

## 24<sup>e</sup> Congrès des économistes

### Les finances publiques belges au sortir de la Covid : quelles perspectives ?

Vincent Frogneux (BFP & UNamur) & Michel Saintrain (BFP)

*Les déficits budgétaires attendus pour les prochaines années ne sont pas la conséquence directe de la crise sanitaire. Ils résultent des déficits préexistants, de l'orientation expansionniste prise par la politique budgétaire, et de la matérialisation progressive de la dette implicite liée au vieillissement démographique. Ils sont dus aux opérations courantes bien davantage qu'aux investissements. Vu l'ampleur de ces déficits, la dette n'est pas stabilisée même dans des conditions très favorables de taux d'intérêt inférieurs au taux de croissance économique. Stabiliser le taux d'endettement s'imposera comme un objectif de la politique budgétaire, quelle que soit l'évolution des règles budgétaires européennes. Quels que soient l'horizon défini pour cette stabilisation et le choix du ratio de dette à stabiliser, cela exigera un ajustement budgétaire important. Tant que la faiblesse actuelle des taux d'intérêt perdure, il n'est pas coûteux de lisser les efforts d'ajustement dans le temps, voire de les postposer. Toutefois, cela implique une dette plus élevée à moyen et long terme, et donc un arbitrage avec la perspective d'une exposition plus grande aux risques de marché et de liquidité liés au refinancement de la dette.*

Les perspectives de finances publiques ne sont pas bonnes si l'on en croit les projections du Bureau fédéral du Plan (BFP). Sans nouvelles mesures, les besoins de financement risquent d'être encore considérables quand la politique monétaire se normalisera, et la dette continuerait à augmenter. Ce n'est pas la conséquence directe de la crise de la Covid, mais la résultante des déficits préexistants, de l'orientation expansionniste prise par la politique budgétaire, et de la matérialisation progressive de la dette implicite liée au vieillissement démographique. La trajectoire d'endettement va rester une préoccupation centrale dans les prochaines années, qui devront accommoder ajustements budgétaires et investissements ou financement de certains domaines jugés prioritaires. La première et deuxième section de cet article font état des perspectives à moyen et long terme à politique constante. La troisième section évalue l'ampleur des ajustements permettant de stabiliser la dette à différents horizons et niveaux. La quatrième section évoque l'impact des plans de relance. La dernière et cinquième section traite des implications d'une « règle d'or » protégeant les investissements.

### Quelles sont les perspectives à moyen terme à politique inchangée ?

Les plus récentes projections de moyen terme du BFP ont été publiées en juin 2021. Leur cadre macroéconomique table sur un rebond vigoureux de l'activité économique après la récession de 2020, de sorte que le niveau du PIB réel de 2019 serait retrouvé courant 2022. À partir de 2023, la croissance économique se normalise en renouant avec sa tendance d'avant-crise.

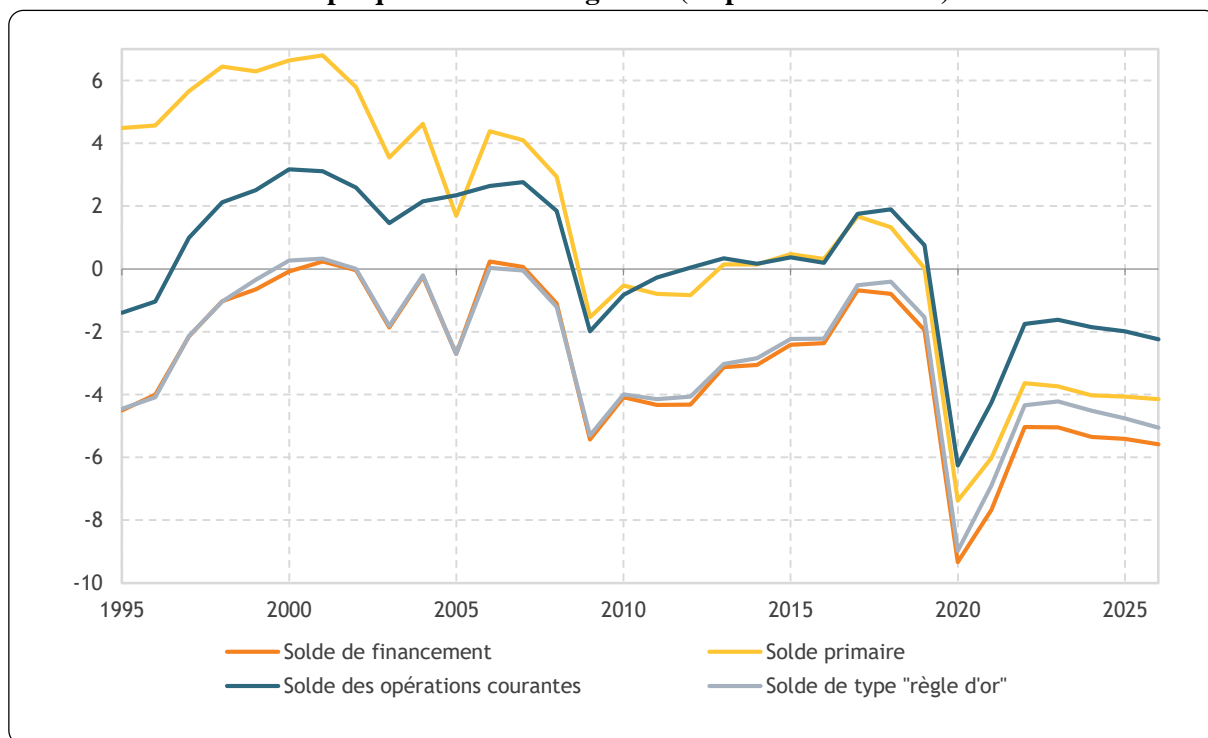
Quels sont les principaux enseignements de ces projections en matière de finances publiques ? Le besoin net de financement, qui a dépassé 9% du PIB en 2020, revient à 5% du PIB en 2022-2023 avec la reprise de l'activité et l'extinction des mesures liées à la crise sanitaire, mais ne s'améliore plus ensuite. À

l'horizon 2026, il est de l'ordre de 5,5% du PIB. Malgré un différentiel intérêt-croissance très favorable, la dette publique reste pratiquement stable en pour cent du PIB en 2021 et 2022 et repart à la hausse les années suivantes, de quelque 2 points de pour cent du PIB par an.

