise a d'ailleurs encore exacerbée. Le Comité d'étude sur le vieillissement (CEV) prévoit à ce stade que, à politique inchangée, en 2045, les prestations sociales dépasseront de 5,1 % du PIB leur niveau de 2019. Cette élévation projetée est sensiblement plus importante que la progression présentée dans le rapport 2019 du CEV, puisque celui-ci la chiffrait à 3,6 % du PIB sur la même période. Plus de la moitié de cet écart s'explique par les retombées de la crise du COVID-19, et principalement par l'ajustement à la baisse persistant du PIB qui y est associé. À cela s'ajoutent les effets de la révision à la hausse du nombre de bénéficiaires d'une allocation d'invalidité et, fût-ce dans une faible mesure, de la révision à la baisse de l'hypothèse quant au nombre moyen d'enfants par femme retenue dans les prévisions démographiques. Ces prochaines années, les coûts du vieillissement alourdiraient chaque année les dépenses publiques de 0,2 point de pourcentage du PIB en moyenne, sous l'effet de l'augmentation des pensions et des dépenses de soins de santé.

Les perspectives macroéconomiques étant entachées d'un grand degré d'incertitude, l'évolution des finances publiques dans les prochaines années est difficile à prévoir. Aussi est-il utile d'effectuer une simulation de la voie qu'elles emprunteraient, à politique inchangée, jusqu'en 2030 à l'aune de plusieurs scénarios d'évolution du PIB, toutes autres choses restant égales. Dans un

Graphique 48

Les prestations sociales s'afficheront en nette hausse dans les prochaines décennies

(pourcentages du PIB)



Sources : CEV, BNB.

scénario de base, le PIB évolue jusqu'en 2023 conformément aux estimations établies par la Banque en décembre 2020. Dans un scénario optimiste, il excède de 3 % la projection du scénario de base en 2023, s'approchant dès lors du niveau qui était escompté en l'absence de la crise du COVID-19. Dans un scénario pessimiste, le PIB campe 3 % en deçà du niveau prévu dans le scénario de base. Tous les scénarios supposent qu'à compter de 2024, le PIB repartira à la hausse conformément aux prévisions du dernier rapport en date du CEV (soit une croissance de 1,3 % par an en moyenne), que le déficit primaire exprimé en pourcentage du PIB augmentera chaque année sous l'effet des coûts du vieillissement et que le taux d'intérêt implicite sur la dette publique stagnera à 1,3 %.

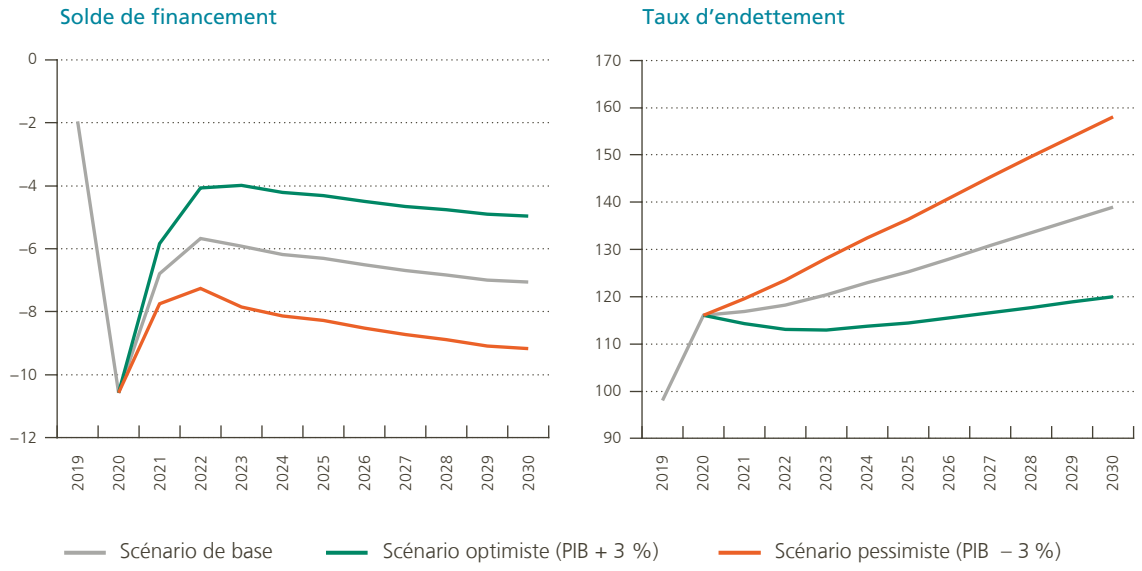
Dans le scénario de base, le déficit de financement se creuse après 2023, atteignant quelque 7 % du PIB, sous l'influence d'un alourdissement, année après année, des coûts du vieillissement. Sous l'effet de déficits de cette ampleur, le taux d'endettement s'accroît chaque année de plus de 2,5 % du PIB, pour avoisiner 140 % du PIB en 2030. Dans le scénario optimiste, le déficit se resserre à 4 % en 2023, avant de repartir de manière continue à la hausse. Dans cette hypothèse également, le taux d'endettement grimpe progressivement, pour ressortir à 120 % du PIB en 2030. Enfin, dans le scénario pessimiste, le déficit ne tombe pas sous la barre des 7 % du PIB et se dégrade, pour dépasser les 9 % du PIB en 2030. Le taux d'endettement dérape ensuite rapidement pour approcher les 160 % du PIB, un niveau jugé insoutenable.

