

Louvain School of Management

Dette publique : analyse et pistes de solution au désendettement de la Belgique.

Mémoire recherche réalisé par
Benjamin Hers
Nelson Hohlweg

en vue de l'obtention du titre de
Master 120 crédits en sciences de gestion, à finalité spécialisée

Promoteur(s)
Éric Cornuel

Année académique 2017-2018

Remerciements

Tout d’abord, nous voudrions sincèrement remercier notre promoteur Eric Cornuel, pour avoir accepté de nous suivre malgré un sujet hors de son domaine d’expertise, pour ses précieux conseils donnés lors de notre entrevue et pour ses nombreux encouragements.

Nous voudrions également présenter nos plus grands remerciements, aux personnes très compétentes qui ont eu l’amabilité de nous accorder des entretiens dans le cadre de ce mémoire, à savoir Bruno Colmant, Jean Hincricks, Henri Bogaert et Charles Ponchau et Stefan Theys de l’agence Fédérale de la dette. Leurs réponses nous ont permis d’enrichir notre travail.

Nous remercions s’étendent aussi envers tous les professeurs et membres de la faculté, qui nous ont permis de suivre une formation de qualité dans des conditions optimales tout au long de notre parcours .

Ensuite, nous voudrions exprimer notre plus grande gratitude à nos proches, et plus particulièrement à Élise et Luana, à Marc, à Valentin, à Marie et à Denis pour leur aide précieuse, leurs suggestions et leurs relectures.

Enfin, nous souhaitons témoigner notre affection à nos familles respectives, pour leur soutien indéfectible tout au long de nos études.

Table des matières

INTRODUCTION	1
PARTIE I : CONCEPTS THÉORIQUES	
1. CONCEPTS ÉLÉMENTAIRES LIÉS À L'ENDETTEMENT PUBLIC	4
1.1.2. Solde, déficit et excédent budgétaire.....	5
1.1.3. Solde primaire	6
1.1.4. Solde structurel	6
1.2. Typologie de la dette	6
1.2.1. Ratio d'endettement en pourcentage du PIB.....	7
1.2.2. La dette selon les critères de Maastricht	7
1.2.3. Dette explicite et implicite	9
1.3. Financement des États.....	9
1.3.1 L'emprunt d'État.....	10
1.3.2. Les obligations d'État	10
1.3.2. Monétisation	11
1.4. Les agences de notation.....	12
2. INDICATEURS ET FLUCTUATIONS MACROÉCONOMIQUES.....	12
2.1. La croissance	12
2.2. Le taux d'intérêt.....	14
2.3. L'inflation et la déflation.....	15
3. LES DÉTERMINANTS DU TAUX D'ENDETTEMENT ET DE LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE	16
3.1. La dynamique de la dette.....	16
3.2. La soutenabilité de la dette et du déficit.....	18
3.3. Cas belge.....	21
4. POLITIQUES PUBLIQUES	23
4.1. Politique budgétaire.....	23
4.1.1. Politique budgétaire expansionniste	23
4.1.3. Politique budgétaire d'austérité.....	24
4.2. Politique monétaire	25
4.2.1. Les instruments de la politique monétaire conventionnelle : coefficient de réserve, opérations d'open-market et facilités permanentes.....	26
4.2.2. La politique monétaire non-conventionnelle	27
4.2.2.a. Le pilotage prospectif.....	28
4.2.2.b. La politique d'achat d'actifs : l'assouplissement quantitatif	28
4.2.2.c. Les taux d'intérêt négatif.....	29
PARTIE II: ORIGINE ET NÉCESSITÉ DE RÉDUIRE L'ENDETTEMENT	30
1. HISTOIRE DE L'ENDETTEMENT BELGE DE 1970 À AUJOURD'HUI	30
1.1. Origine de l'endettement public	30
1.2. Mesures d'assainissement des finances publiques	34
1.2.1. Mesures prises durant les années 80	34
1.2.2. Mesures prises durant les années 90	35
1.2.3. Mesures prises durant les années 2010	36
2. FAUT-IL RÉDUIRE L'ENDETTEMENT PUBLIC ?	37
2.1. Relation entre le taux d'endettement public et la croissance	38
2.1.1. Principaux travaux consacrés aux effets de l'endettement public sur la croissance.....	38
2.1.2. Une relation à double sens.....	41
2.1.4. Réflexion par rapport au cas belge.....	42
2.2. Évolution de la démographie	43

2.2.1. Vieillessement de la population	43
2.2.2/ Faire face coût du vieillissement de la population.....	45
2.3. <i>Autres facteurs à considérer</i>	46
2.4 <i>Conclusion</i>	48
PARTIE III : SORTIR DU DESENETTEMENT	49
1. PARTIE MONÉTAIRE	49
1.1. LA BCE AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE.....	49
1.1.1 Le cadre réglementaire de la BCE.....	49
1.1.2. Les mesures prises depuis la crise de 2008	50
1.2 <i>Impact des mesures de la politique monétaire</i>	52
1.3 <i>La solution au niveau monétaire : inflation et érosion monétaire</i>	53
1.4 <i>Limites de la politique monétaire de la BCE</i>	55
1.5. <i>Le plan de Chicago</i>	57
1.5.1. Introduction.....	57
1.5.2. Fonctionnement	57
1.5.3. Les avantages du système	58
1.5.4. Critique du modèle.....	59
1.5.6. Réflexion personnelle.....	61
2. PARTIE BUDGÉTAIRE	62
2.1. <i>Investissements publics</i>	62
2.1.1. Définition et champs d'application	62
2.1.2. Les effets de l'investissement public	63
2.2. <i>Le cas de la Belgique</i>	66
2.2.1. Situation au niveau de ses investissements publics	66
2.2.2. Suggestion de mesures visant à favoriser l'endettement public.....	68
2.2.2.a. L'adoption d'une règle d'or des finances publiques à l'échelle européenne.....	68
2.2.2.b. Le plan Junker	72
2.2.2.c. Plan d'investissement du gouvernement Michel.....	72
2.2.2.d. Contribution personnelle.....	72
2.3. <i>La discipline budgétaire</i>	73
2.4. <i>Baisse des dépenses publiques de fonctionnement</i>	75
2.5. <i>Une meilleure fiscalité</i>	79
2.6. <i>Le financement des pensions</i>	82
2.6.1. La pension à points.....	82
2.6.2. Renforcement du deuxième pilier	84
CONCLUSION	86
BIBLIOGRAPHIE	89
ANNEXES	102
Annexe 1 : Classification des notes attribuées par les principales agences de notation	102
Annexe 2 : Évolution de la dette publique belge en % du PIB de 1995 à 2017	102
Annexe 3 : secteurs d'investissement visés par le plan d'investissement du plan du gouvernement Michel...	103
Annexes 4 : retranscription des interviews	103

Introduction

Les questionnements relatifs à l'endettement public existent depuis des décennies et ont resurgi depuis quelques années au cœur des débats économiques et politiques. Si la question de la dette est d'autant plus préoccupante aujourd'hui, c'est à cause de l'immensité qu'elle représente : 103% du PIB en Belgique, l'équivalent de plus d'une année de richesse nationale et 81% du PIB au niveau de l'Union européenne. Nous n'avons que rarement connu de tels niveaux en temps de paix.

La crise financière de 2008 a provoqué une récession profonde et de nombreuses difficultés économiques, particulièrement au sein de l'Union européenne. La diminution des revenus de l'État causée par le ralentissement économique combinée à l'augmentation des dépenses dues aux politiques de soutien ont creusé les déficits nationaux et alourdi l'endettement public. Cette crise, née d'un excès d'endettement privé, s'est donc transformée en une crise des dettes souveraines plongeant ainsi de nombreux États de l'Union européenne sous des seuils d'endettlements importants. Par conséquent, la question de la soutenabilité de la dette redevint un sujet d'actualité. En effet, le solde budgétaire belge est passé d'un excédent de 0,1% en 2007 à un déficit de 5,4% en 2009. Quant à la dette, elle s'est envolée de 87% du PIB en 2007 à 106% en 2015 avant de légèrement diminuer à 103,4% en 2017 (Banque Nationale de Belgique, S.d.). Au niveau européen, les dettes publiques sont passées de 66% à 81% du PIB après avoir culminé à 87% en moins d'une décennie (Colmant, 2018).

Aux vues de ces taux, il paraît donc clair que notre pays est fortement concerné par la problématique de l'endettement public. À l'obligation juridique de rembourser la dette contractuelle, déjà considérable, vient s'ajouter l'obligation implicite de payer les dépenses de la sécurité sociale qui ne sont pas prises en compte dans le calcul du montant de la dette actuellement redevable. Or ces dépenses sont en nette augmentation depuis des années et sont prévues de continuer à croître à un rythme soutenu pendant les prochaines années. Aucune réserve n'a d'ailleurs été constituée pour faire face à cela. En effet, le vieillissement de la population attendu aura comme conséquence directe une diminution du nombre de cotisants et une augmentation du nombre de retraités, ce qui pourrait affecter les finances publiques négativement et aggraver l'état actuel de la dette belge.

La Belgique a déjà connu des taux d'endettement élevés durant l'après-guerre et les années nonante. Cependant à l'époque, les possibilités d'actions au niveau national étaient plus nombreuses, notamment car les contraintes imposées par les instances de la zone euro n'existaient pas encore. Dans le passé, le simple fait de faire tourner la planche à billets suffisait parfois à effacer d'importantes dettes. Aujourd'hui, cela n'est plus possible avec la monnaie commune, il faut donc opérer d'une autre manière.

Alors que les effets de la dernière crise se dissipent peu à peu et que les perspectives économiques sont meilleures qu'il y a quelques années, le climat économique actuel semble propice au désendettement. Cependant, le rythme et les modalités de la réduction de l'endettement sont toujours largement discutés par les économistes.

Dès lors, l'objectif de ce mémoire sera d'évaluer la nécessité de réduire l'endettement public et de proposer des pistes de solutions pour y parvenir.

Pour répondre à cela, nous avons divisé notre recherche en trois parties. Dans la première partie, nous expliciterons les concepts relatifs à l'endettement public. Nous y définirons dans un premier temps les notions utiles à la compréhension de ce travail. Ensuite, nous aborderons les indicateurs macroéconomiques liés à l'endettement ainsi que les impacts de leurs variations. S'en suivra un passage en revue du concept de la soutenabilité de la dette qui sera ensuite appliqué au cas belge. Enfin, nous clôturerons cette partie en décrivant les différents types de politiques publiques budgétaires et monétaires qu'un gouvernement peut théoriquement mettre en place pour réduire son endettement.

Dans la seconde partie de ce mémoire, nous tenterons de mettre en lumière l'origine de l'endettement public belge, de comprendre les causes et les erreurs commises du passé à ce sujet ainsi que les mesures qui ont permis de partiellement le réduire. Ensuite, nous argumenterons quant à la nécessité, ou non, de réduire cet endettement en parcourant la littérature scientifique relative à l'impact du niveau d'endettement sur la croissance ainsi que l'évolution démographique qui pèse aujourd'hui et autres risques potentiels qui pèseront sur le budget de l'État.

Dans la troisième partie de notre travail, nous proposerons différentes pistes de solution afin de réduire l'endettement public belge et nous étudierons leurs impacts, leur désirabilité d'un point de vue

économique ainsi que leurs conditions de mise en œuvre, d'abord au niveau monétaire, puis au niveau budgétaire.

Afin de réaliser cette analyse, nous avons opté pour une recherche qualitative. Notre argumentation se basera sur différentes sources scientifiques, et autres documents fiables afin de garantir la véracité de nos conclusions. De plus, nous avons procédé diverses interviews d'économistes belges afin d'enrichir le contenu de ce mémoire. Ces 4 experts sont Bruno Colmant, Jean Hindricks, Henri Bogaert ainsi que et Stefan Theys de l'Agence Fédérale de la dette. Le compte rendu de ces interviews est disponible en annexe.

Nous terminerons cette introduction par une citation de Bruno Colmant qui reflète la motivation de notre recherche : « La dette publique est une hypothèque sur la prospérité des générations futures ».

Partie I : Concepts théoriques

1. Concepts élémentaires liés à l'endettement public

Avant d'entamer l'étude approfondie du sujet, nous effectuerons une mise en contexte en définissant certaines notions et en expliquant certains mécanismes fondamentaux autour de l'endettement public afin d'uniformiser la compréhension du sujet pour tous les lecteurs et d'en assurer sa clarté.

1.1. Dette publique et solde budgétaire

1.1.1. La dette publique

Afin de définir la dette publique, nous allons décomposer les deux termes « dette » et « publique ».

De manière générale, les agents économiques financent leurs dépenses par leurs revenus. Le revenu de l'État est déterminé par la quantité d'impôt qu'il décide de lever. Lorsque ses dépenses sont supérieures aux recettes, il doit se procurer des fonds. Pour cela, deux options sont possibles : l'état doit soit émettre une nouvelle quantité de monnaie en circulation, soit s'endetter.

Selon Tinel (2018), une relation de dette a lieu lorsqu'un acteur économique emprunte une somme auprès d'un autre agent, pour une durée définie préalablement. Il y a donc une relation entre un débiteur et un créancier établie pour une durée certaine. Compte tenu de l'incertitude de remboursement, cette notion laisse apparaître un sentiment de confiance du créancier en la capacité de remboursement du débiteur, ce qui en contrepartie, impactera le niveau de rendement qu'exigera le créancier sur son prêt. La définition de la dette est également intéressante, car elle fait apparaître les notions de capital et d'intérêts. Une dette est « *l'ensemble des passifs qui font obligation à un débiteur de verser à un créancier des intérêts ou du capital à une ou plusieurs dates futures* » (OCDE, 2016). En effet, le fait d'emprunter de l'argent à autrui et de lui en empêcher de l'utiliser pendant une certaine durée a un coût qui est mesuré par le taux d'intérêt. Ce dernier varie en fonction de plusieurs facteurs dont notamment la confiance que le créancier attribue en son débiteur, c'est-à-dire en fonction des risques qu'il encourt en octroyant ce prêt.

Ensuite, la notion du terme « publique » est cruciale. Il désigne le fait que la dette représente les engagements financiers de toutes les administrations publiques pris envers des tiers. Par administrations publiques, nous entendons l'État, les collectivités publiques et unités institutionnelles telles que les régions et communautés ainsi que les organismes qui en dépendent directement, comme la sécurité sociale et certaines entreprises publiques (Lequiller, 2018)

1.1.2. Solde, déficit et excédent budgétaire

Le solde budgétaire est la différence entre les recettes et les dépenses publiques sur une période considérée, généralement exprimée en terme annuel. On parlera de déficit lorsque la différence sera négative et d'excédent lorsqu'elle sera positive. Les recettes publiques sont récoltées grâce à la capacité de l'état à lever l'impôt. Elles sont composées d'entrées fiscales et non fiscales. Elles comprennent l'impôt des personnes physiques, les cotisations sociales, l'impôt des sociétés, la TVA, les acquises et quelques autres prélèvements. Quant aux dépenses, elles peuvent être séparées en 4 catégories distinctes. La première reprend les dépenses effectuées pour la sécurité sociale qui sont majoritairement les coûts des pensions, des soins de santé, des maladies et invalidités, du chômage et des allocations familiales. La seconde nature des coûts est liée aux salaires du secteur public. La troisième catégorie comprend les investissements publics. Enfin, la dernière est celle des charges d'intérêts, qui représentent le coût de la dette. De manière simplifiée, nous pouvons dire que ces charges sont proportionnelles à la dette, car au plus la dette s'amplifie, au plus les charges d'intérêts seront dispendieuses.

Il est essentiel de ne pas confondre la dette et le déficit. La variation de la dette publique est égale au solde budgétaire, c'est-à-dire au déficit ou au surplus de l'année en cours. Si un état est déficitaire, le volume de sa dette augmentera. Dans le cas où il bénéficie d'un surplus, elle se réduira (Blanchard & al, 2013). La dette est un stock, c'est à dire une quantité mesurée à un certain moment tandis que le déficit est un flux donc un volume mesuré au cours d'une période (Lequiller, 2018). En effet, dette et déficit sont liés, car le déficit alimente la dette. Selon Biasutti et Braquet (2018) « *le flux d'emprunt que provoque le déficit budgétaire, lorsqu'il se répète dans le temps, nourrit la constitution du stock, l'encours de la dette publique.* » Au fur et à mesure du temps, l'évolution du stock de dettes publiques résulte de la succession des soldes budgétaires.

1.1.3. Solde primaire

Le solde primaire est régulièrement utilisé afin d'évaluer la soutenabilité de la dette. Il correspond au solde budgétaire hors charges d'intérêts. En d'autres termes, il est égal au solde entre les revenus et les dépenses de l'état sans prendre en compte le paiement des intérêts de la dette. L'avantage de cette mesure est qu'elle rend mieux compte de la politique budgétaire discrétionnaire puisqu'elle n'est pas affectée par l'évolution des charges d'intérêts (Banque Nationale de Belgique, 2018).

1.1.4. Solde structurel

Le solde structurel est le solde budgétaire corrigé des effets de cycles. La situation économique du pays est prise en compte dans son calcul et une part du montant est déduite ou ajoutée au solde budgétaire en fonction de l'état de la conjoncture et de la phase cyclique dans laquelle se trouve l'économie. Par exemple, lorsqu'un pays affiche un solde structurel nul durant une période de conjoncture difficile, il détient en réalité un déficit budgétaire nominal. Dans ce cas là, d'un point de vue mathématique, la partie du solde négatif est neutralisée par la correction conjoncturelle. Il est important pour un état de ne pas accumuler de solde structurel négatif durant plusieurs années et encore moins durant une période de conjoncture favorable

1.2. Typologie de la dette

Il existe différentes méthodes de calcul de la dette selon les organisations et les pays qui les mesurent. Dans un premier temps, nous expliciterons le ratio d'endettement sur le PIB. Nous nous concentrerons ensuite sur la définition de la dette selon les critères de Maastricht, notion la plus utilisée et répandue au sein de l'union monétaire. Selon cette description, la dette est brute et non pas nette. Nous définirons donc, en quelques lignes, ces 2 concepts. Enfin, nous terminerons par fixer les caractéristiques d'une dette implicite et d'une dette explicite.

1.2.1. Ratio d'endettement en pourcentage du PIB.

Afin de comparer les situations d'endettement entre les différentes nations à travers le temps, le ratio de la dette publique en pourcentage du PIB est largement utilisé. Trois principales raisons viennent justifier l'utilisation répandue de ce ratio d'endettement.

Premièrement, le PIB est un indicateur reconnu internationalement et calculé de manière similaire dans chaque pays. Il vise à quantifier la valeur des richesses produites par des agents économiques au sein d'un pays sur une période d'un an. Il est soit « à prix constant » en prenant en compte l'inflation, soit en volume. Ensuite, une comparaison des dettes en valeur absolue serait incohérente au vu des dissemblances des situations économiques entre chaque pays, dont la soutenabilité des dettes dépend. On ne peut pas comparer de manière brute le volume d'une dette d'un pays de 10 millions d'habitants avec celle d'un pays de 20 millions. Enfin, en période inflationniste, la valeur de l'argent se voit dévaluer au fur et à mesure du temps. Ce concept sera expliqué dans le point 2.2 de cette partie. La comparaison en valeur nominale à travers le temps perdrait son sens durant une période d'inflation.

Cependant, l'expression de la dette en valeur relative au PIB ne contient pas que des avantages et peut amener à des confusions lors de son interprétation. Une réduction de la dette en pourcentage du PIB ne reflète pas forcément une diminution de la dette en valeur absolue. Une croissance du PIB en valeur absolue augmentant à un rythme supérieur à la croissance de la dette mènera à une diminution du ratio. Inversement, le ratio peut croître malgré une diminution de la dette (Blanchard et al., 2013)

1.2.2. La dette selon les critères de Maastricht

Afin que le ratio d'endettement en pourcentage du PIB soit exploitable, il est indispensable que la définition de la dette soit identique au sein des pays comparés. Pour cela, le traité de Maastricht définit strictement les critères qui sont employés au sein de l'union monétaire.