De tels déficits tranchent avec ceux d'avant crise : dans les dernières années avant la survenue de la crise, le déficit était de l'ordre de 1 à 2% du PIB (hors one-offs). Par ailleurs, les dernières projections du BFP réalisées avant la crise tablaient sur un déficit de l'ordre de 3% du PIB en projection.

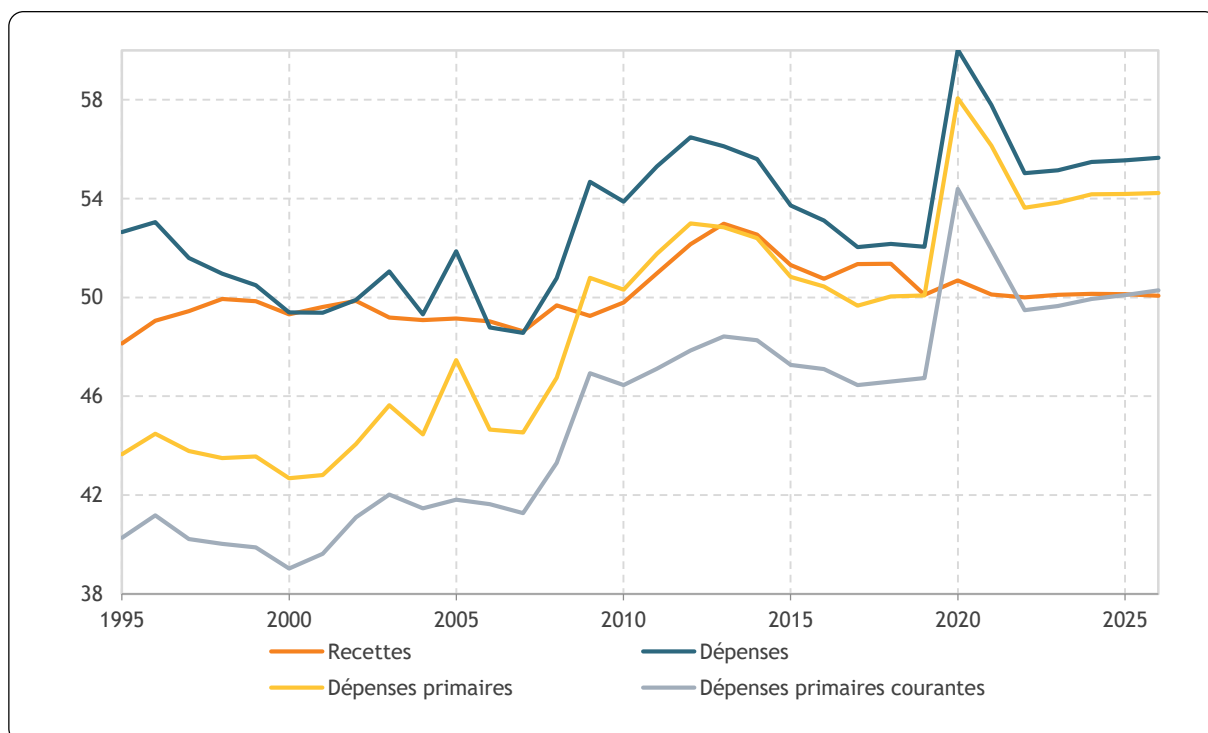
Le changement d'échelle des déficits n'est pas dû aux coûts directs de la crise de la Covid : les mesures de soutien sont temporaires, les stabilisateurs automatiques s'estompent avec le rebond de l'activité, et le tout est financé à des taux d'intérêt faibles voire nuls. Mais il est dû, en partie, au retard pris par le PIB à cause de la récession de 2020 (alors que certaines dépenses, comme les pensions, n'interrompaient pas leur progression) et, surtout, aux déficits préexistants et à l'orientation plus expansionniste adoptée par la politique budgétaire. Cette expansion traduit une volonté politique de favoriser la relance et de consolider structurellement certains dispositifs sociaux, dans un cadre normatif européen par ailleurs temporairement relâché.

**Graphique 1 : Solde budgétaire (en pour cent du PIB)**



Source : ICN et BFP

**Graphique 1 : Recettes, dépenses (en pour cent du PIB)**



Source : ICN et BFP

Le changement d'échelle des déficits au sortir de la crise n'est pas dû aux recettes, dont le ratio par rapport au PIB est stable. Il est dû aux dépenses : à leur pic historique de 2020 qui s'explique, bien entendu, par un effet dénominateur et le coût des mesures de soutien, succède un tassement en 2022-2023 (à quelque 55% du PIB, tendant vers 56% à l'horizon 2026), mais sans retrouver le niveau d'avant crise (de l'ordre de 52% du PIB).