L'exercice de simulation montre que, même dans le scénario de base, un considérable effort de consolidation s'impose pour stabiliser le taux d'endettement avant qu'il ne puisse prendre un tour baissier. L'actuelle dynamique taux d'intérêt-croissance extrêmement favorable, qui, pour autant qu'elle se poursuive, allégerait

Graphique 49

La reprise économique après la crise détermine en grande partie les risques qui pèsent sur la soutenabilité des finances publiques [1,2]

(pourcentages du PIB)



Sources : CEV, ICN, BNB.

1 Le scénario de base repose sur les projections macroéconomiques établies par la Banque en décembre 2020, dont l'horizon de projection s'étend jusqu'en 2023. Pour la période courant de 2024 à 2030, la simulation pose comme point de départ le solde primaire affiché en 2023 et reprend les coûts du vieillissement postulés dans le rapport du CEV publié en juillet 2020 ainsi que les hypothèses relatives à l'évolution du PIB qui y sont formulées. Par ailleurs, il est supposé que le taux d'intérêt implicite sur la dette publique reste stable après 2023, à 1,3 %, et qu'aucun facteur exogène n'influence l'évolution du taux d'endettement. Dans les autres scénarios, le PIB augmente ou diminue, selon les cas, de 1,5 % en 2021, de 2,5 % en 2022 et de 3 % en 2023. L'incidence sur les finances publiques est estimée grâce à l'application d'une semi-élasticité de 0,62.

2 Par rapport aux projections de la Banque de décembre 2020, l'estimation du déficit de financement des administrations publiques pour 2020 a été revue à la baisse, de 10,6 à 10,1 % du PIB, mais les perspectives pour la période 2021-2023 sont demeurées pour ainsi dire inchangées.

chaque année de quelque 2 points de pourcentage le taux d'endettement après 2023, ne suffit aucunement pour compenser l'incidence haussière qu'exercera le déficit primaire sur le taux d'endettement. Même dans le scénario optimiste, qui correspond à un environnement macroéconomique tel qu'il était escompté avant la crise du coronavirus, des mesures de consolidation sont nécessaires pour ramener la dette sur une trajectoire baissière et, de cette manière, contenir les risques pesant sur la soutenabilité des finances publiques.

Il est primordial de définir un plan d'assainissement par étapes des finances publiques belges

Les projections donnent clairement à penser que la soutenabilité des finances publiques est mise à mal par les retombées de la crise du coronavirus. À terme, dès que l'activité économique se sera pleinement redressée et que la crise sanitaire sera révolue, le taux d'endettement devra nécessairement être diminué afin de garantir la soutenabilité des finances publiques.

À cet effet, il conviendrait d'établir un plan par étapes visant à réduire progressivement le déficit, afin que la dette publique cesse de grimper dans un premier temps et qu'elle reparte à la baisse par la suite. Le calendrier optimal pour cette entreprise dépend en grande partie de l'évolution future de la crise sanitaire et de la vigueur du redressement économique.

Le cadre budgétaire européen doit, une fois réactivé, servir de fil conducteur à la consolidation. Cette réglementation doit être étayée par des cadres budgétaires nationaux robustes et efficaces. Une analyse des principales constituantes du cadre belge a montré que ce dernier présentait plusieurs points forts mais qu'il était également perfectible à différents égards[1].