Le traité de Maastricht fixe les objectifs de l'Union économique et monétaire (UEM). Il date de 1992 et a pour but de fixer des règles uniformes au sein de l'union monétaire afin de permettre l'adhésion de nouveaux membres et de maintenir des résultats budgétaires équilibrés. Bien que son contenu ait

été reformé et nuancé sur certains aspects, notamment par le « Pacte de stabilité et de croissance » en 1997, par les directives « six pack » et « two pack » en 2011 et 2013 et par le « Pacte budgétaire européen » en 2012, sa mission primaire reste d'application (Fipeco, 2017).

Parmi les objectifs, les critères de convergence¹ fixent un cadre à la politique monétaire et constituent une condition préalable à l'entrée dans l'Union. L'un d'entre eux, le critère des finances saines, est défini comme suit :

Le déficit public ne peut être supérieur à 3 % du produit intérieur brut (PIB) et la dette publique ne peut excéder 60 % du PIB, à moins qu'elle ne diminue suffisamment et ne s'approche de la valeur de référence à un rythme satisfaisant (BNB, S.d.).

Ce critère fixe des restrictions qui sont cependant difficiles à respecter par certains pays en raison de la dégradation qu'a subie la conjoncture entre 1997 et aujourd'hui. Des sanctions sont prévues en cas de non-respect des critères de convergence, mais elles ne sont jusqu'à présent pas ou peu appliquées (de Callatay & Thys-Clément, 2012).

De plus, le traité définit strictement la méthode qui doit être appliquée aux pays de la zone euro lors de la comptabilisation de la dette publique. La définition se doit d'être précise afin que la comparabilité des données soit correcte. Selon la définition, la dette est brute et calculée en valeur nominale. Une dette brute signifie qu'aucun actif n'est déduit de son passif, mis à part dans un but de consolidation. Elle couvre l'ensemble des engagements financiers bruts des administrations publiques. Son passif financier est uniquement composé des numéraires, des dépôts et des titres de nature autre que les actions, à savoir les obligations d'état. Les produits dérivés et autres produits financiers ne sont pas pris en compte. La dette est consolidée, ce qui contrebalance les éléments de dette d'une administration détenus par une autre administration (Biasutti & Braquet, 2018).

¹ Les critères de convergence (ou critères de Maastricht) ont été établis lors du traité afin de parvenir à une convergence des économies des États membres. Ils sont au nombre de 4 et ont pour missions une inflation basse, un taux de change stable, un taux d'intérêt bas et des finances publiques saines.

1.2.3. Dette explicite et implicite

La dette publique, comme définie précédemment est celle qu'on nomme la dette explicite. Par ce terme, nous entendons tout engagement contractuel ainsi que toute obligation due à des dispositions légales qui ont été prises dans le passé et qui sont d'application.

En contraste avec cela, il existe une dette dite implicite qui est une dette cachée, diffuse, hors bilan (Colmant, 2014). La comptabilité nationale ne révèle pas toutes les promesses financières que l'État s'est engagé à distribuer à ses citoyens et a tendance à ne donner qu'une image partielle de l'ampleur de la dette. C'est la raison pour laquelle la notion de dette implicite existe. La dette implicite tient compte des engagements présents qui seront à payer dans le futur, mais qui ne sont pas contractuels. Selon Cornu (2017), elle comptabilise les engagements futurs qu'un gouvernement a pris si ce dernier les respecte, et est donc calculée en fonction de la législation actuelle, susceptible d'évoluer ultérieurement. Bien que la hauteur des montants prévisionnels soit fluctuante, le paiement de la dette implicite augure de prendre de plus en plus de place dans les dépenses de l'État.

Pour résumer, la notion de dette implicite intègre une temporalité différente que la dette explicite puisqu'elle aborde les engagements futurs et non ceux du passé. De plus, elle prend en compte des engagements encore indéterminés et intègre donc une notion d'incertitude, contrairement à la dette explicite qui est contractuelle.

L'exemple qui constitue la plus grande partie de la dette implicite comprend les dépenses des cotisations de pension et des soins de santé. Elle sera abordée dans la partie 2.6 de la partie III.

1.3. Financement des États

Les États financent principalement leurs dépenses avec leurs revenus. Cependant, lorsque les dépenses sont supérieures aux recettes, ils doivent soit emprunter, soit créer de la monnaie par le processus de monétisation. Pour un État, il existe principalement deux moyens d'endettement, l'emprunt classique et l'émission d'obligations d'État. Le premier moyen, rarement utilisé, sera décrit de manière succincte

ci-dessous tandis que le deuxième fera l'objet d'une analyse au point suivant. Ensuite, nous expliciterons brièvement le processus de monétisation.

1.3.1 L'emprunt d'État

L'emprunt peut se faire soit auprès d'organisations internationales, soit d'autres États. Les organisations internationales sollicitées lors d'emprunts d'État sont le Fonds Monétaire International, l'Union européenne et son Fonds européen de stabilité financière (FESF) ou des organisations d'aide au développement. Elles viennent généralement en aide aux pays nécessitant une assistance financière soudaine et urgente comme lors d'une crise. Bien que de prime abord l'aide financière aux États membres est interdite par l'Union européenne, l'exemple le plus connu est l'octroi de crédits à la Grèce lors de la crise de 2011. Ces prêts sont octroyés dans des circonstances exceptionnelles et ne seront pas approfondis dans le cadre de ce mémoire.

1.3.2. Les obligations d'État

Pour emprunter, l'état émet des titres obligataires sur un marché. Une obligation d'État « *est un titre de créance émis par un gouvernement pour financer ses dépenses en empruntant des fonds sur les marchés financiers* » (Blanchard et al., 2013). Le titre est représentatif d'une obligation de dette de l'émetteur, à savoir l'État envers le détenteur, à savoir le prêteur. La valeur nominale ou faciale est la valeur de référence de l'obligation. Le prix d'émission est le montant auquel le souscripteur acquiert l'obligation, au moment où l'emprunt obligataire est contracté (Petitjean, 2015). Le prix de remboursement, également appelé le principal, est la valeur effectivement repayée aux investisseurs à maturité. Les obligations peuvent contenir des taux d'intérêt variables, fixes ou indexés. Bien que toutes les obligations n'en détiennent pas, le coupon représente la somme qui sera versée périodiquement au détenteur de l'obligation. La maturité est la durée pendant laquelle le détenteur a le droit à des versements de coupons (Blanchard et al., 2013) et correspond à la date de remboursement de sa valeur faciale. Du prix et des taux d'intérêt des coupons, il est possible de déduire le rendement de l'obligation, représentable par un certain taux d'intérêt.

Les titres sont initialement émis sur le marché dit primaire, qui est celui sur lequel la première émission est réalisée. Le marché secondaire est celui sur lequel les titres déjà en circulation font l'objet d'échanges et ce jusqu'à leur échéance. Le marché secondaire permet d'assurer aux titres qui y sont

négoziés de garder une certaine liquidité et influence fortement, par le prix qui y est pratiqué, la détermination des prix sur le marché primaire (Cour des comptes, 2001). En d'autres termes, « *les prix retenus sur le marché primaire, lors des adjudications ou autrement, sont déterminés par ceux enregistrés à ce moment sur le marché secondaire* » (Cour des comptes, 2001).

En fonction des dangers et risques liés à la souscription de l'obligation, tels qu'un risque de défaut, une note est attribuée par les agences de notations. Cette dernière aura une influence sur le taux d'intérêt.

1.3.2. Monétisation

En tant qu'État, lorsqu'on est endetté ou qu'on nécessite des fonds, il existe un autre moyen pour en obtenir. L'État peut, s'il dispose de la souveraineté monétaire, solliciter sa Banque Centrale afin qu'elle crée de la monnaie. Dans ce cas-là, la banque centrale fait tourner la planche à billets, c'est-à-dire qu'elle imprime de la monnaie pour obtenir des liquidités et les prête à l'État. Comptablement, la banque accroît sa valeur bilantaire par une augmentation des créances à l'actif, généralement sous forme de titres qu'elle acquiert directement auprès de l'État et par une augmentation simultanée de son passif contenant la nouvelle monnaie imprimée en contrepartie de la créance. Autrement dit, la Banque Centrale achète de la dette publique à l'État qu'elle paye via l'impression monétaire. C'est ce qu'on appelle la monétisation de la dette publique (Artus & Gravet, 2015). Cette opération engendre une augmentation de la masse monétaire en circulation.

La monétisation est l'une des raisons pour lesquelles les obligations d'États sont considérées comme des placements peu risqués. En effet, l'investisseur prend en compte le fait qu'en cas de difficulté à honorer ses engagements financiers, l'État fera pression sur sa Banque Centrale afin qu'elle crée de la monnaie et qu'elle rachète ses titres (Biasutti & Braquet, 2018).

Cependant, la voie de la monétisation comporte des risques d'érosion monétaire et d'inflation qui seront développés en détail dans le point 2.3.

1.4. Les agences de notation

La capacité d'un État à rembourser ses dettes est évaluée par les agences de notation. Celles-ci attribuent une opinion sous forme de notation à chaque État en fonction de leur solvabilité à court et à long terme. Elles évaluent le risque de crédit (également appelé risque de défaut ou de signature), qui selon Gourieroux et Tiomo (2007) est « le risque de la perte inhérent au défaut d'un emprunteur par rapport au remboursement de ses dettes (obligations, prêts bancaires, créances commerciales...). ». En d'autres termes, le risque de défaut est « *le risque de voir son émetteur être dans l'incapacité de payer les intérêts ou de rembourser le principal lors de son échéance* » (Mishkin et al., 2013). La tâche de ces agences de notation est donc de créer de l'information financière et de la proposer aux débiteurs afin de diminuer l'incertitude en notant les dettes des États (mais aussi des entreprises) en fonction des risques qu'elles sous-tendent.

Les notes attribuées apparaissent sous différentes apparences selon les agences de notation (ANNEXE 1), mais revêtent toujours des lettres allant de AAA à D en fonction de la qualité et de la vulnérabilité des actifs financiers évalués. Elles peuvent aussi contenir des signes plus et moins. Le rating AAA décrit une grande aptitude à remplir ses obligations financières tandis que le D, rating le plus bas, réfère à un défaut de paiement (Labruyère, 2016). Au plus un emprunteur émettant des titres obtient une note positive, au plus les taux d'intérêt attachés à l'actif financier évalué seront bas. En effet, au plus le risque qu'un prêteur prend est élevé, au plus le rendement qu'il attendra en retour de son placement sera important. Les pays qui comportent le plus de risques aux yeux des agences de notation et des créanciers empruntent donc dans de moins bonnes conditions que ceux ayant une meilleure note et donc une meilleure réputation.

Concernant la Belgique, selon l'agence de notation Standard & Poors, sa note est AA avec une perspective jugée comme stable, ce qui lui confère une « qualité élevée ».

2. Indicateurs et fluctuations macroéconomiques

2.1. La croissance

La croissance économique, exprimée sous la forme du taux de croissance, est un indicateur

économique qui vise à quantifier l'évolution d'une grandeur entre deux périodes (Investopedia, S.d). La croissance à laquelle nous nous intéresserons tout au long de ce mémoire est celle du PIB et est exprimée en pourcentage. Elle est calculée comme suit :

$$\frac{\text{PIB}(t) - \text{PIB}(t-1)}{\text{PIB}(t-1)} * 100$$

La croissance peut être de deux types : extensive en provenant d'une augmentation de la quantité de facteurs de production, à savoir le capital et le travail ou intensive si une hausse de productivité de ces facteurs en est à l'origine. Selon le Fonds monétaire international (2017), « la croissance contient 3 moteurs économiques à long terme : le capital (machines, routes et ordinateurs par exemple), le travail et la productivité (combien chaque travailleur produit par heure) ». En effet, la croissance du PIB provient simultanément de l'accroissement quantitatif et qualitatif du capital (Sabbar, S.d).

Puisque le PIB représente l'équivalent d'une année de production et que la croissance est exprimée en PIB, il est essentiel de connaître les composantes de la production globale ainsi que ses variables explicatives pour bien comprendre cet indicateur :

$$Y = C + I + G + (XN)$$

Selon Mankiw (2015), la production globale (Y) est égale à la somme de la consommation des ménages (C), des investissements privés (I), des dépenses publiques (G) et des exportations nettes (NX). Si un de ces facteurs augmente, la production augmentera, ce qui génère de la croissance. Ces facteurs sont donc les leviers de la croissance, les variables indépendantes qui expliquent la variable dépendante qu'est la croissance du PIB.

La croissance impacte la dette de par son effet positif sur le solde budgétaire. Elle crée une augmentation de la consommation, ce qui engendre des entrées monétaires supplémentaires à l'État par l'augmentation du volume d'impôts perçus. De plus, lorsque la croissance est intensive, elle augmente l'emploi et réduit le taux de chômage. De ce fait, les dépenses de l'État sont réduites du fait de la réduction de coûts de la sécurité sociale. En effet, « *à mesure que le nombre de chômeurs diminue, les dépenses publiques en faveur des chômeurs se réduisent* » (Sloman, Wride & Garratt, 2015). Dans

la situation inverse en période de récession, les effets sont ceux contraires à ceux explicités ci-dessus : le solde budgétaire est négativement affecté.

2.2. Le taux d'intérêt

Le taux d'intérêt est le prix de détention de la monnaie et représente, selon l'angle sous lequel on se positionne, soit le coût d'un emprunt pour un débiteur, soit le rendement d'un placement pour le créancier. En d'autres termes, il représente le coût de détention de la monnaie et fixe la rémunération du capital. Il est mesuré en pourcentage, qui peut être fixe ou variable. Le taux varie en fonction de plusieurs facteurs, dont les principaux sont la durée de l'emprunt et la hauteur des risques encourus par le prêteur (Challe, 2016).

Le taux d'intérêt nominal est le taux mesuré en valeur actuelle d'unités monétaires. C'est la valeur qu'on obtient sans modification, sans calcul ou sans déduction de l'inflation, car de manière implicite, l'inflation est intégrée au taux nominal. À l'inverse, le taux d'intérêt réel prend en compte l'évolution des prix. Il est égal au taux d'intérêt nominal duquel est déduit le taux d'inflation, comme développé au point suivant 2.3.

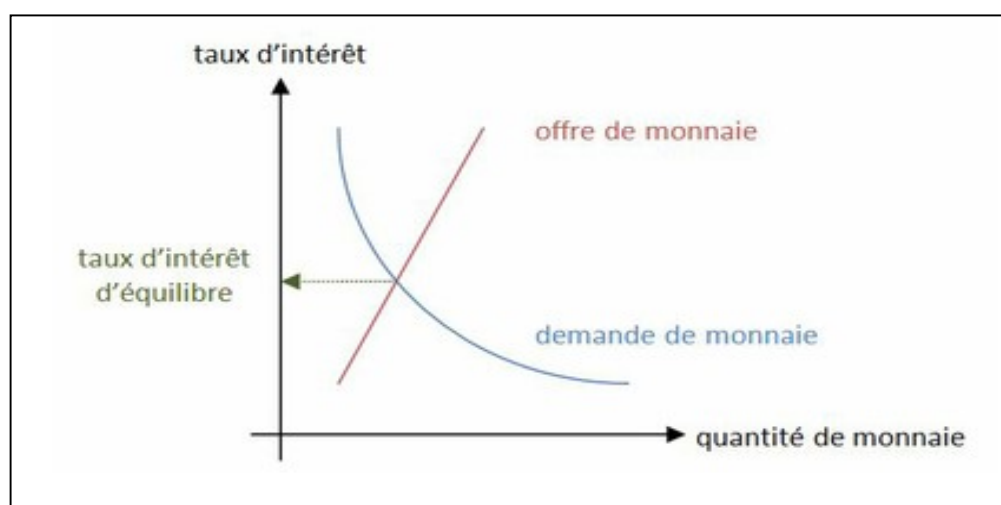
Une hausse des taux d'intérêt a pour effet de diminuer la demande de monnaie. Étant donné l'augmentation du coût de l'argent, les ménages ont tendance à moins emprunter pour investir. En outre, l'épargne rémunère davantage le capital qu'auparavant ce qui pousse les ménages à restreindre leurs dépenses et afin d'épargner. Dès lors, la masse monétaire se contracte du fait de la réduction d'octroi de crédits, principal créateur monétaire de monnaie scripturale par le phénomène de l'effet multiplicateur du crédit (Boasso, 2016). Dans ce cas, la demande agrégée et la consommation diminuent, ce qui entraîne très probablement de la déflation.

Dans le cas contraire, une baisse des taux d'intérêt réduit le coût de l'emprunt pour les emprunteurs et diminue la propension à épargner des épargnants. De ce fait, la demande de monnaie augmente, car plus d'emprunts sont contractés et moins de fonds sont économisés, ce qui augmente la masse monétaire. Ces effets stimulent l'économie, notamment par une augmentation des dépenses de consommation et des dépenses d'investissement, qui de surcroît génère de la croissance. Selon l'idéologie keynésienne, cela se transforme généralement en inflation en se répercutant sur les prix, mais cela a surtout pour effet de générer de la croissance. En effet, selon la théorie du multiplicateur keynésien développée au point 4.1.2, l'augmentation des revenus favoriserait une augmentation des

dépenses de consommation et d'investissement. Les effets sont ceux inverses de ceux d'une augmentation des taux d'intérêt : l'élargissement de la masse monétaire amène en principe de l'inflation.

Nous concluons ce point en montrant la relation négative qu'il existe entre les taux d'intérêt et la masse monétaire. Lorsque l'un augmente, l'autre diminue et inversement, comme nous pouvons le voir sur la figure 1.

Figure 1 : relation entre taux d'intérêt et masse monétaire



Source : Blanchard & al., (2013)

2.3. L'inflation et la déflation

L'inflation est une hausse généralisée et durable des prix. Le taux d'inflation est quant à lui le taux d'accroissement en pourcentage du niveau des prix (Blanchard & al., 2013). Le phénomène est lié à plusieurs facteurs. Parmi eux, une demande supérieure à l'offre, l'élargissement de la masse monétaire en circulation ou une augmentation des prix des biens importés. Quant à l'élargissement de la masse monétaire, si la quantité de monnaie croît relativement plus rapidement que la production, il en résulte de l'inflation et une baisse de pouvoir d'achat.

Un phénomène qu'il est utile d'expliquer est l'idée courante que « l'inflation réduit la dette ». Pour comprendre, nous nous placerons dans une logique de rentrées et de dépenses financières de l'État. Lorsque les prix doublent, nous considérons, de manière simplifiée, que ces entrées et dépenses

doublent. Le revenu réel de l'État reste identique puisque les entrées et les sorties de cash varient proportionnellement, mais le revenu nominal, lui, change. Les dettes publiques qui n'ont pas été indexées à l'inflation et qui sont considérées en « prix ancien » seront dévalorisées. En effet, le phénomène d'inflation crée une perte de valeur de la monnaie et dévalue les dettes et le travail passés. De plus, en privilégiant la consommation immédiate à la consommation future, l'inflation transfère une partie des richesses futures vers le présent (Fournial, 2015). Nous pouvons donc raisonnablement penser que « l'inflation réduit le poids de la dette que l'État doit rembourser à ses créanciers » (Dupray, 2017).

Au contraire, la déflation est une baisse généralisée et durable des prix. Cette dernière est négative pour l'économie, car elle retarde les décisions d'achat et d'investissement. De plus, étant donné que le niveau des prix s'ajuste plus facilement que le niveau des salaires, la déflation augmente les coûts auxquels font face les entreprises proportionnellement à leurs bénéfices, ce qui impacte directement leur compétitivité. À l'inverse des effets induits par l'inflation, le retardement de la consommation immédiate dû au phénomène de déflation transfère les richesses du présent vers le futur (Fournial, 2015). En outre, comme l'a démontré Fisher (1933), l'effet de la déflation sur l'endettement (notamment public) est considérable. Si les prix et les revenus diminuent, la proportion de la dette et des intérêts par rapport au capital de l'agent économique augmente et le poids de la dette supporté par ce dernier s'intensifie.