En quelque sorte, le ratio des dépenses reproduit l'effet de cliquet déjà observé après la grande récession de 2008-2009 : le ratio des dépenses avait alors augmenté fortement et ce n'est que cinq ans plus tard, à partir de 2013-2014, qu'est intervenu un reflux suite, notamment, à une orientation plus restrictive des budgets, en dépenses comme en recettes, pour tenter de satisfaire aux exigences de la surveillance européenne, elle-même renforcée à la suite de la crise des dettes publiques dans la zone euro. L'avenir nous dira dans quelle mesure ces projections qui, rappelons-le, n'anticipent pas sur des décisions futures, seront infléchies quand la politique budgétaire intégrera la contrainte de la réactivation prochaine de la surveillance budgétaire européenne et de la normalisation de la politique monétaire.

Notons encore que ces projections prennent en compte les plans de relance, en dépenses (surtout des investissements et des aides à l'investissement) comme en recettes (pour la partie financée par des dotations de NextGenerationEU). Les dépenses en capital s'en trouvent augmentées, avec un pic en 2024. Toutefois, bien davantage qu'aux investissements, l'évolution du déficit décrite ci-dessus est due en premier lieu au solde des opérations courantes, qui reste fortement négatif sur l'ensemble de la période 2021-2026. Sur les vingt dernières années, le solde des opérations courantes n'avait été négatif que trois années, de 2009 à 2011.

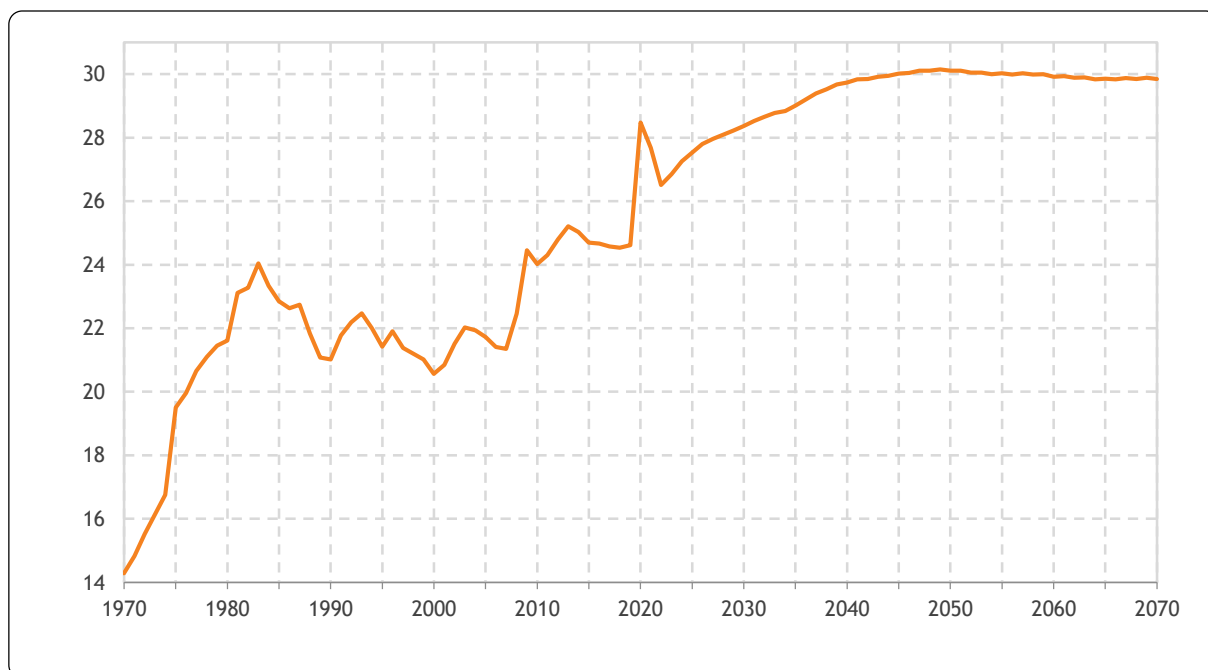
## Qu'en est-il à long terme tenant compte du coût du vieillissement ?

Une vision de plus long terme des perspectives budgétaires peut se fonder sur les projections du coût du vieillissement réalisées par le Comité d'étude du même nom (CEV). La dette implicite du vieillissement va en effet, avec le temps, progressivement se traduire en une dette effective (à pression fiscale inchangée). Bien entendu, il existe d'autres défis (climatiques, énergétiques, etc.). Toutefois, les dépenses sociales résultent de législations existantes qui en font des engagements univoques du seul secteur public, ce qui n'est pas nécessairement le cas d'autres défis.

Le CEV fonde ses projections sur des paramètres macroéconomiques consensuellement jugés adéquats pour établir un scénario de référence. La productivité du travail et le taux de chômage évoluent ainsi progressivement vers des valeurs hypothétiques de long terme. Le PIB résulte de ces hypothèses ainsi que de l'évolution de la population active. Les projections appliquent les législations en vigueur, y compris en matière d'adaptations au bien-être. Le plus récent scénario de référence du CEV, celui de juillet 2021, tient compte des décisions récentes en matière de pensions, comme la hausse des *minima*. Le coût du vieillissement, c'est-à-dire la variation du ratio des dépenses sociales par rapport au PIB, y est chiffré à 5,5% entre 2019 et 2050, après quoi il se tasse légèrement.