Le cadre budgétaire belge peut être amélioré sur plusieurs fronts

Les pouvoirs publics disposent de deux leviers pour réduire le déficit de financement, à savoir les recettes et les dépenses primaires, à conjuguer de préférence avec une politique de renforcement de la croissance. Du côté des recettes, les marges sont pour ainsi dire inexistantes, compte tenu de la lourdeur de la pression fiscale. La consolidation devra donc reposer dans une large mesure sur les dépenses primaires. Au cours des vingt dernières années, les dépenses publiques ont, de manière générale, davantage progressé que le PIB nominal. De ce fait, les dépenses publiques étaient déjà élevées avant la crise sanitaire. En 2019, elles se montaient à 52,1 % du PIB en Belgique, contre 47,1 % en moyenne dans la zone euro, la France et la Finlande étant les seules à afficher des pourcentages supérieurs. Ce sont surtout les dépenses liées aux services généraux, aux affaires économiques et à l'enseignement qui sont relativement importantes en Belgique. Les investissements publics demeurent en revanche structurellement limités. Exprimé en pourcentage du PIB, le stock de capital des pouvoirs publics diminue même depuis plusieurs années.

Cela dit, un niveau élevé de dépenses n'est pas nécessairement synonyme d'efficacité. Une analyse antérieure de la Banque révèle que les pouvoirs publics belges présentent des résultats plutôt moyens en termes d'efficience[2]. C'est pourquoi la clé de voûte de la politique budgétaire doit consister en des efforts continus visant à maîtriser les coûts et à améliorer les performances des administrations publiques. À tous les niveaux de pouvoir, l'objectif premier doit être de rendre l'appareil public aussi efficient que possible afin de pouvoir faire face aux défis à venir. Qui plus est, il conviendra de maintenir sous contrôle l'évolution de la principale catégorie de dépenses, à savoir les prestations sociales, en tenant compte de la forte pression haussière occasionnée par le vieillissement démographique.

Réaliser la consolidation nécessaire à l'issue de la crise du coronavirus requerra l'implication de tous les niveaux de pouvoir en Belgique ainsi qu'une collaboration appropriée entre eux. Bien qu'il existe un cadre légal détaillé en la matière, force est de constater que cette coordination budgétaire ne fonctionne pas de manière optimale. Les différents échelons de pouvoir ne sont en effet pas parvenus

1 Pour plus de détails, cf. Bisciari P., H. Godefroid, W. Melyn, R. Schoonackers, P. Stinglhamber et L. Van Meensel (2020), « Belgium's fiscal framework : what is good and what could be better ? », NBB, *Economic Review*, décembre.

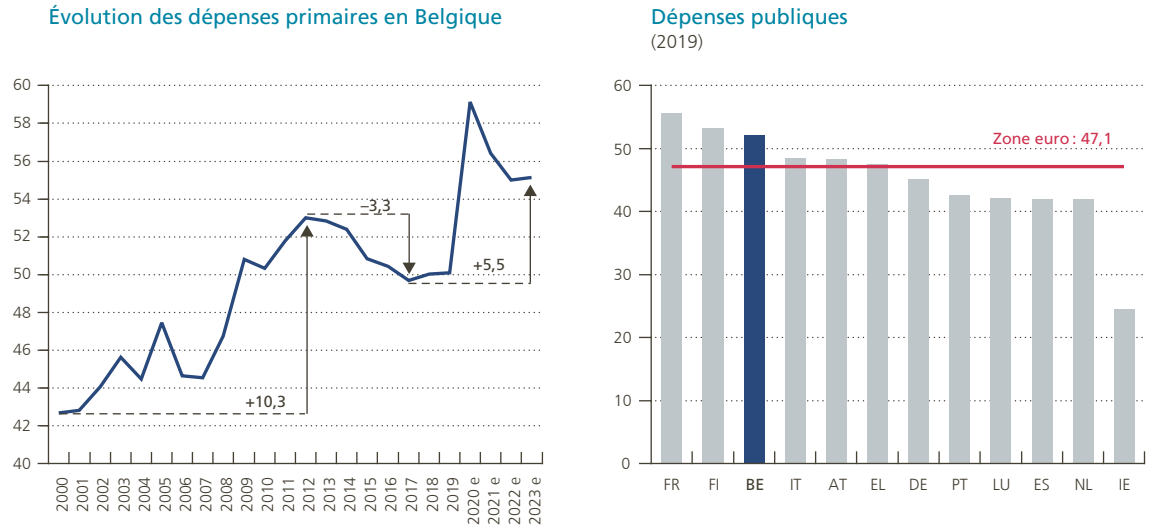
2 Pour de plus amples détails, cf. Cornille D., P. Stinglhamber et L. Van Meensel (2017), « L'efficience des administrations publiques en Belgique », BNB, *Revue économique*, juin.

ces dernières années à conclure un accord de coopération sur les objectifs budgétaires contraignants pour l'ensemble des administrations publiques et sur leur répartition entre les différents niveaux de pouvoir. Un tel accord clarifierait les responsabilités des uns et des autres et permettrait un contrôle indépendant par la section « Besoins de financement des pouvoirs publics » du Conseil supérieur des finances. Il importe que chaque niveau de pouvoir contribue à la consolidation budgétaire et que les efforts consentis puissent être évalués. Pour pouvoir garantir la soutenabilité des finances publiques belges, tous les pouvoirs publics devront en effet appliquer la discipline budgétaire nécessaire.