La stabilité des prix, quant à elle, vise à limiter les transferts de richesse dans le temps et entre les différentes générations. Elle crée une solidarité « intergénérationnelle ».

3. Les déterminants du taux d'endettement et de la soutenabilité de la dette

3.1. La dynamique de la dette

Afin de bien comprendre le fonctionnement et la dynamique de la dette publique dans sa dimension temporelle et de cerner les déterminants de l'évolution du poids de la dette publique par rapport au PIB, nous allons l'explicitier sous forme d'équation (Biasutti & Braquet, 2018)

Considérons :

$D_{(t)}$	Dette en valeur à une date t
$D_{(t-1)}$	Dette en valeur à une date $t - 1$ an
r	Taux d'intérêt nominal
$SB_{(t)}$	Solde budgétaire
$SP_{(t)}$	Solde primaire
g	Croissance du PIB en valeur = croissance réelle (croissance du PIB en volume + inflation)

La dynamique de la dette est telle que :

$$D_{(t)} = D_{(t-1)} + SB_{(t)} \quad (1)$$

La dette de l'année actuelle est égale à la dette de l'année antérieure à laquelle on soustrait le montant du solde budgétaire public de l'année courante (t).

$$SB_{(t)} = SP_{(t)} - (r * D_{(t-1)}) \quad (2)$$

Le solde budgétaire est égal au solde primaire auquel on déduit les charges d'intérêts. Ainsi, en se basant sur l'équation (2), nous pouvons réécrire l'équation (1) d'une telle manière :

$$D_{(t)} = D_{(t-1)} * (1+r) + SP_{(t)} \quad (3)$$

La dette actuelle d'un État dépend donc du montant la dette de l'année antérieure, des taux d'intérêt et du solde budgétaire primaire. Cette équation nous indique la relation entre la dette publique et le taux d'intérêt. En effet, au plus la dette antérieure est volumineuse et/ou au plus les taux d'intérêt sont élevés, au plus le poids de la dette augmentera et pèsera sur les finances publiques et au plus

l'État sera contraint de dégager un excédent considérable de son solde budgétaire.

3.2. La soutenabilité de la dette et du déficit

La soutenabilité de la dette est l'aptitude d'un État à rembourser sa dette publique. Le FMI (S.d.) l'a défini comme suit : « *la capacité à faire face à une contrainte budgétaire, en dehors de toute modification majeure des recettes ou des dépenses publiques, et à un coût de financement sur le marché donné* » (FMI, S.d.).

Nous allons montrer sous quelles conditions la dette est soutenable et de quelles variables il est important de se soucier. Il s'agit principalement de prendre en compte le solde budgétaire, la croissance nominale² et les taux d'intérêt. Nous nous baserons sur le modèle de Bénassy-Quéré, Coeureé, et Pisani-Ferry (2012) pour l'explicitier.

Repartons des variables utilisées lors du calcul dynamique de la dette, à savoir l'équation (3) :

$$D(t) = D(t-1) * (1+r) + SP(t)$$

Nous exprimons le PIB de l'année (t) à partir du PIB de (t-1). Rappelons que g, le taux de croissance comprend l'inflation. Nous considérons que le PIB de (t) est égal au PIB de (t-1) multiplié par le taux de croissance.

$$PIB(t) = PIB(t-1) * (1+g)$$

Les 2 expressions sont équivalentes, mais celle en fonction de (t-1) est privilégiée dans la partie centrale de l'équation ci-dessous.

Nous exprimons ensuite l'équation (3) en fonction du PIB, comme il est usuellement fait :

² La croissance nominale intègre l'inflation. Les variations dues à l'inflation sont prises en compte dans le calcul et ne sont pas retirées.

$$\frac{D_{(t)}}{PIB_{(t)}} = \frac{D_{(t-1)} * (1+r)}{PIB_{(t-1)} * (1+g)} + \frac{SP_{(t)}}{PIB_{(t)}}$$

Mathématiquement, nous pouvons observer de quelle manière les variables influent sur le taux d'endettement. Pour diminuer le ratio d'endettement en (t), 3 options sont possibles (Hindricks, Interview personnelle, 2 juillet 2018):

- Augmenter la croissance nominale, ce qui augmente la taille du PIB et donc le dénominateur dans la formule de la dette en pourcentage du PIB. De plus, la croissance impacte positivement le solde budgétaire. Toutes choses étant égales par ailleurs, ces deux effets réduisent la dette en pourcentage du PIB. Cette augmentation de la croissance nominale peut être opérée par la génération d'une croissance intensive ou extensive, mais peut également provenir de l'inflation.
- Réduire le taux d'intérêt, ce qui revient à diminuer le taux auquel est financé l'encours de dette. Lorsque le taux d'intérêt varie, la charge d'intérêt de la dette publique varie de manière corrélée. Le poids supporté par l'État lors d'emprunt obligataire est donc moins lourd lorsque les taux sont faibles. Le solde budgétaire est impacté positivement par une diminution des taux d'intérêt et négativement par une hausse des taux.
- Augmenter le solde budgétaire. Au plus la différence positive entre les recettes et les dépenses sera importante, au plus le désendettement sera facilité.

Afin de simplifier l'équation, ajoutons les variables suivantes :

$d_{(t)} = \frac{D_{(t)}}{PIB_{(t)}}$
$d_{(t-1)} = \frac{D_{(t-1)}}{PIB_{(t-1)}}$
$sp_{(t)} = \frac{SP_{(t)}}{PIB_{(t)}}$

Le taux d'endettement se stabilise dans le cas suivant :

$$d_{(t)} = d_{(t-1)}$$

Dès lors :

$$d_{(t)} = \frac{1+r}{1+g} * d_{(t-1)} - sp_{(t)}$$

$$sp_{(t)} = \frac{1+r}{1+g} * d_{(t-1)} - d_{(t-1)}$$

$$sp_{(t)} = \frac{r-g}{1+g} * d_{(t-1)}$$

À moins que l'État ne dégager un excédent budgétaire élevé, la dynamique de la dette devient instable lorsque le taux d'intérêt r est supérieur au taux de croissance nominal. La dette souveraine est soutenable si la croissance nominale est suffisante de sorte que le déficit soit entièrement payé avec la croissance nominale et que l'endettement ne s'accroisse pas.

« Ce qui est déterminant pour un État, c'est le taux auquel il peut emprunter au regard de l'évolution du PIB en valeur et de l'inflation. En effet, si l'État emprunte à un taux inférieur à la variation du PIB en valeur, la dette est soutenable, c'est-à-dire remboursable grâce à la croissance économique » (Labye, 2015)

Dans le cas contraire, l'État peut être conduit à emprunter pour payer les intérêts de sa dette. C'est l'effet « boule de neige³ ». Effectivement, l'équation de la soutenabilité de la dette met en avant l'importance de la différence entre la croissance et le taux d'intérêt. Quand le solde budgétaire primaire est à l'équilibre, la dette en pourcentage du PIB décroît tant que le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance. Dans le cas d'un déficit primaire, au plus la croissance nominale est élevée, au plus le déficit peut se permettre d'être important.

Nous pouvons dès lors comprendre la logique du traité de Maastricht qui évoque le seuil de soutenabilité du solde budgétaire. Avec un endettement élevé de 60% du PIB et une croissance

³ Cet effet apparaît lorsqu'une augmentation du déficit engendre une augmentation des dépenses publiques, ce qui oblige l'État à financer ces dépenses par emprunt et qui augmente encore plus le déficit. (Bogaert, 2010) Il s'agit, selon Colmant (2014), d'un « accroissement exponentiel de la dette publique ».

nominale de 5% (3% de croissance réelle et 2% d'inflation), le solde budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette, est un déficit de 3%. Le calcul est représenté ci-dessous :

$$(-0,6 \times 0,05) = -0,03\%$$

Avec le temps, une croissance et une inflation suffisantes peuvent permettre à la dette publique de se résorber de manière lente et diffuse. Le volume ainsi que le poids de la dette sur l'économie vont être réduits grâce à la croissance et l'inflation.

En résumé, la soutenabilité des finances publiques est problématique si le taux d'intérêt réel payé sur la dette est durablement supérieur au taux de croissance de l'économie. En effet, si le taux de croissance est supérieur aux taux d'intérêt, l'endettement peut même se stabiliser en présence de déficits primaires. En revanche, si les taux d'intérêt sont supérieurs à la croissance, le volume de l'endettement public peut augmenter alors même que le solde primaire serait en excédent. (Biasutti & Braquet, 2018).

3.3. Cas belge

En Belgique, le déficit budgétaire est faible, évalué à hauteur de 1,1% pour l'année 2017 (Blomme & Witvrouw, 2018) et les estimations prévoient que ce solde atteigne le seuil significatif de zéro dès l'année 2020 (ANNEXES 2).

Selon les dernières prévisions (Federal Debt Agency, 2018) la croissance nominale devrait atteindre 3% à 3,5%⁴ dans les prochaines années alors que la charge d'intérêt moyenne de la dette se situe actuellement aux alentours de 2%. Lorsque les obligations passées, contractées à des taux d'intérêt plus élevés viendront à échéance, la charge d'intérêt moyenne diminuera puisque le taux d'intérêt des obligations nouvellement contractées se situe aux alentours de 1%. Le taux de croissance nominal est donc supérieur aux taux d'intérêt. Par conséquent, la dette belge est soutenable et, à taux d'intérêt inchangés, la charge d'intérêt payée sur la dette devrait décroître dans les prochaines années (Colmant, 2018).

⁴ Selon la BNB (2018) : pour 2018, le taux d'inflation attendu est de 2% et la croissance réelle de 1,5%. Pour 2020, les taux d'inflation et de croissance attendus sont respectivement de 1,6% et 1,4%.

En Belgique, le déficit budgétaire est évalué à hauteur de 1,1% pour l'année 2017, est estimé à 1% pour 2018 (BNB, 2018) et les estimations prévoient que ce solde atteigne seuil significatif de zéro dès l'année 2020 (ANNEXES 2). En prenant une croissance nominale de 3% et un déficit de 1%, le solde budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette en pourcentage du PIB en Belgique est le suivant :

$$(-1,03 \times 0,03) = -0,0309\%$$

En prenant le taux d'endettement arrondi à 103% et une croissance estimée moyenne de 3% nous obtenons que le niveau du déficit budgétaire en dessous duquel le solde budgétaire doit se trouver afin de stabiliser le ratio d'endettement. Ce déficit est estimé, selon nous, 3,09%. Étant en dessous de ce seuil, la dette en pourcentage du PIB devrait décroître.

Bien que la dette soit actuellement soutenable, nous ne sommes pas à l'abri d'une remontée des taux d'intérêt dans les prochaines années et celle-ci pourrait mettre à mal la soutenabilité de la dette belge. Cette possibilité ainsi que ses impacts potentiels seront évalués dans la partie II de ce mémoire.

Afin de se protéger contre une remontée des taux, qui aurait de nombreux impacts qui seront évoqués dans la partie II, l'agence Fédérale de la dette a mis en place un rallongement de la durée de vie moyenne des obligations (Theys, Interview personnelle, 30 juillet 2018). Les obligations sont en ce moment toutes émises à taux fixes. Rallonger la durée des obligations permet de profiter des taux actuellement faibles même à long terme et de se protéger contre une hausse soudaine des taux. En 2010, la durée moyenne des obligations était de 6 ans alors que cette année la moyenne est passée à 9,5 ans.

Le taux de croissance étant supérieur aux taux d'intérêts payés sur la dette et le déficit étant en dessous du seuil de soutenabilité de la dette, nous pouvons affirmer qu'actuellement la dette belge est soutenable. De ce fait, la dette en pourcentage du PIB devrait, en principe décroître.

Cependant, en cas de crise économique future, de récession ou de remontée brutale des taux d'intérêt, la soutenabilité de la dette belge risque d'être mise à mal. En outre, en prenant en compte plusieurs facteurs tels que les problèmes liés au vieillissement de la population, l'augmentation potentielle des dépenses futures de l'État liée à des obligations externes et les conséquences de tensions commerciales, l'atteinte d'un équilibre au niveau budgétaire risque de se devenir de plus en plus difficile.

Par conséquent, nous pensons que ce n'est pas parce que la dette est soutenable qu'elle est optimale et qu'il n'y a pas lieu de la réduire davantage. La nécessité de diminuer l'endettement le plus rapidement possible sera discutée dans la partie II.

4. Politiques publiques

Afin de bien saisir les marges de manœuvre qu'ont les États en matière de politiques publiques, nous allons à présent nous atteler à décrire les différentes politiques mises en place par les gouvernements afin d'influencer globalement l'économie d'un pays, et notamment les niveaux de consommation et de production.

Ainsi, nous distinguerons et décrirons les 2 grands types de politiques publiques qui coexistent aujourd'hui dans le monde et qui nous intéressent pour ce travail; la politique budgétaire et la politique monétaire. L'explication théorique de ces notions sera nécessaire à la compréhension de la 3^e partie de ce mémoire.

4.1. Politique budgétaire

La politique budgétaire est une politique façonnée par un gouvernement pour agir sur l'économie et les finances du pays. Elle détermine le niveau des dépenses et des recettes publiques de l'état, faisant d'elle le principal outil pouvant influencer le niveau du solde budgétaire. Dès lors « le premier rôle d'une politique budgétaire est de protéger l'économie des variations extrêmes qui engendrent de profonds et longs déséquilibres » (Sloman, Wride & Garratt, 2015). De fait, les cycles économiques créent des fluctuations des facteurs macroéconomiques dans le temps. La politique budgétaire a pour objectif d'être anticyclique et donc d'atténuer ces variations.

4.1.1. Politique budgétaire expansionniste

Une politique budgétaire expansionniste est une politique mise en œuvre par une augmentation des dépenses publiques et/ou une diminution des impôts. Cette politique, généralement qualifiée de politique de relance, stimule la demande, ce qui a pour effet de soutenir l'emploi et de favoriser la croissance (Sloman et al., 2015). En effet, ces interventions engendrent une baisse des recettes et/ou une augmentation des dépenses de l'État à court terme et se font généralement au détriment du solde

budgétaire. Bien que dans un premier temps l'État voie ses recettes se réduire, ces mesures génèrent un accroissement des revenus de l'État à plus long terme.

Le multiplicateur keynésien formule la relation existante entre la variation des dépenses gouvernementales et la variation des revenus générés par une hausse de la production et de la demande. Le multiplicateur de la dépense publique est défini comme « *la croissance du PIB engendrée par une augmentation exogène de la dépense publique, celle-ci étant rapportée à la taille du PIB* » (Challe, 2016). Il se calcule en divisant le taux de croissance du PIB par la variation de la part des dépenses publiques dans le PIB.

Selon cette théorie, la demande s'accroît grâce à une intensification des dépenses publiques, qui engendre un accroissement de la production, qui à son tour va générer plus de demande (Sloman et al., 2015). Ce phénomène va également entraîner des anticipations positives de la part des entreprises et des ménages en termes d'investissements et de consommation. Ceci aura comme impact la création d'emplois. L'amélioration de la santé du marché du travail réduira les dépenses courantes et de sécurité sociale de l'État, augmentera ses revenus et améliorera le solde budgétaire. À terme, cela permettra de contribuer au remboursement de la dette publique. Ces effets seront plus longuement développés dans la partie 3.

Colmant (Interview personnelle, 14 juin 2018) et Hindriks (Interview personnelle, 2 juillet 2018) avancent tous les deux qu'il est nécessaire de soutenir l'économie d'un pays par des dépenses publiques. Cependant, tous les deux nuancent leurs dires en attirant l'attention sur le fait qu'il est indispensable que cet accroissement des dépenses résulte de dépenses d'investissement et non de fonctionnement, ces dernières n'étant pas productives.

4.1.3. Politique budgétaire d'austérité

Une politique d'austérité ou politique de rigueur vise à réduire le déficit public et à rabaisser le niveau d'endettement public. Elle se fait par une contraction des dépenses gouvernementales et/ou par une augmentation des recettes via une hausse de la fiscalité (Aslund, 2015). La diminution des charges de l'État peut se faire à tous niveaux, que ce soit par une baisse des interventions et des investissements, par une restructuration de l'emploi dans le secteur public ou par une diminution des dépenses de fonctionnement. Quant à l'augmentation des revenus, elle est généralement due à une augmentation

de la TVA, des impôts et des accises.

La littérature scientifique sur l'austérité est abondante et recense des opinions diverses quant à son efficacité et quant aux conditions préalables à sa mise en place pour qu'elle soit bénéfique à l'économie. Les études les plus récentes, dont celle de Born, Müller et Pfeifer (2014) sur laquelle nous nous appuyons, tendent à converger vers une opinion commune. Selon eux, l'efficacité de la politique dépend essentiellement de deux facteurs : les circonstances économiques et conjoncturelles dans lesquelles elle est mise en œuvre, et la crédibilité de cette politique. Lorsque des mesures d'austérité sont prises durant une période où la conjoncture se porte bien, elles ont plus de chance de porter leurs fruits à long terme et de réduire le déficit et l'endettement. En outre, elles sont encore plus efficaces lorsqu'elles sont considérées comme crédibles. Nautet, Schoonackers, Stinglhamber et Van Meensel (2014) soutiennent le même avis dans leur étude : « l'incidence négative des mesures d'assainissement sur la croissance économique à court terme est plus faible – voire pratiquement inexistante – à mesure que la situation des finances publiques se détériore et que cette situation est perçue comme préoccupante » (Nautet et al., 2014). Cependant, lorsqu'elles sont prises lors d'une période de récession, au moment où la nécessité d'assainir les finances publiques se fait fortement ressentir, elles peuvent être contreproductives. Les mesures d'austérité appliquées dans les pays du PIGS après la crise financière de 2008 en témoignent.

4.2. Politique monétaire

La politique monétaire est régie par l'autorité monétaire du pays ou de la zone économique dans laquelle se trouve l'État, à savoir la banque centrale. Elle peut avoir pour principal objectif la maîtrise d'un niveau d'inflation stable, l'augmentation de la production, la stabilité des taux de change ou le taux d'emploi (Mankiw & Taylor, 2015). La Belgique, étant intégrée à l'Union européenne, n'a plus son autonomie au niveau de la politique monétaire. Les instruments de la politique monétaire ne sont plus contrôlés par les gouvernements nationaux, mais par la BCE, garante de la souveraineté monétaire. Les mesures dont il s'agira dans cette section seront des mesures prises au niveau européen. Nous aborderons de manière consécutive les 2 types de politiques monétaires : conventionnelles et non-conventionnelles.

Comme expliqué au point 3.1, dans la dynamique de l'endettement, les taux d'intérêt - de par leur influence sur les charges de la dette -, sont l'une des variables influençant grandement le taux

d'endettement, dans la mesure où les politiques monétaires influent directement le coût de la dette et l'endettement public.

4.2.1. Les instruments de la politique monétaire conventionnelle : coefficient de réserve, opérations d'open-market et facilités permanentes.

Afin d'atteindre leurs objectifs, les banques centrales et notamment la BCE s'appuient sur un ensemble d'instruments et de procédures de politique monétaire (Banque Nationale de Belgique, S.d.). Le principal outil de la politique monétaire est le taux d'intérêt. Il est utilisé afin d'impacter le rythme de la création monétaire et donc le volume de monnaie en circulation. Les différents effets d'une variation des taux d'intérêt ont été discutés dans le point 2.2. de la partie 1.

Nous décrivons ci-dessous les 3 outils principaux de la politique monétaire conventionnelle, à savoir le coefficient de réserve, les opérations d'open-market et les facilités permanentes.

Le premier instrument est le seul qui est d'ordre réglementaire : le coefficient de réserve. Il s'agit du ratio de réserves obligatoires définissant la part du montant que les banques commerciales et financières doivent déposer auprès de la banque centrale dont elles dépendent. Les autorités monétaires peuvent modifier le pourcentage de réserve requis afin de limiter ou de favoriser le crédit, et par ce biais modifier la liquidité bancaire et le volume de monnaie en circulation (Investopedia, S.d.).