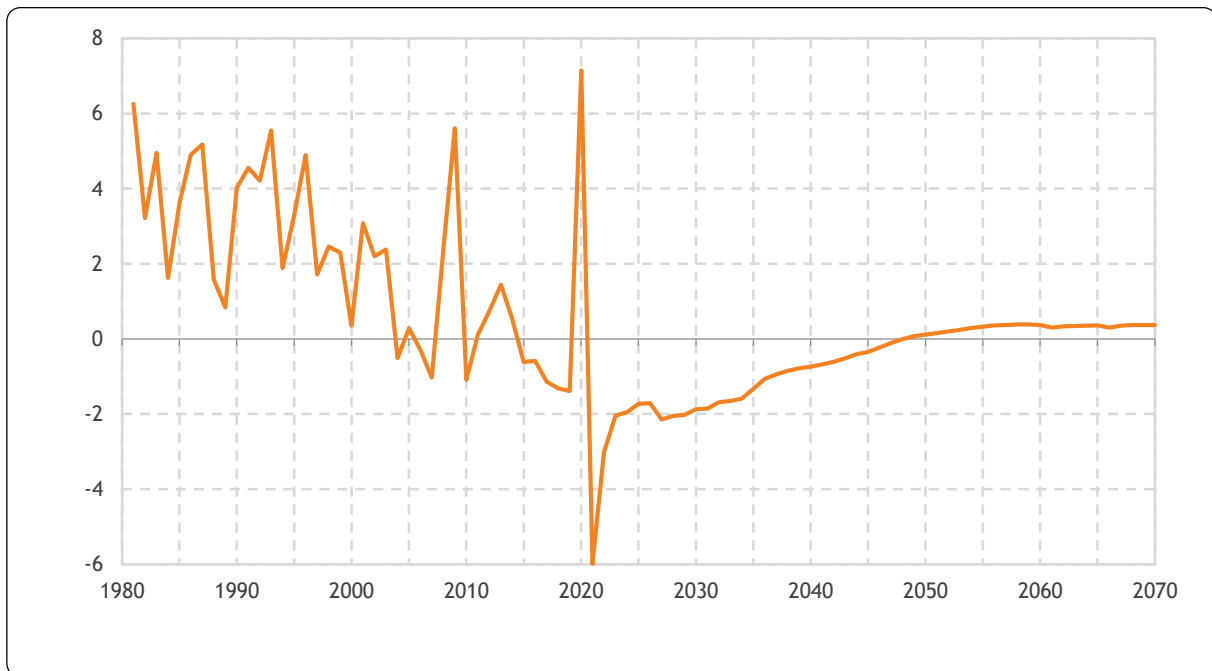
Traduire en termes d'évolution de la dette ou en termes d'autres indicateurs de soutenabilité la dégradation du solde primaire correspondant au coût du vieillissement requiert de poser une hypothèse de taux d'intérêt. Est reprise ici l'hypothèse actuelle de l'*Ageing Working Group*, à savoir une persistance de taux bas avec une remontée progressive du taux d'intérêt réel du marché à 2% à l'horizon 2050. Le taux d'inflation à long terme est posé à 2%, soit l'objectif de la BCE. Dans ces conditions, le différentiel intérêt-croissance resterait négatif jusqu'en 2050, ce qui signifie que les charges d'intérêt ne peuvent pas entraîner une auto-alimentation de la dette, et qu'il est possible de stabiliser celle-ci même avec un solde primaire négatif. Après 2050, le taux d'intérêt implicite excède le taux de croissance nominal du PIB, mais seulement de très peu (en comparaison des écarts historiques).