Graphique 50

Les dépenses primaires – qui étaient déjà considérables avant la pandémie – ont atteint un niveau inédit et demeureront vraisemblablement élevées ces prochaines années [1]

(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN, BNB.

1 Par rapport aux projections de la Banque de décembre 2020, l'estimation des dépenses primaires pour 2020 a été revue à la baisse, de 59,1 à 58,8 % du PIB, mais les perspectives pour la période 2021-2023 sont demeurées pour ainsi dire inchangées.

ENCADRÉ 4

Finances publiques : pas de prospérité sans soutenabilité, même avec des taux d'intérêt négatifs

La possibilité pour beaucoup de gouvernements d'emprunter des sommes considérables à des taux d'intérêt négatifs suscite des questions sur la nécessité d'encore se préoccuper du niveau actuel ou futur de la dette publique. Si les taux actuels procurent effectivement des marges de manœuvre utiles à l'État pour amortir des chocs tels que celui de la crise COVID-19, ces conditions n'ont pas pour vocation de durer éternellement. Elles ne constituent pas non plus un permis de dépenser sans compter car l'exigence de solvabilité des pouvoirs publics s'applique quel que soit le niveau des taux d'intérêt.

Contrainte budgétaire de l'État et soutenabilité de la dette

Comme les ménages et les entreprises, les pouvoirs publics sont soumis à une contrainte d'équilibre entre revenus et dépenses. Cet équilibre n'est évidemment pas une exigence de chaque instant car une partie des dépenses peuvent être financées par emprunt dès lors que des agents économiques affichant des surplus sont disposés à consentir des prêts.

L'accumulation de dette publique peut être utile à la société. Par exemple, en cas de choc économique ou financier, elle permet d'étaler dans le temps les pertes de revenus des agents, au travers du système fiscal et des transferts. Inversement, les périodes de haute conjoncture devraient être mises à profit pour réduire l'endettement, une symétrie trop rarement observée dans les faits. Au-delà de ce rôle d'amortisseur macroéconomique, la dette publique peut financer une partie des dépenses publiques productives (notamment les infrastructures), pour autant que les bénéfices attendus de ces dépenses excèdent les coûts d'emprunt.

Si une dette publique positive peut être économiquement et socialement désirable, il y a cependant des limites à ne pas dépasser. En effet, le bon fonctionnement du système financier repose sur la confiance des prêteurs dans la capacité des emprunteurs d'honorer leurs engagements, c'est-à-dire dans leur solvabilité. Pour les pouvoirs publics, la solvabilité implique qu'ils soient en mesure de s'acquitter de leurs obligations financières présentes et futures sans recourir à des politiques économiquement destructrices ou socialement intenables. À défaut, les prêteurs exigeraient des primes de risque rédhibitoires, voire cesseraient l'octroi de financements. Il existe donc une limite à la dette, un point de basculement au-delà duquel la promesse du gouvernement de payer intérêts et principal n'est plus crédible.

Évaluer la soutenabilité de la dette publique revient à prédire le futur de l'économie, y compris les implications budgétaires de tendances lourdes telles que le vieillissement de la population et le réchauffement climatique sur la crédibilité des engagements du gouvernement. Cet exercice est empreint d'incertitudes considérables et d'hypothèses devant constamment être réévaluées[1]. Le ratio entre le stock de dette publique et le PIB est un indicateur largement utilisé dans les analyses de soutenabilité. En effet, une obligation d'État peut se résumer à un droit de son détenteur de percevoir une partie des recettes

1 Un cadre opérationnel permettant de s'orienter sur la question du niveau de la dette publique soutenable est développé dans Debrun X., M. Jarmuzek et A. Shabunina (2020), « Public debt : Safe at any speed ? », NBB, *Economic Review*, septembre.

de l'État ; le PIB, qui mesure l'ensemble des revenus générés dans l'économie, représente quant à lui une approximation fiable de la base taxable potentielle d'un pays. In fine, le montant de la dette ne peut indéfiniment croître plus vite que sa « garantie » ultime.