Le deuxième instrument est celui qu'on appelle les opérations de refinancement ou opération « d'open market ». Il s'agit d'interventions de la banque centrale qui ont pour objectif de modifier le volume de liquidités en circulation et donc d'influencer le taux d'intérêt. Les opérations d'open market sont « des achats (ou des ventes) d'actifs financiers aux banques commerciales par les banques centrales contre un débit (ou un crédit) de leur compte de réserve » (Challe, 2016). Les actifs financiers dont il est question sont des obligations d'État, étudiées dans les sections précédentes. En modifiant l'offre de monnaie en circulation, elle impacte le taux d'intérêt (BNB, S.d.).

Le troisième instrument est celui qu'on appelle les facilités permanentes. Elles permettent aux banques

de se procurer ou de fournir des liquidités au jour le jour sur le marché interbancaire⁵ (Hachette, S.d.). Il s'agit d'opérations gérées par les banques centrales nationales et effectuées à la demande des banques commerciales. La banque centrale sert d'intermédiaire monétaire aux banques commerciales en manque de liquidités et leur permet d'emprunter et de déposer des fonds au jour le jour sur un marché commun. Grâce à elles, les banques commerciales peuvent satisfaire leurs besoins en monnaie centrale et placer leurs dépôts de manière journalière. En prêtant à taux inférieur que ceux pratiqués sur le marché interbancaire, la banque centrale met la pression sur les taux d'intérêt qui se voient tirés vers le bas.

À ces 3 instruments s'ajoutent, les annonces officielles des banques centrales. En effet, « en révélant leurs propres intentions ou prévisions, les banques centrales orientent les anticipations des acteurs financiers » (Martinache, 2018). En effet les marchés réagissent aux annonces des banques centrales dues aux anticipations des acteurs qui veulent prévoir au mieux le futur. De ce fait, toutes les variables macroéconomiques, dont les taux d'intérêt, sont impactées par ces annonces.

4.2.2. La politique monétaire non-conventionnelle

Les mesures non conventionnelles de politique monétaire sont mises en place lorsque tous les instruments de la politique monétaire classique ont été utilisés à leur maximum et que les taux d'intérêt sont proches de zéro. Elles sont donc définies comme l'ensemble d'instruments différents de ceux utilisés couramment, mis en place pour arriver aux objectifs monétaires (Carre, 2015). En effet, quand les solutions classiques des politiques monétaires ne suffisent pas à entraîner la reprise attendue, les banquiers centraux doivent faire preuve d'ingéniosité. Il s'agit notamment de politiques en période de crise ou post-crise. Les différences entre les politiques non conventionnelles et conventionnelles ne doivent pas être exagérées, car les premières sont souvent des extensions des deuxièmes. Ci-dessous, nous allons décrire 3 types de politique monétaire non-conventionnelles, à savoir le pilotage prospectif, la politique d'achat d'actifs ainsi que les taux d'intérêt négatifs.

⁵ Le marché interbancaire permet aux banques de se prêter des fonds entre elles et régule l'offre et la demande de monnaie.

4.2.2.a. Le pilotage prospectif

Comme expliqué précédemment, les annonces officielles des banques orientent les actions des agents et donc les variables économiques et les taux d'intérêts.

Selon Challe (2016), le pilotage prospectif est « *donc une politique de communication de la banque centrale quant à sa politique monétaire (conventionnelle) future.* » (Challe, 2016). Cet outil n'est évidemment fonctionnel que s'il arrive à modifier les anticipations des agents privés, ce qui exige une grande crédibilité des communications de l'autorité monétaire. En sachant que ces annonces impactent l'économie, les banques centrales peuvent faire en sorte d'influencer le marché dans la direction qu'ils souhaitent, en déjouant les anticipations et en menant une politique discrétionnaire. Une banque centrale pourrait par exemple utiliser ces annonces pour influencer le marché dans une certaine voie alors que ses intentions réelles iraient dans le sens contraire de son annonce. Cependant, si la communication des intentions de la banque s'éloigne à plusieurs reprises de la réalité, elle perdra toute crédibilité et donc toute efficacité. C'est donc pour elle une mesure à utiliser avec modération.

4.2.2.b. La politique d'achat d'actifs : l'assouplissement quantitatif

Depuis la crise financière de 2008, les grandes banques centrales, dont la banque du Japon, la FED et la BCE, se sont lancées dans des politiques d'achats d'actifs à large échelle. Ces pratiques sont définies comme des interventions massives sur certains marchés d'actifs, dont celui de la dette souveraine. Elles ont comme objectif principal de soutenir les prix (Challe, 2016).

L'assouplissement quantitatif, plus connu sous sa terminologie anglophone « quantitative easing » consiste en l'achat d'actifs - généralement des titres d'État -, par la banque centrale avec de la monnaie de réserve nouvellement émise. (Godin, 2015). Par contraste à l'assouplissement qualitatif, ces opérations ne sont pas stérilisées. En effet, lorsque la banque centrale achète des obligations souveraines contre émission de monnaie, la taille du bilan de cette même banque augmente de manière proportionnelle à l'émission monétaire (Challe, 2016). En d'autres termes, l'assouplissement quantitatif est un moyen de monétisation de titres. Cette technique a été développée dans le point 1.3.4. Il est cependant utile de préciser que les titres de dettes publiques qui sont rachetées par les banques centrales n'allègent pas directement l'endettement des États. En prenant en pension les titres achetés

sur les marchés secondaires, elle n'améliore pas la solvabilité des États. Cependant, ce type de politique augmente la masse monétaire en circulation et fait baisser les primes de crédit. En principe, relance la consommation et génère de l'inflation anticipée et de la croissance.

Cependant, cette technique peut également présenter des résultats moins réjouissants et faire tomber l'économie dans ce qu'on appelle la trappe à la liquidité. Il apparaît généralement lorsque les taux d'intérêt sont proches de zéro. C'est une situation où la masse monétaire croît de par l'injection de liquidités de la part de la banque centrale dans l'économie, mais qu'aucune croissance n'est générée. Cela serait dû au constat de l'importance de la dette publique de la part des agents économiques, qui, en prévention à de potentielles futures augmentations d'impôts, préféreraient épargner que de consommer davantage (Colmant & Nille, 2014).

4.2.2.c. Les taux d'intérêt négatif

Les taux d'intérêt sont considérés comme négatifs lorsque les taux d'intérêt nominaux sont bas, proches de zéro et le taux d'inflation leur est supérieur. En soustrayant le taux d'inflation au taux d'intérêt nominal, le taux d'intérêt réel devient négatif. Selon Colmant (Interview personnelle, 14 juin 2018), il s'agit d'un transfert (injuste, mais probablement nécessaire) de richesse des créanciers privés vers les emprunteurs publics, dont les États.

Partie II: Origine et nécessité de réduire l'endettement

Avant de répondre à la question « Faut-il réduire l'endettement public ? », il nous paraissait intéressant de connaître ses origines. Dans le point 1, nous commencerons par passer en revue l'histoire de l'endettement belge ainsi que les différentes mesures qui ont été prises pour le diminuer. Ensuite, au point 2, nous tenterons d'analyser la nécessité de réduire l'endettement. Nous nous intéresserons premièrement à la relation entre la dette et la croissance. Par la suite, nous exposerons le problème lié au vieillissement de la population ainsi que les autres risques pouvant influencer le niveau d'endettement.

1. Histoire de l'endettement belge de 1970 à aujourd'hui

1.1. Origine de l'endettement public

L'après-guerre signe le début de 30 ans de prospérité économique en Europe, période qu'on surnommait « les 30 glorieuses ». Cette période se caractérise par une hausse de la production et de la consommation ainsi qu'une hausse de la démographie. Les politiques de laisser-faire sont peu à peu remplacées par le mouvement keynésien, caractérisé par une intervention étatique croissante, surtout dans l'établissement de la paix sociale avec la création de l'État-providence⁶. Dans ce contexte, on assiste à une coopération entre le mouvement ouvrier et les détenteurs de capitaux qui se matérialisera par un partage plus équitable des gains de production. Ce nouveau modèle économique combinant intervention étatique et libre échange ajoute un facteur économique aux institutions démocratiques ainsi qu'un facteur social à la croissance économique. Concrètement, les États-providence mirent en place des programmes concernant les soins de santé, le chômage et les retraites, qui absorbaient une

⁶ Selon Briggs (1961), un État-providence est un État dans lequel la puissance organisée est délibérément utilisée à un effort visant à modifier le jeu des forces du marché dans 3 directions au moins : premièrement, en garantissant aux individus et aux familles un minimum de revenu indépendamment de la valeur de leur propriété ; deuxièmement, en réduisant l'insécurité en répondant aux besoins générés par certaines « contingences sociales » ; et troisièmement en assurant qu'une série de services sociaux soit offerte à tous les citoyens

part importante du budget de ces derniers (Berend & Servais, 2008).

Dans ce contexte d'après-guerre, la Belgique, dont les machines de production sont sorties indemnes de la guerre, bénéficie d'un avantage comparatif au niveau de la production de produits basiques dans un contexte de reconstruction européenne. Grâce à cela, la croissance belge surpassera la moyenne européenne à partir du début des années soixante. Cette croissance a comme conséquence une augmentation des recettes publiques, alimentant ainsi les mesures sociales établies par l'État-providence, ainsi qu'une augmentation des salaires due à la meilleure répartition des profits entre les différents agents économiques. Le constat est frappant : le modèle économique belge, comme beaucoup d'autres reposait sur des gains de productivités continus dont il ne savait se passer. Ce modèle dépendant de la croissance trouvera ses limites dans le début des années septante (Cassiers & Denayer, 2010).

L'héritage des trente glorieuses laissait penser que toute crise pouvait désormais être écartée en appliquant les principes keynésiens dans l'économie. Nous sommes en 1969 lorsque des premiers signes annonciateurs de crise se font ressentir. Premièrement, l'inflation croît, passant de 3% en moyenne durant les 30 années précédentes à 5% en 1970. Couplée à cela, la rentabilité des entreprises diminue dans les pays industrialisés, la Belgique en faisant partie. Cette baisse de rentabilité s'explique en partie par le fait que, début des années 70, une révolution technologique est en marche, engendrant le déclin des produits de bases issus de l'industrie lourde. Finalement, les pays industrialisés qui étaient proches du plein-emploi sont impactés par un accroissement important du chômage durant cette période. Ces signes, pris conjointement, sont annonciateurs d'une crise nouvelle (Larousse, S.d.).

En 1973 nous assisterons à deux chocs importants, tenus responsables de la crise. Tout d'abord cette année marque la fin des accords monétaires de Bretton Woods suite à deux dévaluations consécutives du dollar américain (Maissin, 2012). Cette même année se produit un important choc pétrolier. Le prix du baril, qui augmentera de 70% et sa production qui diminuera mensuellement de 5% provoquera ainsi un ralentissement majeur de la croissance économique mondiale. Un deuxième choc du même type s'est également produit en 1979 (Connaissance des énergies, 2011). La Belgique, dépendante de cette source d'énergie pour ses activités industrielles, n'est donc pas épargnée.

Pour conjurer cette crise qui semblait a priori passagère, la Belgique adopta une série de mesures anti cycliques telles que des résorptions de chômage vers le secteur public, des subsides aux entreprises et des réductions de charges patronales (Maissin, 2012). Plus encore, la Belgique indexa ses salaires

plusieurs fois par an afin de maintenir le pouvoir d'achat de ses citoyens dans un contexte de forte inflation et finança un système de prépensions afin de soulager le climat social tendu de l'époque. Selon le professeur d'économie Jean Hindriks, c'est sur ce dernier point que nous avons commis une grave erreur. En effet, dans l'optique de combattre le chômage chez les jeunes nous avons laissé partir des gens beaucoup trop tôt à la pension, ce qui a coûté cher à la sécurité sociale pendant longtemps (Hindriks, Interview personnelle, 2 juillet 2018). Les années septante, c'est aussi le passage du système unitaire de la Belgique au système fédéral, événement qui s'est avéré très coûteux surtout dans ce contexte de récession. Continuant de se comporter comme durant la période des Trente Glorieuses, notre pays continua de construire autoroutes, hôpitaux et écoles (Destexhe, 2014). Ces politiques keynésiennes auront pour effet l'inévitable augmentation du déficit budgétaire résultant en un alourdissement de l'endettement public belge. En effet, ce niveau d'endettement passa de 59.8% en 1975 à 105,7% en 1983 (Maissin 2012).

Au début des années 80, la crise est perçue comme durable. L'État, qui avait un rôle de régulateur social et économique semble ne plus pouvoir tenir ses engagements en la matière. Son rôle sera peu à peu diminué au profit de la pensée néo-libérale. Cette dernière rend l'entente entre le patronat et les travailleurs plus délicate voir difficile, ce qui a pour conséquence de nombreuses grèves et mobilisations. Cependant, malgré les mesures d'austérité drastiques mises en place, la croissance de la dette continua sur sa lancée, victime de « l'effet boule de neige » tant redouté en matière d'endettement public. En effet, l'inflation galopante fit bondir les taux d'intérêts, ce qui força donc la Belgique à s'endetter davantage afin de payer les intérêts de la dette arrivée à échéance (Maissin 2012).

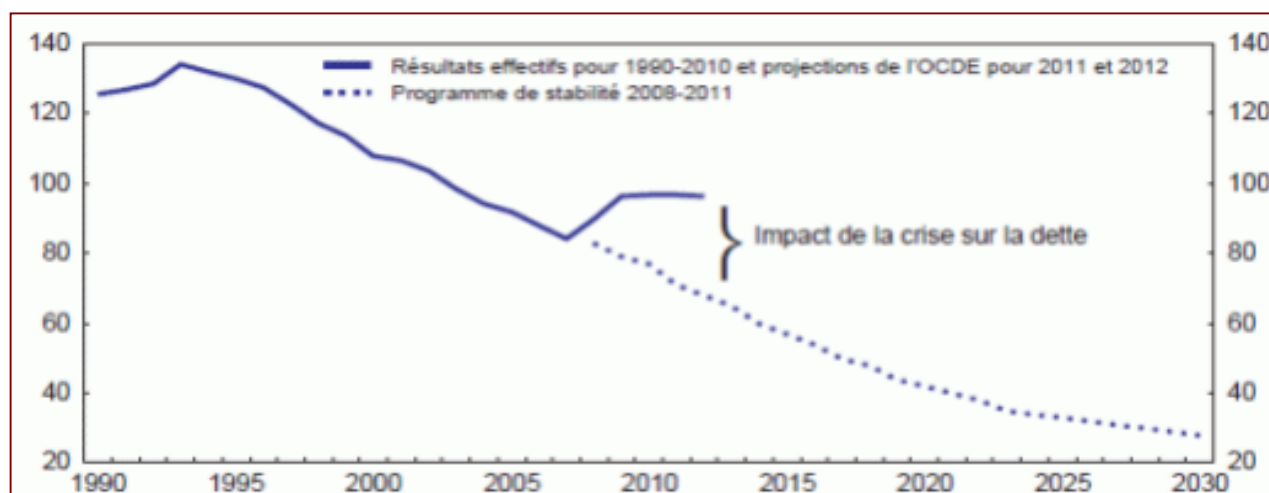
De manière plus générale, nous constatons que durant les 30 glorieuses, la Belgique reposait sur un modèle économique non viable à long terme compte tenu du progrès technologique et de la mondialisation. La conséquence de cela sera la stagflation⁷, ennemi juré de la croissance. Les mesures précédemment énoncées qui ont été mises en place pour combattre ce phénomène sont à l'origine de l'importante dette publique belge. Ces dernières étaient basées sur une approche dite keynésienne, qui consistait en un accroissement des dépenses publiques, afin de relancer la demande. Mais malgré ses efforts peu fructueux en matière de relance économique, la Belgique n'aura d'autre choix que de dévaluer sa monnaie, le franc belge, de 8.5% en 1982 (Maissin, 2012).

⁷ La stagflation est un terme utilisé pour désigner la combinaison d'une forte inflation et d'une récession économique (Investopedia, S.d.)

Les années nonante sont marquées par l'essor d'internet et donc de l'accroissement de la digitalisation. Ceci a pour conséquence un accroissement de gains de production (Colmant, 2017). Cependant, la Belgique entra dans cette décennie en entamant un ralentissement économique, et plongea dans une sévère récession en 1993. Cette année, le taux d'endettement atteindra le seuil critique de 137,8% du PIB, mais ce dernier diminuera considérablement durant les années qui suivirent grâce à la mise en place d'importantes mesures d'austérité (de Callatay & Reynders, 2002).

La Belgique entra dans le XXI^e siècle en affichant une croissance économique notable, de l'ordre de 4% du PIB. Cette croissance, due en partie à une hausse importante des exportations, est bien supérieure à celle de la moyenne européenne. Durant cette même année 2000, le chômage belge poursuiva sa tendance baissière. Cette année enfin, l'équilibre budgétaire fût atteint, ce qui constitue l'accomplissement de plusieurs années d'assainissement des finances publiques (Ministère des Finances, 2000). La dette publique belge, en nette baisse, atteignit 84,2% du PIB en 2007. En 2008, la crise des subprimes qui se transforma en crise financière mondiale mit en difficulté les principaux établissements bancaires de Belgique (Fortis, Dexia, KBC, Ethias), ce qui nécessita l'intervention de l'État belge. Selon Marchand (2011), sur les 44 milliards d'euros d'augmentation de la dette entre 2007 et 2009, plus de 20 milliards sont directement liés au sauvetage des institutions belges. Suite à cela, en 2010, le taux d'endettement public se rapprocha à nouveau de la barre des 100% du PIB. La figure 2 représente l'impact de la crise financière sur la dette publique belge.

Figure 2 : Changement de la trajectoire de la dette suite à la crise financière de 2008



Source : OCDE

Alors que certains pays membres de l'Union subirent un emballement de leurs finances publiques, la Belgique parvint à maîtriser l'augmentation de sa dette grâce à un déficit budgétaire en baisse. Cependant à partir de 2011, cette dernière ne repassa plus sous la barre des 100% jusqu'à nos jours (Annexe 3).

Cet historique permet de se rendre compte d'où vient notre endettement public, et permet d'y voir plus clair sur les erreurs qui ont conduit à de tels niveaux d'endettement. Ces erreurs ont été le fruit de politiciens qui ont dépensé sans compter pendant que la conjoncture se portait bien sans même considérer l'arrivée d'un éventuel ralentissement économique. En outre, quand ce ralentissement s'est produit, ces derniers ont pensé pouvoir y mettre fin en préservant le niveau des dépenses publiques selon une perspective keynésienne. C'est précisément là qu'a été l'erreur, erreur dont nous payons encore le prix à l'heure actuelle. De même, la Belgique aurait probablement dû profiter de la bonne conjoncture d'après-guerre pour constituer des réserves en cas de crise. Une manière d'illustrer cela serait de dire que la Belgique s'est comportée durant l'après-guerre comme la cigale, alors qu'elle aurait mieux fait d'adopter le rôle de la fourmi dans la fameuse fable de La Fontaine.

1.2. Mesures d'assainissement des finances publiques

1.2.1. Mesures prises durant les années 80

Un programme de stabilisation visant à ramener la compétitivité de l'économie belge pris place en 1982. Une première mesure se matérialisa avec la dévaluation du franc belge de 8.5%. À côté de cela, les autres mesures prises par le gouvernement belge comportaient un gel des salaires, ainsi que la mise en place de divers incitants fiscaux et parafiscaux. La Belgique procédera à 3 sauts d'index durant cette décennie, ayant pour but une prolongation de la modération salariale, qui auront comme résultat une baisse des dépenses publiques en matière d'allocations sociales ainsi qu'une baisse des salaires au sein de la fonction publique. Au-delà de ça, le gouvernement belge limita fortement ses dépenses en termes d'investissements publics, de subsides aux entreprises privées, mais également en matière de soins de santé, tels que les remboursements de médicaments ou autres indemnités de maladie, et sur les allocations de chômage (Bisciari et coll., 2015).