**Graphique 2 : Dépenses sociales (en pour cent du PIB)**



Source : ICN et CEV

**Graphique 3 : Différentiel intérêt-croissance (en points de pourcentage)**

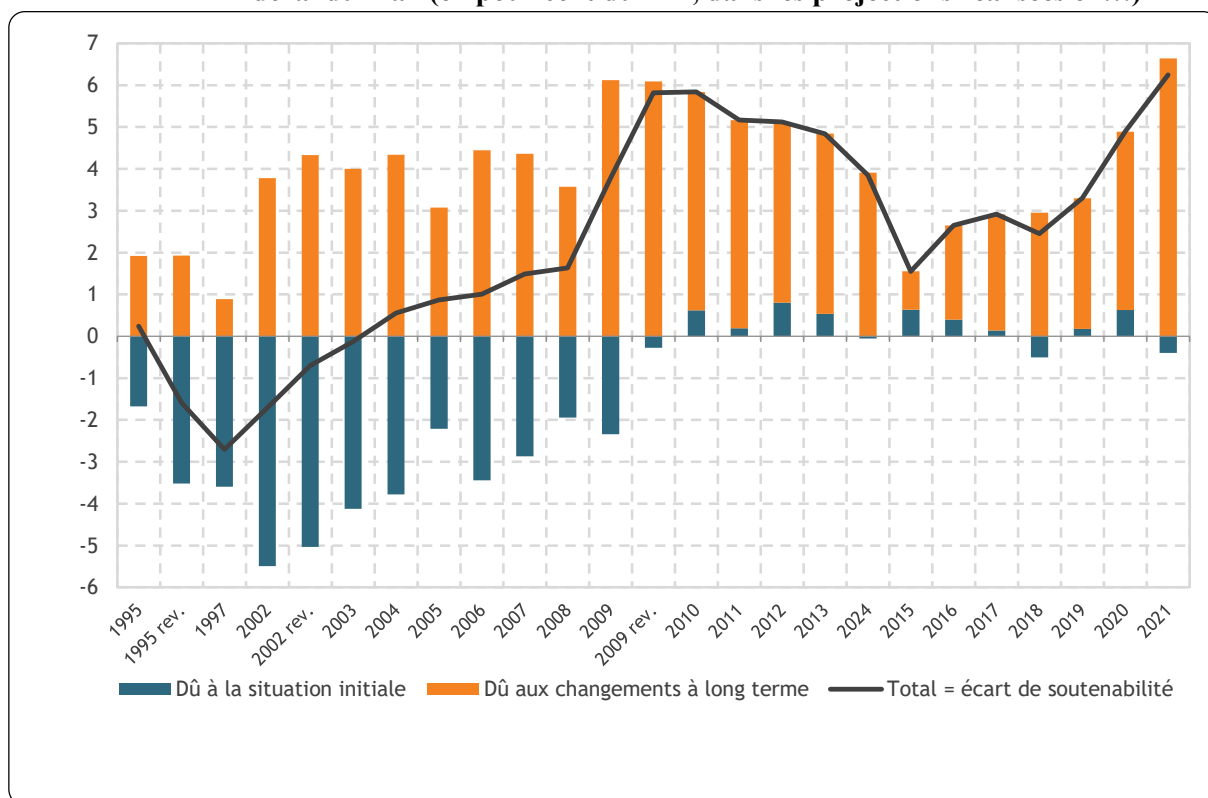


Source : calculs propres

Malgré cette hypothèse favorable, le scénario du CEV implique une hausse considérable de la dette : elle passerait de 114% du PIB en 2020 et 123% du PIB en 2026 à 170% en 2040, 225% en 2050, 370% en 2070. Il s'agit bien évidemment d'une projection à politique constante, et pas d'une prévision réaliste.

Une façon de synthétiser la projection budgétaire de long terme est d'y calculer l'écart de soutenabilité, c'est-à-dire l'écart constant entre le solde primaire structurel à politique inchangée et le solde primaire tel que la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État serait respectée. On peut calculer cet écart de soutenabilité pour tous les millésimes de projections de long terme que le BFP a réalisées depuis plus d'un quart de siècle (pour le compte du CEV depuis 2002). En les mettant bout à bout, on obtient l'évolution de la vision du problème de soutenabilité qu'ont eu au fil du temps les projectionnistes.

**Graphique 4 : Écart de soutenabilité dans les millésimes successifs de projections du Bureau fédéral du Plan (en pour cent du PIB, dans les projections réalisées en...)**



Source : calculs propres

Au tournant des années 2000, l'écart de soutenabilité apparaissait négatif : le surplus primaire obtenu au terme des ajustements budgétaires des années 1980 et 1990 était tellement élevé qu'il allait enclencher, à condition d'être maintenu, une mécanique de désendettement suffisante pour compenser les coûts futurs du vieillissement, matérialisée par le Fonds de vieillissement. Cette perspective s'est toutefois rapidement dissipée en raison d'une politique budgétaire plus expansionniste que prévu et du recul de la croissance économique dès le début des années 2000. La crise financière et économique de 2008-2009 a conduit les projectionnistes à revoir à la baisse les perspectives de croissance économique et de gains de productivité, et les gouvernements à prendre des mesures coûteuses dans le cadre des *crisis exit strategies*. Au sortir de cette crise, l'écart de soutenabilité estimé atteignait un pic de 6%.

La transformation de la crise de 2008-2009 en une crise des dettes publiques en 2011 a remis brutalement la politique de soutenabilité à l'avant-plan des préoccupations, au détriment de la politique de stabilisation : la question du rétablissement de l'équilibre budgétaire et du désendettement redevint centrale, la surveillance budgétaire européenne fut renforcée et les États s'imposèrent le Pacte budgétaire de 2012. En Belgique, les mesures restrictives réduisirent l'écart de soutenabilité jusqu'à un point bas dans les projections de 2015 qui intégraient la réforme des pensions relevant notamment l'âge légal de la retraite à 67 ans en 2030.

Ces dernières années, le diagnostic de soutenabilité s'est à nouveau dégradé, suite notamment au coût des initiatives décidées par le Parlement fédéral dans la foulée de la chute du gouvernement fin 2018. Dans les projections de 2021 qui intègrent l'orientation expansionniste prise par la politique budgétaire

au sortir de la crise de la Covid, l'écart de soutenabilité se monte à 6,2% du PIB et dépasse son pic historique atteint au sortir de la crise précédente.

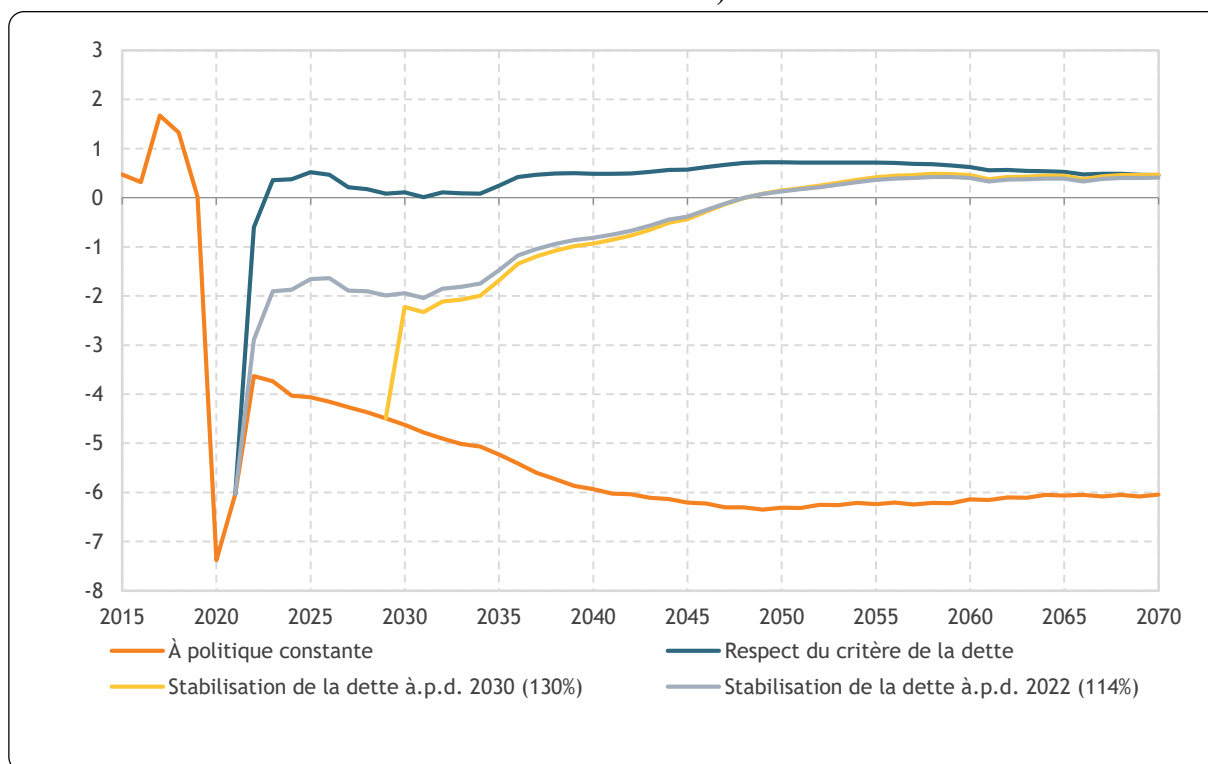
### **Quelle ampleur d'ajustement budgétaire pour stabiliser la dette ?**