L'importance de finances publiques soutenables

Aucun État en proie à des défauts de paiement récurrents n'a pu assurer durablement la prospérité de sa population. Une fois franchie la limite de l'endettement public, le défaut devient un danger immédiat pour les prêteurs, compromettant l'accès à de nouveaux prêts. Pour remédier à cette situation, il ne reste au gouvernement que des options économiquement et socialement coûteuses, telles que le recours à des financements officiels – via par exemple le MES ou le FMI –, ceux-ci étant conditionnés par un plan d'assainissement destiné à assurer la soutenabilité future de la dette, le défaut total ou partiel de paiement, ou encore l'expropriation graduelle par l'inflation. En tout état de cause, la perspective d'un défaut ou d'une inflation galopante dépouille les titres publics de leur réputation d'actif sans risque, supprimant un point de référence-clé pour la détermination des primes de risque et, en aval, les décisions d'épargne et d'investissement des entreprises et des particuliers. C'est pourquoi il s'ensuit généralement une destruction massive de richesse, l'implosion du secteur financier, l'arrêt des investissements et, en fin de chaîne, des pertes d'emplois affectant souvent les plus vulnérables de façon disproportionnée.

Qui est responsable de la soutenabilité ?

La soutenabilité des finances publiques incombe au gouvernement, qui doit effectuer des choix compatibles avec un ratio d'endettement n'explosant pas sur le long terme. D'aucuns considèrent néanmoins que la banque centrale pourrait aussi assurer un ratio d'endettement soutenable, ce qui passe toujours par une inflation qui peut vite devenir incontrôlable si on n'y prend garde.

Cependant, dans un contexte inédit d'inflation inférieure aux objectifs officiels depuis plusieurs années, les banques centrales sont intervenues plus directement sur les marchés financiers, notamment en procédant à des rachats de titres publics qui réduisent le coût de financement des gouvernements. En 2020, ces marges de manœuvre budgétaires ont été largement utilisées pour absorber le choc de la crise du COVID-19. Dans le même temps, le besoin inédit de recourir conjointement et de façon massive aux politiques monétaire et budgétaire pour stabiliser l'économie a estompé les inquiétudes par rapport à la soutenabilité de dettes publiques pourtant très élevées.

Ces circonstances exceptionnelles ne changent toutefois rien au partage des responsabilités entre l'État et la banque centrale s'agissant de la stabilité macroéconomique. La soutenabilité de la dette incombe aux seuls États, tandis que la préservation du pouvoir d'achat de la monnaie relève des seules banques centrales. Cette répartition des rôles entre autorités monétaires et budgétaires a fait ses preuves et reste la meilleure garantie contre un retour de l'instabilité macroéconomique et financière des années 1970 et 1980, dont le spectre continue de hanter certaines économies émergentes.

Comment préserver la soutenabilité ?

Pour le gouvernement, maîtriser la trajectoire de la dette impose de contrôler le solde budgétaire, quel que soit le niveau des taux d'intérêt. Certes, cette tâche est moins ardue lorsque le PIB croît rapidement et que les taux d'intérêt sont bas. En particulier, si le taux de croissance du PIB est supérieur au taux d'intérêt, comme c'est le cas depuis quelque temps, le gouvernement peut financer le paiement d'une partie des intérêts par des emprunts supplémentaires sans craindre une explosion du ratio d'endettement. En revanche, lorsque le taux d'intérêt excède le taux de croissance économique, stabiliser le ratio d'endettement impose de couvrir une part suffisamment grande des charges d'intérêts par des recettes (et donc de dégager des surplus primaires).

Si les conditions actuelles de financement de l'État permettent à celui-ci de déployer sans stress les moyens exceptionnels exigés par la réponse à la crise sanitaire, il serait imprudent de fonder la politique budgétaire et la gestion de la dette sur l'hypothèse d'une poursuite indéfinie de ces conditions. L'histoire enseigne que les retournements de situation peuvent être soudains et que les taux bas, même inscrits dans la durée, n'offrent aucune protection contre des crises de la dette[1].

En fin de compte, la maîtrise de la dette publique est un défi comparable à celui de limiter le réchauffement climatique. Dans les deux cas, la négligence pénalise lourdement les générations futures et expose la société au franchissement de points de basculement aux effets catastrophiques. Et, dans les deux cas, il convient de contenir dès aujourd'hui ces risques de manière robuste et durable.

1 Cf. Mauro P. et J. Zhou (2020), r minus g negative: Can We Sleep More Soundly ?, IMF, Working Paper 20/52.