Du côté des recettes, le gouvernement a également adopté une série de mesures visant à augmenter le montant de ces dernières. Un premier exemple est la TVA qui verra certains de ses taux augmenter. En 1984, le précompte mobilier devint libératoire et vu son taux augmenter de 5%, passant de 20% à 25%. Finalement, les cotisations sociales patronales et celles des indépendants ont sensiblement augmenté (Bisciari et coll., 2015).

1.2.2. Mesures prises durant les années 90

Dans le cadre de sa candidature à l'euro, le gouvernement s'est lancé en 1992 dans un plan budgétaire visant à rentrer dans les critères de Maastricht établis cette même année⁸. Rendre la Belgique davantage compétitive, tel était l'objectif du nouveau gouvernement de l'époque. Pour ce faire, ce dernier a donc imposé d'une part des mesures de modération salariale, telles que le gel des salaires ainsi qu'une norme salariale ayant pour but d'empêcher les salaires belges de croître plus rapidement que les salaires de ses principaux partenaires commerciaux. D'autre part, des réductions portant sur les cotisations patronales ont été établies principalement sur les personnes peu qualifiées, visant ainsi à combattre le chômage dans cette tranche de la population, considérée comme la plus vulnérable. Durant les années nonante, un des objectifs majeurs du plan d'assainissement fut de réduire l'endettement public, donnant ainsi lieu à d'importantes privatisations dans le secteur public. En 1997, le système des pensions sera modifié principalement via l'augmentation du temps de carrière, passant de 40 à 45 ans. Concernant la sécurité sociale, les contrôles et les sanctions sont devenus plus stricts en matière de droit aux allocations de chômage et des plans de réinsertions ont vu le jour (Bisciari et al., 2015).

Dans ce contexte de récession, une contribution complémentaire de crise a été perçue tant sur l'impôt des personnes physiques que sur l'impôt des sociétés et le précompte mobilier. La fiscalité touchant la consommation a elle aussi été modifiée, comme la TVA qui verra son taux standard augmenter d'un point et demi de pourcentage, passant de 19,5% à 20,5% en 1994 et à 21% en 1996. Les accises furent également augmentées, notamment sur l'alcool, le carburant et le tabac. La fiscalité des biens immobiliers a aussi été revue à la hausse durant cette période. Une mesure l'attestant concerne le revenu cadastral des secondes résidences qui subira une importante augmentation (Bisciari et al.,

⁸ Le déficit budgétaire ne peut dépasser 3% du PIB

2015).

L'impôt des sociétés subira une réforme comprenant une réduction de son taux d'imposition, mais d'un élargissement de la base imposable. Dans ce contexte, les déductions de RDT relatives à la prévention de la double imposition imposeront désormais l'existence d'une imposition normale en amont, et les déductions pour investissements seront limitées⁹. Ces mesures auront comme conséquence une remontée du taux d'imposition effectif (Bisciari et al., 2015).

Finalement, durant les années nonante apparaitront les écotaxes. Cependant, ces dernières n'auront qu'un impact très léger sur les rentrées fiscales (de Callatay & Reynders, 2002).

Globalement, on assiste durant les années nonante à des mesures d'austérité classiques, à savoir, une réduction des dépenses publiques, une vague de nationalisation, ainsi qu'une fiscalité plus lourde pour les citoyens belges.

1.2.3. Mesures prises durant les années 2010

Durant ces années, la Belgique procédera à un contrôle accru de ses dépenses de fonctionnement. Cela impactera les budgets en matière de soins de santé et de subsides aux entreprises publiques. Le gouvernement reverra également à la baisse les incitants fiscaux qu'elle avait adoptés concernant les investissements en matière d'énergie propre. Les conditions pour bénéficier des allocations de chômage seront étendues et rendues plus difficiles (Bisciari et coll., 2015).

En 2015, le gouvernement procédera à un saut d'index qui aura pour conséquence une modération des salaires au sein de l'administration publique, ainsi qu'au niveau des allocations de chômage.

La fiscalité a elle aussi été augmentée pour réduire l'endettement public. Des mesures restrictives concernant les avantages en nature ont été votées et la lutte contre la fraude fiscale a été renforcée. Cependant, des mesures prônant l'entrepreneuriat ont également vu le jour telles des réductions des cotisations patronales et l'augmentation des déductions forfaitaires. Du côté de l'impôt des sociétés, le système des intérêts notionnels a été revu à la baisse, et la fiscalité des véhicules et des plus-values

⁹ La déduction pour investissement sera limitée aux PME et aux investissements porteurs d'externalités positives.

a été renforcée (Bisciari et coll., 2015).

Concernant l'impôt sur la consommation, les accises sur le tabac, l'alcool et le diesel augmenteront. Les taxes sur les activités de trading seront majorées et le précompte mobilier portant sur bon nombre de produits financiers passera de 15% à 25%. Le régime de la TVA sera étendu aux activités des avocats, des huissiers et des notaires (Bisciari et coll., 2015).

1.2.4 Conclusion

L'analyse de la politique d'assainissement montre que ces assainissements se sont avérés efficaces grâce aux nombreuses réformes structurelles adoptées à l'époque qui ont permis de rétablir la compétitivité et de stimuler l'emploi. La nécessité d'adopter de telles mesures sera d'ailleurs discutée dans la troisième partie de ce mémoire. Une grande attention a également été accordée à la soutenabilité financière de la protection sociale, notamment par la réforme des pensions des années nonante. Cette analyse nous montre également que l'assainissement des années quatre-vingt et nonante fût réussi étant donné que le niveau d'endettement de la Belgique connaîtra une forte décroissance jusqu'à la veille de la crise financière de 2008. Certaines leçons pourraient donc en être tirées. Cependant, une période n'est pas l'autre, et l'assainissement actuel doit toutefois faire face à divers facteurs : une croissance potentielle moindre, une pression fiscale et parafiscale déjà très élevée, un faible niveau d'investissements publics et une population vieillissante de plus en plus coûteuse.

2. Faut-il réduire l'endettement public ?

Pour répondre à la question de la nécessité de réduire ou non l'endettement public de la Belgique, nous analyserons premièrement la relation qu'il peut exister entre le taux d'endettement d'un pays et sa croissance. Une telle analyse nous permettra de juger si l'endettement belge actuel compromet réellement nos perspectives de croissance. Ensuite, dans avec une vision à plus long terme nous évoquerons les défis démographiques auxquels nous ferons face pendant les prochaines années. Pour terminer, nous exposerons les autres facteurs, pouvant influencer le niveau d'endettement, auxquels notre économie risque de devoir faire face. Ces trois éléments nous permettront de juger si oui ou non il y a nécessité de réduire la dette.

2.1. Relation entre le taux d'endettement public et la croissance

2.1.1. Principaux travaux consacrés aux effets de l'endettement public sur la croissance.

L'étude intitulée « Public Debt and Growth » réalisée par Kumar & Woo (2015) se base sur un échantillon de 38 économies (avancées et émergentes) et couvre la période allant de 1970 à 2007. À l'issue de cette dernière, les auteurs sont arrivés à la conclusion qu'il existe une relation inverse entre le taux d'endettement initial et une croissance ultérieure. Selon leurs travaux en moyenne, une augmentation de 10 points de pourcentage du taux d'endettement se traduirait en un ralentissement de la croissance du PIB réel par habitant d'environ 0,2 point de pourcentage par an et de 0,15 point de pourcentage pour les économies avancées. Les travaux affirment également que des effets négatifs non linéaires se produisent au-delà du seuil de 90% du PIB.

L'étude empirique nommée « Debt and Growth : New Evidence for the euro area » menée par les chercheurs Baum, Checherita-Westphal & Rother (2013) se base sur 12 pays de la zone euro couvre la période de 1990 à 2010. Ces derniers ont démontré empiriquement que l'impact de l'endettement à court terme sur la croissance du PIB serait positif, mais tendrait vers zéro à partir d'un ratio d'endettement équivalent à 67% du PIB. Concernant les ratios supérieurs à 95% l'impact d'une hausse de l'endettement public s'avère négatif. Inversement, l'étude démontre qu'une réduction d'un déficit excessif aurait des effets positifs sur la croissance du PIB.

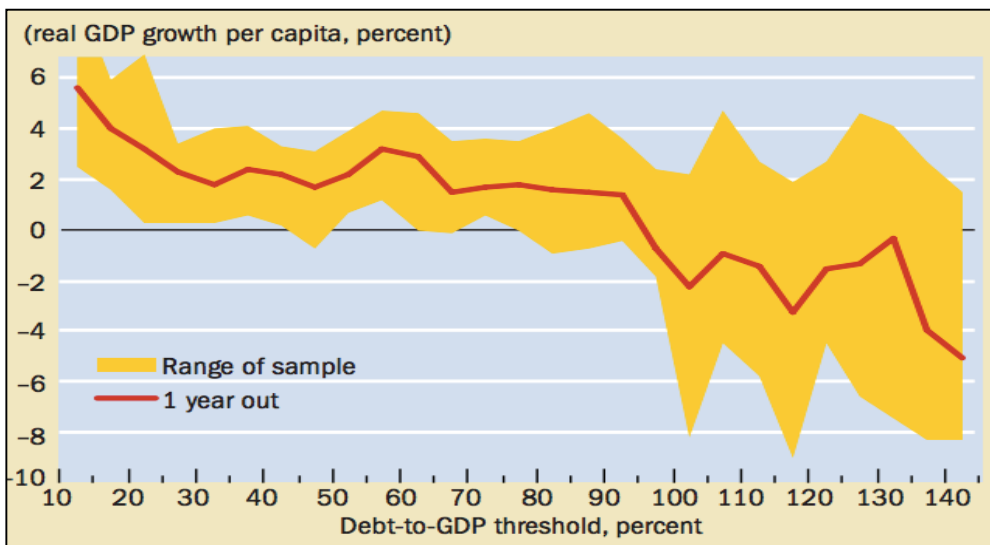
« Growth in a Time of Debt » est sans doute l'étude la plus controversée portant sur les effets d'un endettement public excessif sur la croissance. Cette étude fut réalisée par Reinhart & Rogoff (2010), deux économistes renommés d'Harvard. Elle porte sur 44 pays et couvre une période qui s'étale sur 200 ans. Dans leur étude, les auteurs affirment que la relation entre l'endettement public et la croissance du PIB est faible pour des ratios d'endettement inférieurs à 90% du PIB, mais qu'au-delà de ce seuil, la croissance moyenne du PIB diminue considérablement jusqu'à devenir légèrement négative. Ce qui est à l'origine de la controverse concernant cette étude est que celle-ci fut utilisée par bon nombre de politiciens comme justificatif aux mesures d'austérité. Cette étude fut également reprise par le FMI, organisme qui imposa les mesures d'austérité à la Grèce. Or, l'étude comprenait une série d'erreurs de manipulation de données, faussant ainsi les conclusions qu'elle portait. Herndon, Ash et Pollin (2013) ont donc décidé de reprendre l'étude en corrigeant les nombreuses erreurs commises par Reinhart et Rogoff. Sur base de leurs travaux, sur un échantillon de 20 économies avancées durant

l'après-guerre, pour un niveau d'endettement supérieur à 90% du PIB, la croissance moyenne du PIB réel s'établissait à 2,2% contrairement aux -0,1% annoncés par les deux professeurs d'Harvard. L'étude a donc démontré qu'un ratio d'endettement élevé ne compromettait pas dramatiquement la croissance face à un taux d'endettement plus faible. De plus, l'étude démontre que la relation entre l'endettement public et la croissance économique varie en fonction des périodes et des pays. En d'autres termes, cette étude a réfuté entièrement les résultats qu'ont obtenus Reinhart et Rogoff, ces derniers affirmant qu'au-delà du seuil d'endettement de 90% du PIB, la croissance moyenne devenait négative. Minea et Parent (2012) se sont également attaqués aux travaux de Reinhart et Rogoff. Après leur analyse, ils constatent qu'en moyenne, les pays affichant des taux d'endettement allant de 90% jusque 115% du PIB enregistrent une croissance plus faible que ceux dont le taux d'endettement se situe en dessous de 90% du PIB. Cependant, ils ont démontré que la diminution de croissance moyenne n'était pas statistiquement significative entre les pays affichant un niveau d'endettement inférieur à 90% et ceux dépassant ce niveau, là où Reinhart et Rogoff affirmaient que la croissance devenait négative. De plus, aussi surprenant que cela puisse paraître, ces derniers affirment que la croissance moyenne est supérieure pour les pays affichant un taux d'endettement supérieur à 115% du PIB comparé aux pays affichant un taux d'endettement compris entre 90% et 115%, ce qui une fois de plus diffère massivement des conclusions tirées par Reinhart et Rogoff.

Au-delà des erreurs à proprement parler qui se trouvaient dans les travaux de Reinhart & Rogoff (2010), ces travaux faisaient l'objet d'un certain nombre de limites, comme par exemple le fait que seul l'impact à court terme de l'endettement était étudié, le fait que l'étude était focalisée sur un unique seuil d'endettement (90%) et le fait leur analyse ne s'intéressait qu'aux épisodes durant lesquels et ainsi n'incluait pas les épisodes durant lesquels l'endettement était inférieur à ce seuil. Pour cette raison, Pescatori, Damiano et Simon (2014) ont mené une étude comparable à celle de Reinhart et Rogoff en incluant les éléments qui viennent d'être cités. Ces derniers ont donc considéré différents seuils d'endettement et ont analysé la croissance sur un laps de temps défini, indépendamment de la situation d'endettement des pays. De plus, les effets à moyen terme et à long terme ont été inclus dans leur analyse.

Tout comme Reinhart et Rogoff, les auteurs ont constaté que durant l'année qui suit le dépassement du seuil de 90% du PIB, la croissance du PIB est en moyenne particulièrement faible. Le graphique ci-dessous montre qu'à partir de ce seuil, une augmentation de celui-ci fait chuter le PIB de 2% en moyenne, ce qui est représenté par la ligne rouge sur la figure 3. Cependant, le degré d'incertitude lié aux estimations des chercheurs, représenté par l'aire en jaune est conséquent, ce qui démontre que l'impact d'un dépassement de ce seuil varie énormément selon les pays (Pescatori et al., 2014).

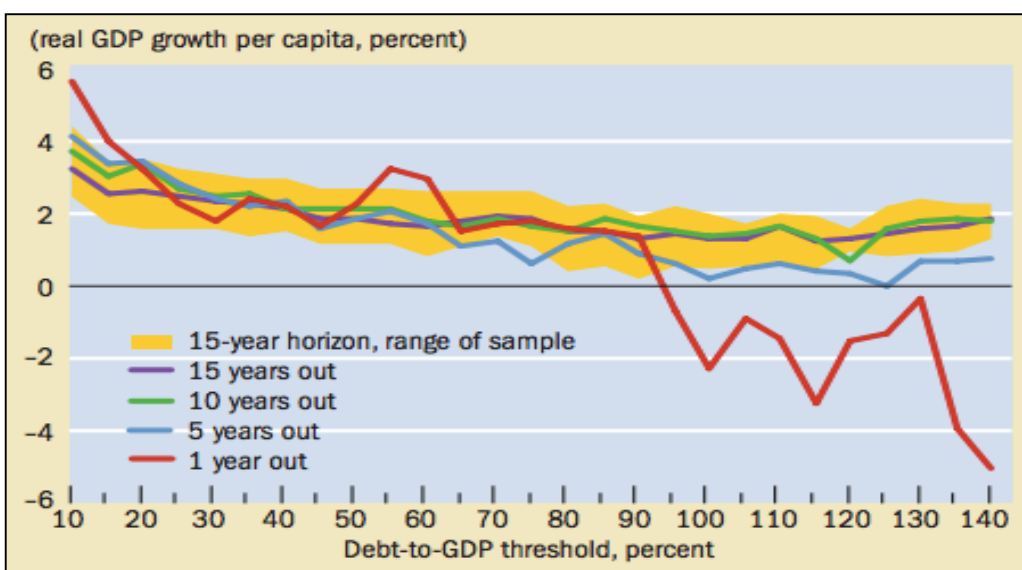
Figure 3 : effets à court terme de l'endettement sur la croissance



Source : FMI

Concernant l'effet à long terme sur la croissance d'un endettement plus élevé, ce dernier tendrait à disparaître au fil des années comme cela est représenté par les flèches de couleur sur la figure 4. De plus, bien que le lien entre la croissance et l'endettement reste présent, il n'y a plus de seuil en particulier avec lequel la croissance se dégrade fortement. L'explication fournie par les auteurs est que l'effet à court terme est temporaire et que c'est la faible croissance qui engendre une hausse de la dette, et non l'inverse (Pescatori et coll., 2014).

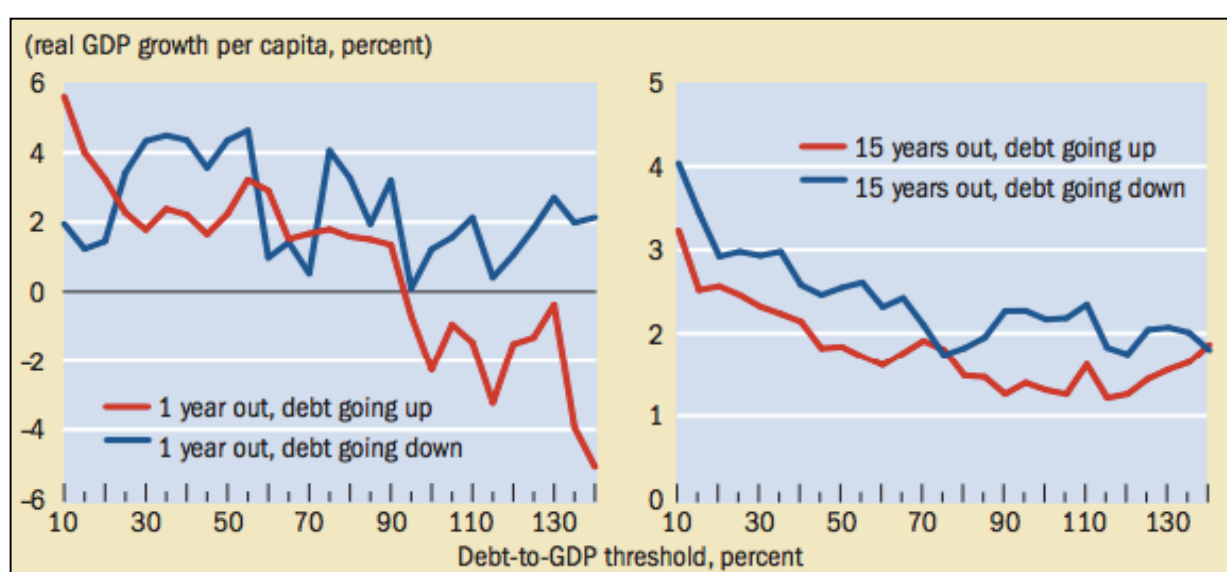
Figure 4 : effets à moyen et long terme de l'endettement sur la croissance



Source : FMI

Les auteurs se sont ensuite penchés sur le cas des pays qui affichaient un niveau d'endettement élevé, mais qui suivaient une tendance baissière. Comme nous pouvons le constater sur la figure 5 ci-dessous, les pays qui présentaient des soldes d'endettement très élevés, allant de 130% à 140% du PIB, mais qui suivaient une tendance à la baisse ont affiché des taux de croissance se situant autour des 2%. Dès lors, il semblerait que l'impact de la dette sur la croissance dépendrait également de sa trajectoire, et qu'il serait alors nécessaire de prendre cette composante en compte pour prédire une croissance future (Pescatori et al., 2014).

Figure 5 : impact du taux d'endettement sur la croissance en fonction de la trajectoire de la dette



Source : FMI

Cette étude amène à la conclusion suivante : les niveaux d'endettement pris isolément ne sont pas en mesure de prédire de manière fiable la croissance future d'un pays. En effet, d'autres facteurs nécessitent donc d'être pris en compte avant d'émettre un quelconque jugement à ce sujet, tel que le laps de temps considéré, le pays, ainsi que la trajectoire de la dette (Pescatori et al., 2014).