La soutenabilité des finances publiques revêt différentes acceptions. En général, elle est vue comme étant synonyme de solvabilité de l'État : les finances publiques sont soutenables si la contrainte budgétaire intertemporelle de l'État est respectée, c'est-à-dire si la valeur présente des soldes primaires futurs, à un horizon infini, couvrent la dette contemporaine. La stabilisation du taux d'endettement à un certain horizon permet de respecter cette contrainte, en particulier dans des conditions de taux d'intérêt supérieurs au taux de croissance économique. D'autres acceptions qui ne nécessitent pas de considérer un horizon infini impliquent également la stabilisation du taux d'endettement. Ainsi, les finances publiques peuvent être vues comme soutenables si les soldes primaires nécessaires pour au moins stabiliser le taux d'endettement sont économiquement et politiquement réalisables, et ce dans des scénarios réalistes tenant compte des risques de marché et de liquidité liés au refinancement de la dette.

Puisque stabiliser le taux d'endettement peut être un objectif de la politique budgétaire, se pose alors la question de l'horizon et du niveau de la dette stable. La littérature économique et l'arsenal empirique ne permettent pas d'en identifier ni l'extremum ni l'optimum. Toutefois, logiquement, plus le taux d'endettement s'élève, plus il se rapproche du maximum soutenable. De plus, au niveau de la zone euro, un taux d'endettement qui s'écarte de la moyenne européenne et, surtout, de la moyenne des États « vertueux » peut accroître le risque de refinancement de la dette et poser des problèmes politiques, y compris de politique monétaire.

Le graphique suivant présente des trajectoires alternatives de solde primaire répondant à différents objectifs de dette : stabilisation de la dette à partir de 2022 (le ratio d'endettement de 2021, soit 114% du PIB, est donc maintenu constant), stabilisation de la dette à partir de 2030 (c'est-à-dire politique inchangée jusqu'en 2029 puis stabilisation du ratio d'endettement atteint en 2029, soit 130% du PIB) et, enfin une trajectoire telle que le critère de la dette du Pacte de stabilité et de croissance serait respecté (nonobstant la clause dérogatoire générale actuellement en vigueur), à savoir un recul d'1/20<sup>e</sup> par an de l'écart avec la valeur de référence de 60%. Ces trajectoires, présentées à titre purement illustratif, sont calculées dans un cadre statique et sous l'hypothèse de différentiel intérêt-croissance décrite ci-dessus.

**Graphique 5 : Trajectoires de solde primaire selon différents objectifs de dette (en pour cent du PIB)**



Source : calculs propres

L'on constate que si les surplus primaires d'après-crise avaient pu retrouver de manière permanente leurs niveaux légèrement positifs d'avant 2020, le critère de la dette serait respecté, la dette serait donc sur une trajectoire descendante et le risque de non-soutenabilité serait écarté.

L'on constate ensuite que, dans les prochaines années et tant que le différentiel intérêt-croissance reste négatif, il est possible de stabiliser la dette avec des soldes primaires négatifs, mais qui requièrent néanmoins un ajustement budgétaire de plusieurs points de pour cent du PIB par rapport aux soldes à politique constante.

À long terme, la condition de stabilité de la dette est un solde primaire positif proche de l'équilibre. L'ajustement budgétaire requis correspond donc environ à la valeur du déficit primaire à politique inchangée. Ce résultat vaut quel que soit l'objectif de dette stable. Cette indifférence au ratio de la dette tient à la faiblesse du différentiel intérêt-croissance utilisé ici. Si le différentiel était plus important, stabiliser une dette plus élevée impliquerait un surplus primaire stationnaire plus élevé.

L'on constate également que stabiliser une dette de 114% du PIB dès 2022 ou stabiliser une dette de 130% du PIB à partir de 2030 requiert pratiquement le même solde primaire au départ (-2% du PIB, dès 2022 ou en 2030, respectivement). En effet, tant que le différentiel intérêt-croissance reste négatif (et, donc, qu'aucun effet « boule de neige » n'est possible), les ajustements budgétaires peuvent être facilement étalés dans le temps. Toutefois, au plus ils tardent, au plus le niveau du taux d'endettement sera élevé.