2.1.2. Une relation à double sens

Après avoir passé en revue les principales études sur le sujet, Il semblerait qu'un seul des deux aspects de la relation entre endettement public et croissance fût analysé. En effet, ces études se concentraient majoritairement sur l'impact de l'endettement public sur croissance du PIB. Or, la relation inverse existe également, à savoir l'impact d'une récession sur l'endettement public. Cet autre aspect mérite d'être considéré et même d'avoir sa place au cœur des débats économiques.

Nous pouvons décerner deux facteurs explicatifs distincts de l'impact d'une croissance faible voir négative sur le taux d'endettement public. Premièrement, l'endettement public est généralement mesuré sous la forme d'un ratio du PIB. Le PIB se trouvant au dénominateur, un ralentissement ou pire encore, une diminution de celui-ci provoque donc mathématiquement une augmentation de ce ratio. Deuxièmement, en période de récession, l'impact des stabilisateurs automatiques¹⁰ existants se répercute largement sur le déficit budgétaire, alourdissant ainsi le poids de la dette le temps de la récession.

Les nombreuses études qui ont affirmé que le niveau d'endettement pouvait s'avérer très néfaste sur la croissance ont été utilisées bon nombre de politiciens comme base justificative pour leurs mesures d'austérité et d'assainissement budgétaire. Ces mesures, telles que nous les avons connues en Europe après la crise, principalement dans les pays du sud, avaient donc comme objectif une réduction de l'endettement public afin de générer de la croissance. Or, nous venons de voir qu'il existe une relation inverse entre dette et croissance, qui stipule qu'une faible croissance creuse l'endettement. Une prise en compte de cet aspect aurait pu conduire par exemple à des mesures tournées vers la croissance, avec pour objectif de faciliter le remboursement des dettes nationales à plus long terme (Dafermos, 2015).

2.1.4. Réflexion par rapport au cas belge

La revue de la littérature scientifique relative à la relation entre le niveau d'endettement et la croissance montre que cette relation dépend de nombreux facteurs, et que le niveau d'endettement pris isolément n'est pas un bon indicateur de la croissance attendue. Pourtant, les études montrant que l'endettement impacterait négativement la croissance sont nombreuses, même si d'autres analyses empiriques remettent en question ces résultats. Selon l'Agence Fédérale de la Dette (2018), la dette publique belge s'élève aujourd'hui à plus de 391 milliards d'euros, ce qui équivaut à 103,1% du PIB belge (BNB, 2018). D'un point de vue objectif, ce niveau semble élevé, surtout une fois comparé à la moyenne de l'endettement européen qui s'établit aux alentours de 81% du PIB. Cependant, notre taux

¹⁰ Mécanisme budgétaire d'un Etat qui tend spontanément à stimuler, ou freiner, l'activité par la stabilisation des dépenses (prestations sociales...) lorsque les recettes fiscales diminuent en période de ralentissement de la croissance économique et inversement. Les stabilisateurs automatiques les plus courants sont les impôts et les assurances-chômage. <https://www.lafinancepourtous.com/outils/dictionnaire/stabilisateurs-automatiques/>

d'endettement diminue lentement depuis 2014 et notre économie a affiché un taux de croissance de 1,5% en moyenne ces dernières années. Bien que cette croissance soit moins élevée que la moyenne européenne de 2,5%, cela montre qu'un endettement élevé n'empêche pas forcément un pays de croître (Banque Nationale de Belgique, 2018). En prenant en compte ces éléments, le taux d'endettement public belge ne nous semble pas alarmant et ne risque pas de menacer les perspectives de croissance à court terme. Cependant, d'autres facteurs qu'il est nécessaire de considérer, explicités ci-dessous, doivent être pris en compte dans la réflexion.

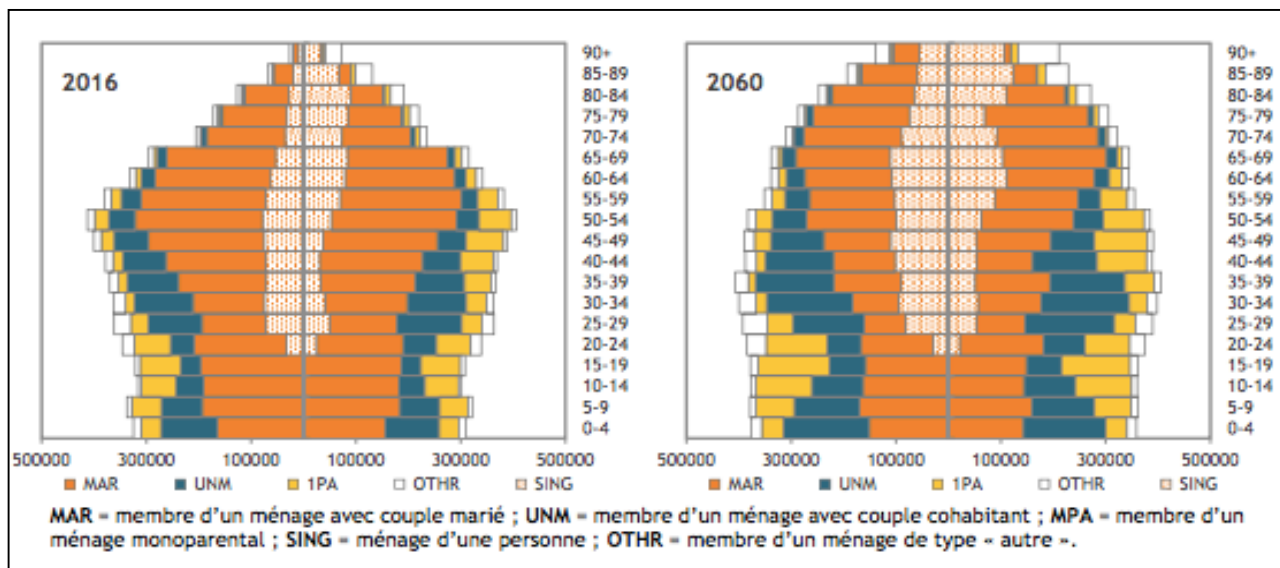
2.2. Évolution de la démographie

2.2.1. Vieillessement de la population

Dans une perspective de court terme, notre réflexion concernant la nécessité de réduire l'endettement public ne nous a pas semblé inquiétante. Dès lors dans les lignes qui suivent, nous adopterons une vision à plus long terme face à la question de réduire cet endettement.

La population belge vieillit. Cette affirmation qui, d'un point de vue social est évidemment une bonne nouvelle, car synonyme de progrès, peut néanmoins poser certaines craintes d'un point de vue économique. Selon le Rapport du Comité national des Pensions (2018), l'espérance de vie à 65 ans d'un(e) homme/femme passera de 17,2 ans en 2013 à 23,3 ans en 2060 et respectivement de 20,6 ans à 25,1 ans pour une femme. De plus, en 2040 nous compterons 780.000 pensionnés supplémentaires en raison de l'arrivée à la retraite des baby-boomers. Cela s'illustre par la forme qu'obtiendra notre pyramide des âges en 2060 comme l'atteste la figure 6 ci-dessous.

Figure 6 : Pyramide des âges de l'année 2016 et projection pour l'année 2060



Source : Bureau fédéral du Plan

Selon un rapport publié par le Comité d'étude sur le vieillissement, le coût des retraites atteindra 12,8% du PIB en 2040, soit une augmentation de 2,3 points de pourcentage¹¹. En d'autres termes, cela signifie qu'en 15 ans, il faudra trouver 9,43 milliards d'euros actualisés pour subvenir aux pensions, et ce sans compter les dépenses additionnelles que peut engendrer le vieillissement de la population, par exemple dans les soins de santé.

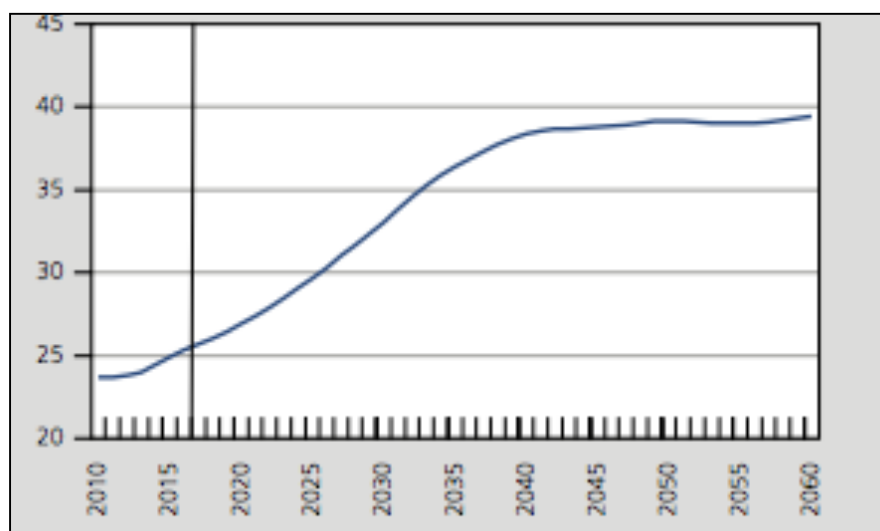
Le vieillissement de la population se traduira par une augmentation du ratio de dépendance des personnes âgées, défini comme le rapport entre les personnes de 67 ans et plus et la population en âge de travailler (18 à 66 ans). En 1995, on comptait environ 5 personnes actives par pensionné, et selon les prévisions ils ne seront plus que 2,5 en 2060. (Melyn, Van Meensel & Van Parys, 2016). Cette évolution est représentée sur la figure 7.

Finalement, une population qui vieillit est une population qui consomme moins, ce qui risquerait d'impacter négativement la demande nominale et donc la croissance. Cette caractéristique d'un peuple vieillissant semble sous-estimée alors qu'elle pourrait sérieusement impacter nos perspectives de

¹¹ Ce scénario inclut le report de l'âge de la retraite à 66 ans en 2025 et à 67 ans en 2030

croissance futures (Colmant, interview personnelle, 14 juin 2018).

Figure 7 : évolution attendue du taux de dépendance économique (exprimé en %)



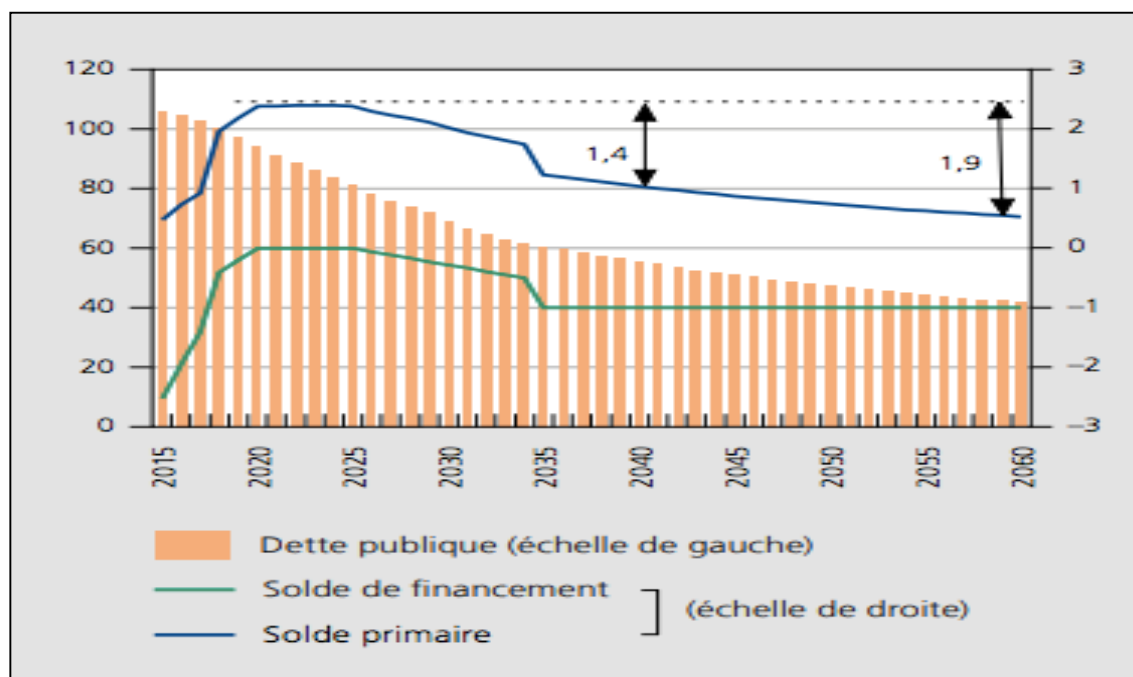
Source : BNB

2.2.2/ Faire face coût du vieillissement de la population

Le meilleur moyen pour l'État de faire face à l'impact qu'aura le vieillissement de la population serait de diminuer son taux d'endettement. Cette diminution permettrait de dégager une marge de manœuvre afin d'absorber ces nouveaux coûts sans que cela se fasse au détriment du déficit budgétaire (Banque Nationale de Belgique, 2017).

Si la Belgique respectait les critères du Traité de Maastricht, à savoir un endettement inférieur à 60% du PIB et un déficit n'excédant pas 3% du PIB à moyen terme, elle pourrait dégager cette marge budgétaire nécessaire au financement du vieillissement de la population. Cette marge résulterait d'une part de la baisse importante des charges d'intérêts que fait subir la dette, et d'autre part d'une meilleure exploitation du solde budgétaire. La figure 8 donne une trajectoire possible de la dette et des dépenses publiques si la Belgique assainissait ses finances comme le prévoient les règlements européens. Précisons tout de même ici que ces chiffres sont des projections qui reposent sur une série de critères de croissance établis par le Comité d'étude sur le vieillissement qui table sur une croissance continue et raisonnable pour la Belgique. Le futur pourrait dès lors bien différer de ces prévisions.

Figure 8 : trajectoire budgétaire du programme de stabilité qui permettrait le financement partiel des coûts liés au vieillissement de la population belge.



Source : Banque nationale de Belgique

Pour faire face à ce constat, le rapport de la Banque Nationale propose une stratégie pour une croissance durable, qui passerait notamment par une stimulation du niveau d'emploi, qui est comparativement aux autres pays de l'UE, faible en Belgique. Le taux d'emploi des personnes de 20-64 ans était de 67,2% en 2015 alors que l'objectif du plan pour l'emploi « Europe 2020 » l'avait fixé à 73,2%. En outre, le taux d'emploi des plus de 55 ans en Belgique est inférieur de plus de 9 points de pourcentage comparé à la moyenne de la zone euro. Il y a donc là une marge de manœuvre conséquente qui pourrait être travaillée notamment par une fiscalité du travail plus avantageuse. Le rapport met également l'accent sur la nécessité d'accroître la productivité au travail. Une manière pour l'État de favoriser sa croissance intensive serait donc augmenter ses dépenses en investissements publics (Melyn et al., 2016). Ces discussions feront l'objet du point 2.2 de la partie 3 de notre mémoire.

2.3. Autres facteurs à considérer

Dans ce point, nous allons prendre en considération d'autres facteurs pouvant influencer les finances publiques belges et le taux d'endettement.

Tant que la dette ne se réduit pas davantage et que l'équilibre du solde budgétaire n'est pas atteint, l'État rembourse une partie de ses dettes en empruntant les montants nécessaires à ces remboursements (Ecalé, 2016). Indépendamment du niveau des taux d'intérêt, au plus un État est endetté, au plus les charges d'intérêts sont élevées. En cas de réduction du taux d'endettement, la part des montants qui ne serait plus utilisée à payer les charges d'intérêts pourrait être destinée à de meilleures fins.

Le risque d'une remontée des taux d'intérêt amplifie la menace d'une dégradation des finances publiques. Bien que la hausse des taux d'intérêt serait atténuée par les stratégies de rallongement de la dette comme nous l'avons vu dans le point sur la soutenabilité de la dette belge, celle-ci provoquerait, en plus d'une augmentation de la charge de la dette, un ralentissement économique, une baisse de la croissance et une réduction de la taille de la base imposable (Bogaert, Interview personnelle, 16 juillet 2018). Lorsque les États consacrent une part trop importante de leurs revenus à servir les intérêts de leurs créanciers, les risques d'une dégradation de leur note attribuée par les agences de notation s'intensifient. Si cette dernière est détériorée, cela peut susciter une hausse du coût de l'emprunt pour l'État et pouvant mener à un effet boule de neige et plonger l'économie dans une récession.

En outre, une série d'incertitudes règne sur le monde et sur l'économie et ces dernières pourraient influencer le niveau de l'économie et d'endettement.

Le climat politique imprévisible et les tensions géopolitiques, dont la présidence de Donald Trump et le Brexit risquent d'impacter le volume d'échanges économiques au sein de la zone euro et en Belgique. Alors que les conséquences qu'aura le Brexit sont encore inconnues, les mesures protectionnistes des États-Unis menacent de faire diminuer les exportations européennes et ravivent la crainte d'une guerre commerciale (Ducourtieux, 2018).

De plus, il est, selon nous, indispensable de tenir compte d'éventuelles obligations financières futures de l'État. Par exemple, la mise en place d'un futur budget européen, l'augmentation du budget alloué à la défense pour lequel des efforts de 1% sont requis selon Bogaert (Interview personnelle, 16 juillet 2018) ou des contraintes sociales pourraient constituer de larges dépenses pour la Belgique et détériorer le solde budgétaire.

Enfin, nous pensons qu'il serait optimiste et dangereux de croire que la conjoncture restera stable au cours des prochaines années. Pour diverses raisons, telles que celles évoquées précédemment, nous ne

sommes pas à l'abri d'une prochaine crise et les crises se soldent toujours par un accroissement de l'endettement. Au cas où la Belgique serait frappée par un nouvel événement macroéconomique négatif, avec un taux d'endettement au niveau actuel, le gouvernement n'aurait qu'une très faible marge de manœuvre au niveau budgétaire pour relancer l'activité ou seulement laisser jouer les « stabilisateurs économiques ».

2.4 Conclusion

Ces risques et incertitudes, dont la variation n'est pas totalement sous le contrôle de l'État, nous conduisent à conclure que de nombreuses contraintes viendront compliquer l'atteinte des objectifs budgétaires et risquent de freiner la diminution déjà assez lente de la dette. Bien que selon nous le niveau d'endettement ne menace pas la croissance, le vieillissement de la population et les autres risques, dont la potentielle remontée des taux d'intérêt, nous amènent à estimer que la nécessité de réduire l'endettement devient réelle, voire même préoccupante.

Pour faire face à l'impact du vieillissement de la population et aux autres risques, le meilleur moyen, est selon nous, de diminuer son taux d'endettement, et ce le plus rapidement possible. Au plus vite notre endettement respectera les critères de Maastricht, au plus vite celui-ci sera apte à réagir à tout type d'imprévu ou de choc. En effet, une diminution de l'endettement semble plus que nécessaire, car elle permettrait de dégager une marge de manœuvre afin d'absorber les nouveaux coûts liés au vieillissement de la population sans que cela se fasse au détriment du déficit budgétaire (Banque Nationale de Belgique, 2017).

Dans cette optique, diminuer l'endettement à rythme plus soutenu qu'actuellement, tant que les perspectives économiques sont bonnes, nous semble donc indispensable afin de pouvoir réagir de la manière la plus optimale aux défis du futur.

Partie III : sortir du désendettement

Dans la partie précédente, nous sommes arrivés à la conclusion qu'il serait judicieux de réduire l'endettement public belge pour faire face aux défis futurs auxquels nous serons confrontés, et ce le plus rapidement possible. Dès lors, cette partie aura pour objectif de proposer des pistes de solutions concrètes afin de désendetter l'État belge. Afin de comprendre dans quel contexte les mesures monétaires que nous proposerons pourraient être mises en place, nous parlerons de celles qui ont été prises depuis la crise jusqu'à présent, de leur impact sur l'endettement public ainsi que des limites qu'elles comportent. Nous émettrons deux hypothèses sous lesquelles la Belgique pourrait se désendetter grâce à l'outil monétaire. Ensuite, nous aborderons une mesure qui permettrait de réduire l'endettement par une réforme du système financier, dénommé « Plan de Chicago ». Du côté des mesures budgétaires, nous évoquerons les bienfaits d'une politique budgétaire expansionniste tournée vers les investissements publics, analyserons la situation de la Belgique à leur égard et proposerons des mesures concrètes visant à favoriser ces investissements. Nous parlerons ensuite de la nécessité d'adopter une politique d'austérité vis-à-vis des dépenses non productives de l'État. Pour ce faire, nous analyserons la composition des dépenses publiques belges et proposerons des mesures concrètes afin de limiter certaines de ces dépenses.