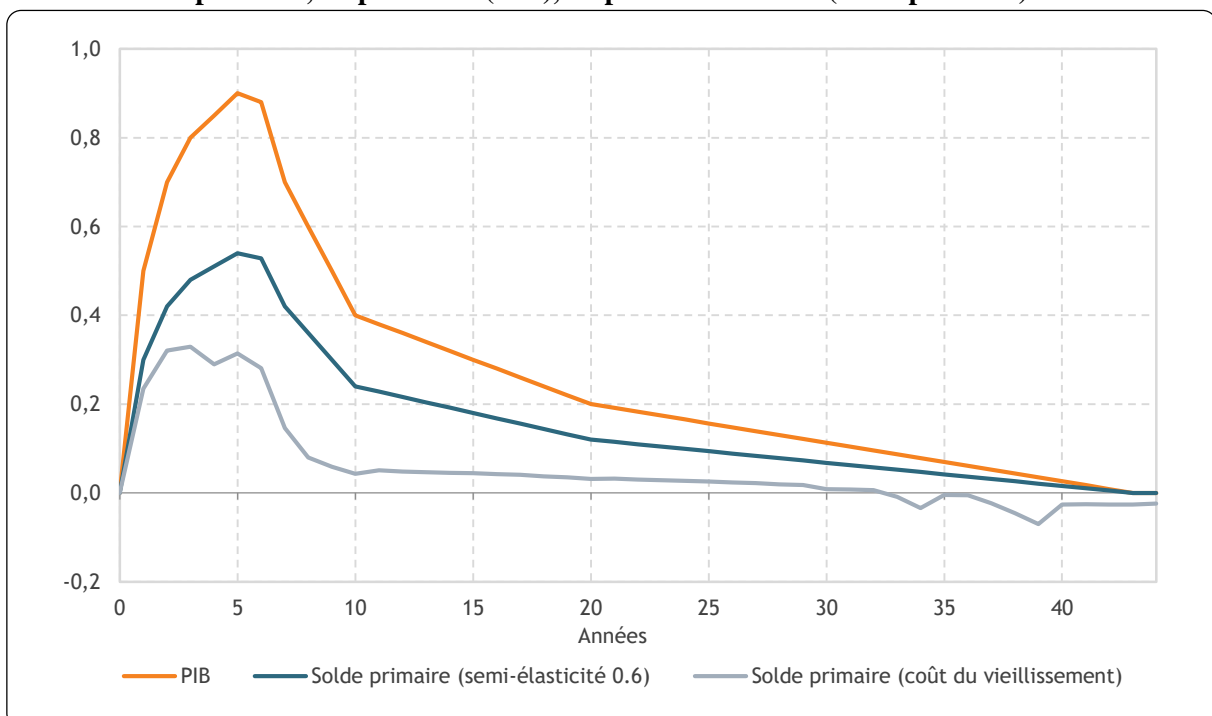
Le répit de 8 ans (dans notre exemple) entre les deux scénarios de stabilisation de la dette ne change pas l'ajustement qui devra être réalisé à long terme, et implique de supporter durablement une dette plus élevée. Il y a donc un arbitrage à faire entre le niveau de la dette de long terme et le report ou l'anticipation du moment d'entamer le processus de consolidation budgétaire. Dans cet arbitrage devrait également intervenir le souci que la dette reste gérable eu égard aux risques de marché et de liquidité, et la position relative de la Belgique dans la zone euro où faire figure d'*outlier* augmenterait vraisemblablement ces risques.

### Quel impact des investissements de relance ?

Est-ce que les investissements de relance, comme ceux financés par l'Europe dans le cadre de l'instrument NextGenerationEU, peuvent contribuer à alléger la contrainte budgétaire<sup>1</sup> ?

Pfeiffer et al. (2021) ont estimé leur l'impact sur le PIB, tenant compte des effets de *spillover* découlant du caractère pan-européen de NextGenerationEU et de sa mise en œuvre simultanée dans les différents pays. Pour la Belgique, qui bénéficie d'un montant relativement limité de fonds européens mais qui est une petite économie très ouverte, ces effets de *spillover* sont importants : ils doublent pratiquement les effets du plan belge pris isolément. L'impact total sur le PIB belge serait de 0,9% au maximum après 5 ans puis s'estompe à long terme. Cet estompement tient au caractère ponctuel des investissements et au fait que le stock de capital constitué se déprécie avec le temps.

**Graphique 6 : Impacts des investissements de NextGenerationEU sur le PIB belge et le surplus primaire, en pour cent (PIB), en pour cent du PIB (solde primaire)**



Source : (impacts sur le PIB) Pfeiffer et al. (2021) et (impacts sur le solde primaire) calculs propres

<sup>1</sup> En supposant que la Belgique ne contribue pas au remboursement de l'emprunt européen contracté pour financer NextGenerationEU, ce qui suppose que de nouvelles ressources propres du budget européen soient instaurées.

L'effet sur le solde primaire est difficile à estimer. Pour donner une idée d'ordre de grandeur, l'on pourrait appliquer la semi-élasticité conventionnelle à l'écart de production utilisée dans le cadre de la surveillance budgétaire européenne (0,6). Une alternative plus conforme aux logiques de projection du CEV consiste à décomposer le surcroît d'activité économique en une contribution de l'emploi et une contribution de la productivité<sup>2</sup>, et à en calculer<sup>3</sup> l'effet sur le coût du vieillissement (incluant, en ce qui concerne les dépenses de pensions, la constitution éventuelle de droits additionnels). Le graphique reprend ces deux alternatives.

À court-moyen terme, l'effet positif sur le solde primaire allège la contrainte budgétaire, mais dans une mesure minimale eu égard à la taille des déficits à politique inchangée, et seulement de façon temporaire. À long terme, les effets s'estompent et il n'y a donc aucun impact durable ni sur le solde primaire stabilisateur de la dette ni sur l'ampleur de l'ajustement requis pour stabiliser la dette.

### **Une « règle d'or » peut-elle alléger la contrainte budgétaire ?**

Les investissements dans le cadre de NextGenerationEU et autres plans de relance annoncés au niveau belge ne représentent qu'une petite partie de l'ensemble des investissements des administrations publiques. De plus, se pose actuellement la question d'un relèvement structurel des investissements publics (à 4% du PIB à l'horizon 2030 dans l'accord de gouvernement fédéral, contre environ 2,5% ces dernières années).

Selon les règles de la comptabilité nationale SEC, les investissements sont comptabilisés au moment de leur production et non en fonction de leur amortissement financier ni de leur consommation ou dépréciation au sens économique. Il en découle que les pouvoirs publics, quand ils doivent respecter un objectif de solde de financement, doivent compenser budgétairement une augmentation des dépenses d'investissement. Ce mode de comptabilisation n'est donc pas idéal. L'on pourrait lui préférer un solde de type « règle d'or » qui comptabilise les dépenses d'investissement en fonction de leur consommation/dépréciation. Ce solde de type « règle d'or », s'il est à l'équilibre, a une propriété intéressante : la dette augmente chaque année du montant des investissements nets de dépréciation, et converge à l'état stationnaire vers le niveau du stock de capital public. Ceci correspond à une certaine vision de la soutenabilité, raison pour laquelle ce concept est proposé par certains dans un cadre normatif.

Sur les vingt dernières années, l'on observe une quasi-équivalence entre le solde de type « règle d'or » et le solde de financement (cf. le premier graphique de cet article) car l'investissement correspondait grosso modo à la consommation de capital. La projection pour les prochaines années indique que le solde de type « règle d'or » est très déficitaire (4,3% du PIB en 2022, 5,1% en 2026), mais moins déficitaire que le solde de financement : grâce aux plans de relance, l'investissement excède enfin la dépréciation du stock de capital existant.

Étant donné la proximité entre le solde de financement et le solde de type « règle d'or », viser un équilibre du solde de type « règle d'or » est plus contraignant à court terme qu'un objectif de stabilisation

---

<sup>2</sup> Décomposition réalisée par le BFP à l'aide du modèle QUEST III R&D. À court terme, l'effet sur le PIB est surtout un effet de demande qui se traduit principalement par un relèvement de l'emploi. À moyen, c'est surtout un effet d'offre et donc principalement la productivité qui explique l'impact sur le PIB.

<sup>3</sup> À l'aide du modèle MALTESE du BFP.

du taux d'endettement. Ceci résulte du fait que, comme mentionné précédemment, l'essentiel de la dégradation du solde de financement à la suite de la crise sanitaire trouve son origine dans les opérations courantes.

Toutefois, la prise en compte d'une trajectoire de solde de type « règle d'or » permettrait « d'immuniser » les dépenses en capital de l'ajustement budgétaire, qui ne pourrait dès lors être effectué que sur les opérations courantes.

Suivre une trajectoire de solde de type « règle d'or » pourrait également faciliter une augmentation du niveau des investissements publics puisque les compensations budgétaires n'auraient lieu que plus tard, au moment où la hausse des investissements publics conduira à une hausse de leur dépréciation. Ces compensations seront d'autant plus faibles que le taux de rendement des investissements publics pour le secteur public sera élevé. Utiliser un solde de type « règle d'or » ne dispense donc pas d'une analyse fine dans la sélection des investissements publics à réaliser.

## **Conclusion**

Les déficits budgétaires attendus pour les prochaines années ne sont pas la conséquence directe de la crise sanitaire. Ils résultent des déficits préexistants, de l'orientation expansionniste prise par la politique budgétaire, et de la matérialisation progressive de la dette implicite liée au vieillissement démographique. Ils sont dus aux opérations courantes bien davantage qu'aux investissements. Vu l'ampleur de ces déficits, la dette n'est pas stabilisée même dans des conditions très favorables de taux d'intérêt inférieurs au taux de croissance économique.

Stabiliser le taux d'endettement s'imposera comme un objectif de la politique budgétaire, quelle que soit l'évolution des règles budgétaires européennes. Quels que soient l'horizon défini pour cette stabilisation et le choix du ratio de dette à stabiliser, cela nécessitera de ramener le solde primaire au moins à l'équilibre lorsque les taux d'intérêt se seront normalisés, ce qui exigera un ajustement budgétaire important, à moins que la croissance économique soit nettement plus élevée qu'attendu.

À cet égard, le supplément de croissance venant de plans de relance temporaires ne peut aider que très modérément. Pour éviter que les ajustements futurs ne pèsent sur le stock de capital public, l'inclusion d'une protection des investissements (de type « règle d'or ») dans un cadre normatif révisé serait certainement opportun. Mais cela impose une sélection minutieuse des projets d'investissement car, contrairement aux investissements qui peuvent être financés par l'emprunt, la consommation de capital par les générations futures devrait idéalement être financée sans recourir à l'endettement.

Tant que la faiblesse actuelle des taux d'intérêt perdure, il n'est pas coûteux de lisser les efforts d'ajustement dans le temps, voire de les postposer. Toutefois, cela implique une dette plus élevée à moyen et long terme, et donc un arbitrage avec la perspective d'une exposition plus grande aux risques de marché et de liquidité liés au refinancement de la dette.

## **Bibliographie**

BUREAU FEDERAL DU PLAN (2021), Perspectives économiques 2021-2026.

CONSEIL SUPERIEUR DES FINANCES (2021), Section « Le comité d'étude sur le vieillissement », Rapport annuel.

Pfeiffer, P, Varga, J., et in 't Veld, J. (2021), Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment, European Economy, Discussion Paper 144, European Commission.