1. Partie monétaire

1.1. LA BCE au sein de l'Union européenne

1.1.1 Le cadre réglementaire de la BCE

La Banque centrale européenne est une entité indépendante qui fixe elle-même ses propres objectifs ainsi que les moyens pour les mettre en œuvre. Ainsi, elle est libre de mettre en place la politique monétaire de son choix sans avoir à suivre d'injonction de la part d'autres institutions. Cependant, elle doit respecter ses principes directeurs et a certaines obligations et interdictions. Par exemple, l'article 123 du traité FUE pose certaines limites à la liberté de la BCE afin qu'elle puisse conserver son indépendance. Selon le Parlement européen (S.d.) « L'indépendance de la BCE est également préservée par les interdictions figurant à l'article 123 du traité FUE, qui s'appliquent aussi aux banques

centrales nationales: interdiction d'accorder des découverts ou tout autre crédit aux institutions ou organes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres.» En effet, la BCE et les banques centrales nationales ne peuvent en aucun cas prêter de fonds aux institutions nationales et régionales. Dans le même ordre, les articles 125 à 128 du traité de Lisbonne stipulent qu' il est interdit d'attribuer une aide financière aux États qui font partie de l'Union. À la base, le but de cette règle était que la BCE ne soit pas perçue comme une association caritative prête à aider n'importe quel mauvais gestionnaire de dépenses publiques en lui prêtant des fonds. Ceci, afin que la BCE ne devienne pas non plus le comptoir d'escompte des dettes souveraines des pays obérés par un déficit trop profond.

L'article 105.1 du traité de l'Union européenne monétaire stipule que l'objectif final de la politique est la stabilité des prix et donc un taux d'inflation faible vacillant autour des 2% (Lecaillon & Le Page, 2013). La poulie pour contrôler le taux d'inflation est le taux d'intérêt directeur¹² dont la variation modifie la structure des taux d'intérêt de l'économie entière (Colmant & Nille, 2014).

1.1.2. Les mesures prises depuis la crise de 2008

Pour maîtriser le niveau de son taux directeur, la politique monétaire européenne utilise principalement les instruments et procédures conventionnels explicités dans la section précédente, à savoir les opérations d'open market, les facilités permanentes et la constitution de réserves obligatoires. Ces politiques influent directement sur les taux pratiqués dans la zone euro, qu'il s'agisse des taux des banques publiques ou privées.

Depuis la crise de 2008, la BCE a mis en place une politique monétaire extrêmement accommodante. Reprenons, en quelques lignes les prémices et l'évolution de cette politique monétaire expansionniste. Durant l'été 2007, le marché bancaire se fragilise notamment par la mise en place de la banque « Bear Stearns » sous le régime de la faillite. Cette annonce fait l'effet d'un pavé dans la mare et déstabilise

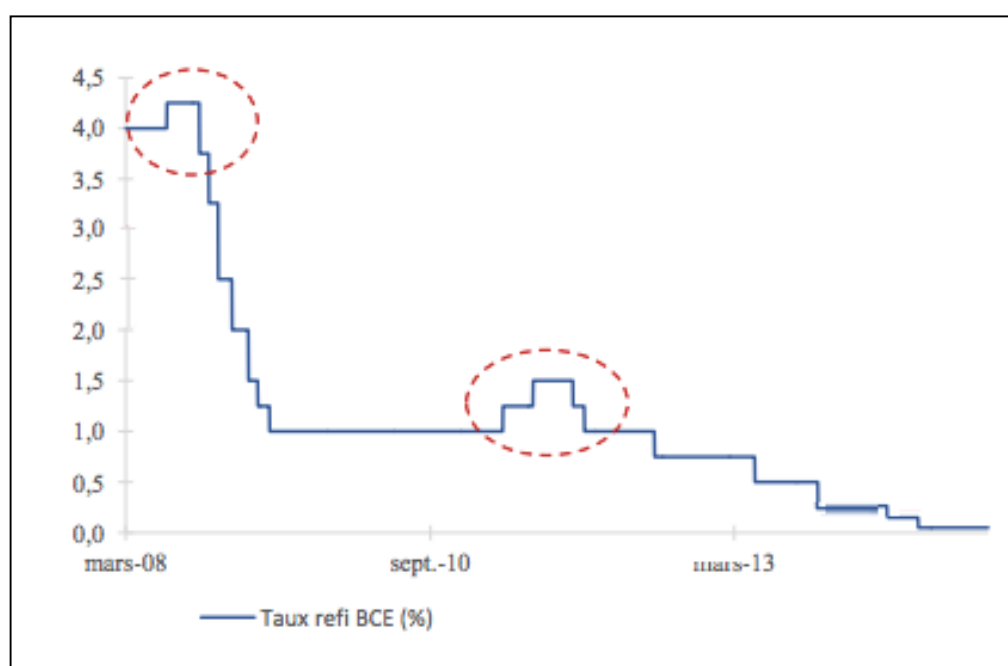
¹² Selon Bforbank (S.d), « les taux directeurs sont les taux d'intérêt court terme fixés par les banques centrales pour piloter leur politique monétaire et par conséquent contrôler la masse monétaire et réguler l'activité économique de leur pays. » Son nom est plutôt évocateur car le taux directeur se répercute en cascade sur l'ensemble des autres taux du marché (Martinache, I. 2018).

très fortement le marché interbancaire jusqu'en outre atlantique. Les banques commerciales gèlent le crédit interbancaire afin de limiter leur exposition aux autres banques, considérées désormais comme à risque. La BCE se voit dans l'obligation d'intervenir sur ce marché afin de fournir des liquidités aux banques dans la nécessité et d'éviter les faillites ; ceci passe par des opérations de facilités permanentes (Fournial, 2015). À partir de la fin de l'année 2008, la BCE diminue son taux directeur de 4,25% à 1% en mai 2009 (Figure 9). D'une part, étant constamment tiraillée entre son objectif primaire de stabilité des prix et l'atténuation des effets de la crise et d'autre part ne prenant certainement pas en compte la pleine mesure de l'envergure de la crise, la BCE décide à deux reprises de remonter son taux directeur afin de soutenir son objectif d'inflation et de ne pas tomber dans la déflation. Cependant, par le gonflement des déficits budgétaires et l'augmentation du poids des charges de la dette, la BCE fait rapidement marche arrière. En effet, désormais, la politique monétaire se doit se trouver au confluent de 3 objectifs : la stabilité du niveau général des prix, la stabilité financière, la soutenabilité de la dette publique (Aglietta, 2014). Durant cette même période, elle réduit également conjointement les taux des facilités permanentes et les taux de refinancement. En 2012, alors que la crise bancaire se répand en une crise des dettes souveraines, la BCE décide d'abaisser le coefficient de réserve des banques de 2% à 1% afin de permettre aux banques de mieux réagir aux variations du marché (BCE, 2016). Entre 2012 et 2016, la BCE continue à abaisser continuellement ses taux et ce jusqu'à atteindre le niveau historique le plus bas. Le taux de refinancement est abaissé à 0% en mars 2016.

Au vu de l'insuffisance de l'efficacité des politiques monétaires conventionnelles, la BCE met simultanément en œuvre des mesures exceptionnelles, à savoir les politiques monétaires non conventionnelles avec un double objectif : un niveau d'inflation cible de 2% et un soutien de la croissance. Dans un premier temps, la BCE commence par annoncer la trajectoire future des taux directeurs, via un pilotage prospectif. Comme nous l'avons vu au point 4.2.2.a. de la partie I, cela impacte les taux dans le sens de son annonce. Ensuite, elle procède à maintes reprises à un allongement des opérations de refinancement et décide de réduire ses exigences des contreparties admissibles, via un assouplissement qualitatif. Parallèlement, la BCE continue de réduire ses taux directeurs et rend les taux d'intérêt de dépôts négatifs, afin d'inciter les banques à octroyer des crédits. Enfin, depuis la fin de l'année 2016, la BCE achète des milliards d'euros de titres de dette souveraine des États sur le marché secondaire avec de la monnaie nouvellement émise par ses opérations de quantitative-easing. Bien que la monétisation des dettes publiques soit contraire au cadre réglementaire de la BCE, la règle est contournée par le rachat de titres sur le marché secondaire. Depuis 2014, la Belgique a elle aussi profité de ces mesures, se voyant racheter près de 60 milliards d'euros de dette. (Catalon, 2017) Comme expliqué au point 4.2.2.b de la partie I, ces achats de titres de dettes n'améliorent pas

directement la solvabilité des États. L'objectif de cette mesure est double. Premièrement, elle vise la relance de la consommation et de la croissance, qui, à terme, impactent favorablement les taux d'endettements publics. Deuxièmement, elle permet la diminution des taux d'intérêt sur les titres publics à un niveau plus faible, et ce par une augmentation de la demande d'obligations nationales et par une diminution de leur risque de défaut. Ces impacts se reflètent généralement par une amélioration de la notation des titres.

Figure 9 : évolution des taux d'intérêt de la BCE entre 2008 et 2016



Source : BCE

1.2 Impact des mesures de la politique monétaire

Dans ce contexte économique difficile, ces mesures monétaires se sont montrées indispensables pour atténuer l'effet systémique de la crise. Les politiques monétaires accommodantes ont été primordiales, dans un premier temps pour diminuer les taux d'intérêt à un niveau extrêmement bas, puis par la suite, pour les maintenir à ce niveau. L'addition des mesures conventionnelles visant un taux d'intérêt proche de zéro et de l'abaissement du coefficient de réserve à 1%, ont contribué à une expansion du crédit et de la consommation.

De surcroît, les instruments non traditionnels ont été utilisés pour pallier le manque de marge de

manœuvre de la politique conventionnelle dans ce contexte de taux d'intérêt déjà très bas. Les taux d'intérêt négatifs, le pilotage prospectif ou « forward guidance » et le quantitative-easing ont été mis en place pour relancer la croissance et augmenter l'inflation jugée à un taux extrêmement bas (Bouillhet & Errard, 2015). Bien qu'il soit difficile de distinguer de manière isolée les effets d'une politique par rapport à une autre sur les taux d'intérêt, l'achat massif de dette publique par impression monétaire, à savoir l'assouplissement quantitatif, a considérablement gonflé le bilan de la banque centrale. Ce phénomène a perpétué la baisse des taux long terme (Aglietta, 2014) et a amélioré la compétitivité de l'Europe de par la dépréciation de son taux de change. Grâce à l'effet du multiplicateur du crédit, l'accroissement de la masse monétaire a aidé la BCE à s'approcher de son objectif d'inflation et à maintenir une stabilité financière. Le lien entre les taux d'intérêt et la dette publique, déjà expliqué précédemment dans la dynamique de l'endettement, est que les taux déterminent le poids de la charge de la dette publique. Afin de diminuer les charges et de faciliter la soutenabilité de la dette souveraine, il est nécessaire de réduire les taux à un niveau le plus bas (Bouillhet & Errard, 2015). Ces mesures expansionnistes ont permis et permettent toujours à la Belgique de maintenir des taux intérêts extrêmement bas qui, de surcroît, peuvent de se financer à moindre coût. (Labye, 2015). De ce fait, la trajectoire non soutenable du ratio d'endettement sur le PIB s'est éloignée du paysage de nombreux pays, dont celui de la Belgique. En effet, la croissance a repris son cours à un taux plus acceptable que par le passé (1,7% en 2017 en Belgique) et le taux d'inflation se rapproche progressivement de son objectif (1,5% en 2017 en zone euro) (BNB, 2018). Face à cette augmentation de l'inflation, la BCE a décidé de mettre un terme à son programme d'assouplissement quantitatif à la fin de l'année 2018 afin de ne pas dépasser son objectif de 2%. Cependant, elle a annoncé que les taux d'intérêt devraient rester historiquement bas aussi longtemps que nécessaire (Gelzis, Koranyi & Canepa, 2018).

1.3 La solution au niveau monétaire : inflation et érosion monétaire

Si la Belgique et d'autres pays devaient se désendetter par des mesures monétaires, cela nécessiterait de mettre en œuvre une politique monétaire extrêmement accommodante amenant de l'inflation. Ceci pourrait se faire par un prolongement de l'application des mesures de politiques monétaires conventionnelles en complément à une augmentation de l'utilisation des mesures non conventionnelles, telles que l'assouplissement quantitatif.

L'inflation et l'hyperinflation ont permis au cours de l'histoire à de nombreux pays de se désendetter. Par exemple, sur la période 1945 à 1980, les taux d'intérêt réels négatifs, dus à l'inflation, auraient

permis aux USA de diminuer leur dette publique de presque 3% du PIB par an. Lors de notre rencontre avec Colmant (Interview personnelle, 14 juin 2018), ce dernier nous a soutenu que l'inflation était selon lui, une des solutions les plus efficaces et un des moyens les plus commodes pour diluer l'endettement dans le temps. Cependant, une dévaluation de la monnaie est contraire aux objectifs de la BCE et est très peu probable dans le contexte d'endettement actuel des pays de l'Euro. En effet, cette solution est réfutée par l'Allemagne et les pays du nord de l'Euro qui ont une grande influence au niveau décisionnel dans l'UE. Selon Henri Bogaert (Interview personnelle, 16 juillet 2018) cela est impensable dans l'environnement économique qu'est le nôtre.

Nous émettons deux hypothèses - très peu plausibles dans le contexte actuel -, sous lesquelles il serait possible de provoquer un changement de politique monétaire. Elles pourraient, par exemple, se produire dans un scénario de nouvelle crise systémique menant à une hausse effroyable de l'endettement des États.

La première hypothèse est celle d'un éclatement de la zone euro ou d'une sortie de la monnaie commune de la part de la Belgique. Bien que presque impensable aujourd'hui, l'histoire enseigne que les alliances ne sont pas éternelles. Le Brexit peut en témoigner. Dans ce cas, le pays ne serait plus contraint par les restrictions européennes, récupérerait sa souveraineté monétaire et pourrait à nouveau battre la monnaie. Ainsi, le pays pourrait à nouveau monétiser sa dette et dévaluer sa monnaie. De surcroît, ceci induirait de l'inflation. Ceci provoquerait une érosion monétaire qui serait bénéfique au débiteur, à savoir l'État et à terme, réduirait l'endettement public. Expliqué comme tel, nous ne prenons cependant pas en compte toutes les externalités négatives que ce scénario engendrerait.

La deuxième hypothèse serait celle d'un changement de l'objectif monétaire de la BCE. Bien qu'elle soit utopiste pour les pays endettés comme la Belgique et irréaliste de manière générale dans le contexte actuel, une augmentation de l'objectif d'inflation initiée par la BCE conduirait, à terme, à une réduction du ratio d'endettement en pourcentage du PIB pour tous les pays de la zone euro. En effet, comme le PIB en terme nominal augmenterait, le ratio d'endettement serait réduit (Bogaert, H., Interview, 2018). Cette inflation pourrait être mise en place par une expansion des mesures monétaires non conventionnelles, telles qu'un accroissement du volume des opérations d'assouplissement quantitatif et un usage du pilotage prospectif. Comme expliqué précédemment, ce rachat massif de dettes étatiques engendrerait, en théorie, une augmentation de la masse monétaire et de l'inflation. Les taux d'intérêt nominaux resteraient extrêmement bas et les taux d'intérêt réels seraient quant à eux

encore plus négatifs, et ce, dû à un écart plus grand entre les taux d'intérêt et l'inflation. Ces effets ne seraient pas sans risque et auraient certainement également de nombreux effets négatifs, tels qu'une perte de pouvoir d'achat et une détérioration de l'emploi. De plus, elles menaceraient l'économie de tomber dans le piège de la trappe à liquidité.

Ces deux hypothèses sont peu probables. En outre, pour une multitude de raisons, il semble inapproprié d'exiger plus d'inflation de notre économie que les 2% cible de l'UE. En voici quelques-unes émises par Colmant (Interview personnelle, 14 juin 2018) : vieillissement de la population, surcapacité des capacités de productions industrielles, gains de productivité liés à la numérisation des processus, absence d'inflation importée, récession, restrictions budgétaires. Une autre raison est qu'à long terme, l'effet de l'inflation sur l'endettement public est nuancé par une augmentation des exigences des créanciers. En effet, selon Bogaert (Interview personnelle, 16 juillet 2018) si la monnaie se dévalue par une inflation ou une dévaluation, les créanciers exigeront un rendement plus élevé de leurs placements et cela se répercutera sur les taux d'intérêt. De ce fait, la charge de la dette croît, est plus conséquente et les effets bénéfiques de ces mesures sur la dette publique sont alors réduits.

La solution monétaire hyper-inflationniste qui pourrait potentiellement être générée par la mise place de politiques monétaires conventionnelles et non-conventionnelles plus prononcées -, ne nous semble donc ni une mesure envisageable, ni une mesure appropriée au cas de l'endettement actuel de la Belgique. Cependant, une inflation raisonnable, aussi faible qu'elle soit, par son intégration à la croissance nominale, nous semble être une bonne solution afin de contribuer à la stabilisation ou la réduction du ratio d'endettement.

1.4 Limites de la politique monétaire de la BCE

La crise a contraint la BCE à réagir aux menaces économiques de manière ferme par des mesures conventionnelles et non conventionnelles. Face à l'instabilité, les effets de ces politiques ont été largement reconnus dans un premier temps et ont permis d'éviter une explosion de l'union monétaire. Cependant, dans un deuxième temps, leurs effets se sont amoindris et ils s'avèrent, à terme, insuffisants et risqués. Selon Le Héron (2016), « *à terme la politique monétaire dont on exige trop n'est pas en mesure d'apporter une réponse à la crise des dettes souveraine et la BCE, unique institution européenne fédérale, ne peut à elle seule faire face à un tel défi* » (Le Héron, 2016). L'instrument principal qu'est le taux d'intérêt est utilisé à son maximum, ce qui ne lui laisse plus aucune marge de

manœuvre en cas de nécessité future. Les politiques non conventionnelles n'ont pas mis fin à la crise ni aux risques de déflation qui pèsent toujours sur l'Europe. De plus, au plus longtemps ces mesures seront utilisées, au plus il sera difficile d'en sortir et d'accroître les taux sans déstabiliser l'économie et augmenter de manière considérable le poids des dettes publiques.

Ces politiques ont (eu) un impact positif sur l'économie européenne, du moins à court terme. Cependant, leurs impacts sur la croissance et l'inflation restent faibles, atténués par les politiques d'austérité encore en place dans de nombreux pays. Dans cette situation, l'Union monétaire, mais pas budgétaire montre la coupure qu'il existe entre les finances publiques nationales et la monnaie.

La crise et le manque d'efficacité des politiques monétaires pour certains pays en difficultés ont fait apparaître les limites de ces dernières. La disparité des objectifs et des besoins entre les pays au sein de l'Union a montré les failles de la monnaie commune. Les pays du Nord et l'Allemagne, dans des situations économiques plus confortables veulent protéger les créanciers alors que les pays du sud voient dans l'objectif de stabilité des prix et dans les mesures d'austérité qui leurs ont été imposées un sacrifice lourd notamment pour la jeune génération.

Dans le contexte actuel de l'Union européenne, la politique monétaire atteint ses limites pour les pays fortement endettés, dont la Belgique. Lorsque les pays détenaient encore leur souveraineté monétaire et qu'ils avaient le pouvoir de battre la monnaie, ils pouvaient monétiser leurs dettes, ce qui augmentait le volume de monnaie en circulation. Cette augmentation de la masse monétaire se faisait au détriment des créanciers, car elle dévaluait la monnaie, mais augmentait la compétitivité du pays. La dévaluation du franc belge de 1982 en est un exemple parfait.

Cependant, maintenant que les pays sont tributaires de la BCE, ils doivent se tourner vers d'autres solutions en complément à la politique monétaire de l'EU, insuffisante au désendettement des États. Comme l'a indiqué Bogaert (Interview personnelle, 16 juillet 2018) lors de notre interview, pour réduire l'endettement public dans le contexte belge et européen actuel, nous n'avons pas d'autres choix que de nous tourner vers des solutions budgétaires.

Dans la suite du mémoire, nous nous intéresserons aux différentes solutions budgétaires qu'il serait possible de mettre en place dans le contexte actuel. Cependant, avant cela, nous proposerons dans le

point suivant une autre solution potentielle au niveau monétaire, appelée « Le plan de Chicago ».

1.5. Le plan de Chicago

La particularité de ce point est qu'il ne représente pas une politique monétaire, mais bien une réforme radicale de notre système financier qui impacterait directement la façon dont est créée la monnaie. C'est pourquoi il nous a semblé logique de l'inclure dans la partie sur les politiques monétaires.

1.5.1. Introduction

La crise financière de 2008 qui a débouché sur une crise des dettes souveraines en Europe quelques années plus tard a relancé le questionnement sur l'origine des crises financières. Déjà au début du 20^e siècle, l'idée selon laquelle le surendettement du secteur privé était la principale cause des crises trotta dans l'esprit de plusieurs économistes. C'est la raison pour laquelle à l'idée d'un système fondé sur des réserves de 100% sur les dépôts vit le jour à cette époque. Cette idée fut reprise dans les années trente notamment par Irving Fischer puis par Henry Simons de l'école de Chicago (d'où le nom « Plan de Chicago ») qui le présenta même au président américain de l'époque Franck Roosevelt. Au cœur de ce plan se trouve l'idée qu'il convient de séparer les fonctions monétaires et financières du système bancaire en exigeant que les dépôts soient couverts à 100% par des réserves auprès de la banque centrale (Grjebine, 2015). Cette idée sera d'ailleurs encouragée plus tard par Maurice Allais, Milton Friedman et James Tobin tous les trois Prix Nobel d'économie (Giraud, 2012).

1.5.2. Fonctionnement

Plus concrètement, ce plan imposait la séparation d'une part, de l'offre de crédit et d'autre part, de la création monétaire. En effet, ces deux mécanismes sont intimement liés via le mécanisme du « multiplicateur de crédit » par lequel les banques créent de l'argent privé en complément de la monnaie fiduciaire créée par la banque centrale. Cette séparation abolirait la faculté des banques de créer de l'argent et donc du pouvoir d'achat nominal par l'intermédiaire du crédit. Ainsi, le monopole de la création et de la gestion de la masse monétaire en circulation resterait dans les mains de la banque centrale. Les banques commerciales ne seraient alors plus que de simples intermédiaires entre épargnants et investisseurs (Giraud, 2012). En enlevant la capacité des banques à générer du pouvoir d'achat, il fallait trouver un autre moyen pour stimuler la croissance nominale. C'est pourquoi ce plan

prévoit que ce sont les gouvernements qui seraient responsables de la création monétaire en finançant leurs déficits non plus via l'endettement, mais par l'impression de monnaie fiduciaire (Turner, 2015).

1.5.3. Les avantages du système

Selon ses partisans, le plan de Chicago présenterait de nombreux avantages comme l'élimination du risque de panique bancaire¹³, la totalité des dépôts étant disponible pour les déposants en permanence. Grâce à cela, nous assisterions à une forte diminution des faillites bancaires. De même, un tel mécanisme empêcherait les banques privées d'accroître excessivement la masse monétaire durant les périodes d'expansion économique et de la réduire durant les périodes de contraction, comme cela s'est produit pendant la dernière crise financière (Grjebine, 2015).

L'avantage le plus pertinent concernant l'endettement public est le suivant : en permettant au gouvernement d'émettre de la monnaie sans intérêt (via l'impression de monnaie fiduciaire), ce dernier n'aurait plus à subir le poids des intérêts sur sa dette, ce qui ferait substantiellement baisser cette dernière. Plus particulièrement, les banques devraient financer leurs réserves auprès du Trésor public. Ce dernier deviendrait alors un créancier net du secteur bancaire. Un moyen pour les banques de financer leurs réserves serait que l'État leur rachète les obligations qu'elles détiennent sur lui, ce qui réduirait substantiellement les taux d'endettement publics. De manière générale, la création monétaire ne passant plus par le canal de l'endettement, l'économie bénéficierait d'une réduction drastique de l'endettement public (Kumhof & Benes, 2012).

Sous un tel système, Milton Friedman ira jusqu'à dire que la mission première des autorités monétaires sera d'injecter de la monnaie quand il y aurait un déficit budgétaire et de réduire la masse monétaire quand il y aura excédent. De ce fait, les dépenses publiques seraient financées dans leur totalité soit par des recettes fiscales, soit par l'émission de titres ne portant pas intérêt (Grjebine, 2015).

¹³ Une ruée bancaire, panique bancaire ou course aux guichets est un phénomène, souvent auto-réalisateur, dans lequel un grand nombre de clients d'une banque craignent qu'elle ne devienne insolvable et en retirent leurs dépôts le plus vite possible (Wikipedia, s.d.)

Récemment, Kumhof et Benes (2012) publièrent une étude intitulée « Le plan de Chicago revisité » soulignant une fois de plus les bienfaits de ce système. En plus des avantages cités ci-dessus, les deux chercheurs du FMI en pointèrent deux autres. Selon eux, ce plan engendrerait des gains de production supplémentaires conséquents, qui résulteraient d'une baisse des taux d'intérêt qui résulterait elle-même d'une baisse du niveau d'endettement global de l'économie. Cette baisse des taux d'intérêt stimulerait l'économie, en particulier les investissements. Ces gains de production découleraient également du fait que, dans notre système financier actuel, nous avons besoin d'un système de contrôle de la dette strict, afin d'être sûrs, ou du moins d'augmenter les chances que la dette émise soit repayée. Or, dans un système où la monnaie pourrait être créée sans passer par l'endettement, nous n'aurions plus besoin d'un tel système de contrôle. Ce serait donc un important coût pour la société, et en particulier pour les banques, qui disparaîtrait. Finalement, le deuxième avantage exprimé par Michael Kumhof serait de pouvoir accroître la quantité de monnaie en circulation sans dépendre de la volonté des banques, supprimant ainsi le risque d'une trappe à liquidité. Nous doutons cependant de ce point, car selon Grjebine (2015), la trappe à liquidité ne résulte pas des choix du secteur bancaire, mais bien de la réticence des ménages et entreprises à investir et à consommer.

1.5.4. Critique du modèle

En limitant la capacité de prêt des banques à hauteur de l'épargne qu'elles perçoivent, beaucoup affirment que l'épargne seule ne suffira pas à répondre aux besoins de financement de l'économie. Cependant le modèle prévoit que si c'est le cas, la banque centrale responsable de la création monétaire pourra toujours accroître ses crédits aux banques et que ces dernières pourraient alors les prêter en retour à leurs clients (Grjebine, 2015).

Il semblerait également que la création de pouvoir d'achat par les banques présente des avantages. En effet, la dette et les banques peuvent être utiles pour mobiliser des financements qui sans elles auraient peu de chance de se produire, comme le financement des investissements de long terme par l'épargne à court terme. De plus, l'instabilité qui résulte de ce type d'opération pourrait bien être le prix à payer pour croître économiquement (Turner, 2015).

Autoriser les États à financer leurs déficits par la création monétaire ferait courir le risque d'une utilisation excessive de cet outil attrayant à première vue. En plus du risque d'abus, le risque d'une mauvaise allocation de ce pouvoir d'achat nouvellement créé qui serait dicté par des considérations politiques de court terme serait non négligeable (Turner, 2015).

En juin 2018, un référendum s'est déroulé en Suisse concernant l'adoption d'un système de réserves à 100% comme décrit ci-dessus, faisant de la Suisse le premier pays à avoir réellement considéré cette réforme du système financier. L'initiative a cependant été largement refusée par le peuple suisse, à hauteur de 75%. L'argument principal contre cette adoption était le suivant : cette réforme, belle en théorie est pour peu dire radicale et reste aujourd'hui encore inexpérimentée en pratique. La majorité des Suisses a donc préféré ne pas jouer aux apprentis sorciers selon les mots du quotidien suisse 20Minutes et se contenter des mécanismes actuels de prévention de crise, à savoir une augmentation des fonds propres des institutions bancaires couplée à une plus large couverture des dépôts en cas de faillite.

Dans le contexte du référendum suisse, plusieurs économistes concernés se sont prononcés sur les conséquences potentielles de l'adoption d'un tel régime monétaire. Parmi eux, le directeur de la Banque Nationale de Suisse a publié un rapport expliquant dans quelle mesure un tel plan nuirait à la Suisse. Selon lui, le régime des réserves à 100% aussi appelé « régime de monnaie pleine » serait une entrave au système de crédit actuel, car il diminuerait considérablement le montant de crédits octroyé. Or, dans la mesure où le crédit est nécessaire à l'économie, cela nuirait fortement à cette dernière. En effet, le crédit permet aux uns d'épargner tout en permettant aux autres d'investir. Cette relation « win-win » entre épargnants et investisseurs rend ainsi notre économie plus dynamique et favorise *in fine* la croissance (Jordan, 2018).

Comme nous l'avons précédemment expliqué, un avantage majeur de la réforme serait d'éliminer tout risque de panique bancaire, plus connue sous le nom de « bank run ». Or selon Jordan (2018), étant donné le caractère improbable de ce phénomène, il semble inutile que la banque détienne en réserve un franc de monnaie banque centrale pour chaque franc déposé auprès d'elle. Finalement, l'auteur met en garde qu'un tel système n'empêcherait nullement la formation de bulles d'actifs pouvant mener à des crises financières. En effet, même dans un système de monnaie pleine, les risques et les rendements peuvent aussi être estimés de manière irrationnelle. Pour faire face à ces risques, des mécanismes tels que les exigences en matière de liquidité et de fonds propres ont déjà été renforcés après l'épisode de la crise de 2008. L'auteur arrive donc à la même conclusion que Turner (2015) énoncée précédemment à savoir qu'il semble utopiste de trouver un régime libéral dépourvu de tout risque de crise. Ce risque semblerait être le prix à payer pour une prospérité à long terme (Jordan, 2018).

Selon Daguet & Baur (2017), la Banque Nationale de Suisse, au même titre que la BCE au niveau

européen ne peut financer les dépenses publiques. Cette séparation entre la politique monétaire et budgétaire présente deux avantages : d'une part, elle évite tout dérapage de la masse monétaire qui risquerait d'entraîner une inflation excessive et indésirable. D'autre part, elle garantit l'indépendance de la Banque centrale vis-à-vis du gouvernement, chose indispensable pour mener à bien une politique monétaire efficace. Sans indépendance, la Banque Centrale subirait d'importantes pressions politiques afin de financer le déficit budgétaire. L'histoire a d'ailleurs démontré que quand une banque centrale et un gouvernement fonctionnent de pair, cela mène à une forte inflation.

Lors de notre interview avec Colmant (Interview personnelle, 14 juin 2018), nous avons abordé le sujet du référendum suisse pour l'adoption d'un plan de Chicago. Selon lui, un tel plan rendrait les banques commerciales désuètes en les privant de leur capacité à créer de la monnaie. Ce plan rendrait publique toute la spontanéité du crédit, ce qui aurait comme conséquence que le nombre de crédits accordés ne dépendrait plus de la demande, mais bien de l'offre, à savoir de la volonté de la Banque Centrale d'en proposer. En acceptant l'initiative « monnaie pleine », la Banque Nationale Suisse aurait garanti toute la monnaie. Par conséquent, le franc suisse serait devenu une monnaie de réserve absolue. En effet, le franc suisse est déjà en partie garanti par de l'or, faisant de lui une monnaie de réserve, du moins en partie. Mais si à cela on ajoute le fait que seul l'État suisse, dans sa souveraineté absolue, peut créer des francs suisses, ces derniers vaudraient théoriquement autant que de l'or. Le peuple suisse ne serait alors pas incité à dépenser cette monnaie, mais plutôt à la conserver, surtout en période de récession. Or une monnaie qui ne circule pas est une monnaie hyperdéflationniste. Un tel scénario serait donc désastreux pour l'économie suisse, en particulier pour ses exportations.

1.5.6. Réflexion personnelle

Le système tel que nous venons de le décrire représente une solution au désendettement des États en permettant à ces derniers de monétiser leurs déficits budgétaires ainsi qu'en les délivrant du poids des intérêts qu'ils subissent sur leur dette. Bien qu'en théorie cela semble être une solution miracle face à cette problématique, un tel système n'a jamais été mis en pratique. Ses effets réels pourraient donc bien différer de ceux annoncés par ses défenseurs. Faute de preuve empirique, il nous semblerait peu prudent de réformer le système bancaire de manière aussi extrême. Selon les mots de Colmant (Interview personnelle, 14 juin 2018), l'introduction d'un tel régime serait une bombe atomique monétaire, idée que nous rejoignons pour le moins au sens figuré du terme, car synonyme de grand changement. En outre, dans un souci de simplicité, nous nous sommes abstenus de parler des

problèmes qui seraient liés à la mise en œuvre de ce système au sein de nos économies ultra-mondialisées, qui ne laisseraient que peu de chances à celui-ci de voir le jour. Néanmoins, cette idée fut soutenue par de nombreux économistes célèbres, parmi lesquels figuraient trois Prix Nobel de l'économie, ce qui ne nous laisse pas de doutes quant aux potentiels bienfaits qu'elle pourrait apporter. Le tout est de savoir si une telle idée serait compatible avec nos modes de fonctionnement actuels, point sur lequel nous doutons.

2. Partie budgétaire

L'objectif de cette partie est de mettre en lumière les principaux leviers dont la Belgique dispose au niveau de sa politique budgétaire qui pourraient favoriser une réduction de l'endettement de manière directe et indirecte. Les points principaux abordés seront les investissements publics, les dépenses non productives et la fiscalité.

2.1. Investissements publics

Une conséquence de la crise financière passée, à savoir l'augmentation des taux d'endettement souverains eu comme résultat une diminution des investissements publics, ces derniers ayant été la cible de coupes budgétaires importantes pour pallier à cette hausse de l'endettement (Boivin, 2014).

Or, après avoir interviewé la plupart de nos intervenants, nous avons constaté que le point sur lequel ces derniers étaient tous d'accord était la nécessité d'accroître l'investissement public avec l'espoir du stimuler la demande à court terme et surtout la croissance potentielle à plus long terme. Bien qu'une relance de l'investissement pourrait accroître notre taux d'endettement public à court terme, cet effet devrait s'il s'avère productif, permettre de rembourser la dette ultérieurement via un accroissement des rentrées fiscales découlant elles-mêmes de la croissance économique attendue.

2.1.1. Définition et champs d'application

Crevits, Melyn, Modart, Van Cauter et Van Meensel (2017) définissent les investissements publics de la manière suivante :

« Les investissements publics sont définis comme des investissements bruts en actifs fixes effectués par l'administration publique. Ces investissements bruts correspondent au solde des immobilisations acquises et vendues par l'autorité fédérale, la sécurité sociale, les communautés et régions ou l'administration publique locale. Par immobilisations, on entend par exemple les bâtiments, les constructions, les moyens de transport, l'infrastructure dans le

domaine de l'informatique ou de la télécommunication, les mécanismes d'armement, les dépenses R&D, etc. » (Crevits et al., 2017).

Des définitions plus larges existent, notamment en incluant les subventions d'investissement octroyées par l'État au secteur privé à but non lucratif tels que les hôpitaux et maisons de retraite. Cependant, nous nous limiterons aux investissements publics à proprement parler, c'est-à-dire aux investissements bruts en actifs immobilisés.

Selon les termes utilisés en comptabilité nationale, l'investissement public est défini comme étant la formation brute de capital fixe réalisée par le secteur public. L'institut national de la statistique et des études économiques (Insee, 2016) définit la formation brute de capital fixe (FBCF) comme étant égale aux acquisitions diminuées des cessions d'actifs fixes réalisées par les producteurs résidents. Cette formation de capital est dite « brute », car elle ne déduit pas le coût du capital fixe, c'est-à-dire sa dépréciation résultante de son usure. Il convient dès lors parfois de parler de formation nette de capital fixe, car cela correspond uniquement aux nouveaux investissements et non au renouvellement des actifs fixes existants (Lecuivre & Bogaert, 2017).

2.1.2. Les effets de l'investissement public

Dans leur rapport publié par la Banque Nationale de Belgique, Melyn, Schoonackers, Stinglhamber et Van Meensel (2016) énoncent les impacts macroéconomiques à court et à long terme d'une hausse de l'investissement public ainsi que les canaux par lesquels ces impacts sont transmis :

- À court terme, un accroissement du capital public qui revête la forme d'une dépense stimule la demande, qui stimule à son tour l'appareil de production. Il en résulte de la valeur ajoutée dans l'économie qui se traduit en une hausse des revenus. En d'autres termes, un tel accroissement se traduit en une hausse directe du PIB (Melyn et al., 2016, p.116).
- À long terme l'investissement public n'agit plus sur la demande, mais bien sur l'offre en augmentant la productivité globale du pays. En effet, « c'est cette externalité positive qui fait des investissements publics un instrument de politique économique très efficace pour obtenir une croissance économique durable à long terme » (Melyn et al., 2016, p.116).

Au-delà des effets purement macroéconomiques qui viennent d'être énoncés, l'investissement public présenterait d'autres caractéristiques intéressantes. En effet, dans une étude du FMI portant sur les effets de l'investissement public dans les économies avancées, Abiad, Furceri et Topalova (2015) ont

démontré qu'une hausse de l'investissement public financé par endettement serait souvent suivie d'une baisse du niveau d'endettement en pourcentage du PIB. En effet, l'augmentation de la production résultant de l'investissement serait plus élevée que l'augmentation de la dette contractée pour le financer. Les trois chercheurs affirment également que le cycle économique joue sur l'effet de l'investissement public, ce dernier étant plus prononcé en période de basse conjoncture. Leur impact sur le PIB dépendrait également de leur qualité et efficience, les auteurs affirmant donc que l'aspect qualitatif primerait sur le quantitatif. Finalement, les auteurs recommandent d'opter pour un financement par endettement plutôt qu'un financement neutre, indépendamment du niveau initial d'endettement du pays. Ces résultats diffèrent cependant de ceux obtenus par Makuyana et Odhiambo (2016) vis-à-vis du mode de financement de l'investissement. Selon ces derniers, le financement par endettement des infrastructures publiques aurait des effets négatifs sur l'investissement privé pour les raisons suivantes : premièrement, l'accroissement du déficit qui en résulterait impliquerait éventuellement une hausse future des impôts, diminuant ainsi le retour sur investissement des projets émanant du privé. Ensuite, les ressources financières n'étant pas illimitées, un financement par endettement impliquerait forcément moins de ressources disponibles pour le privé. Nous doutons cependant de ce dernier point étant donné que l'offre de crédit est actuellement supérieure à la demande, ce qui est reflété par les taux extrêmement bas (Houth, 2012).

En fait, l'impact d'une hausse de l'investissement public dépendrait de la relation entre ce dernier et l'investissement privé. En effet, si l'investissement public est en concurrence avec le privé, alors il impactera négativement ce dernier via un effet de substitution. Cela se produit lorsque l'État investit au sein du secteur commercial, secteur dans lequel le privé est reconnu comme plus performant. Ces projets commerciaux publics sont d'ailleurs souvent caractérisés par de lourdes pertes que l'État essaie tant bien que mal de combler. Il en résulte donc un gaspillage de ressources. Inversement, si l'investissement public est complémentaire au secteur privé, il devient grandement bénéfique à ce dernier en augmentant son rendement marginal via la réduction des coûts auxquels font face les entreprises. Cette relation de complémentarité entre le public et le privé concernerait surtout les investissements en infrastructure. En effet, investir dans le transport, l'approvisionnement énergétique et la communication augmenterait les capacités de production et produirait des effets d'agglomération. Ces effets d'agglomération donneraient lieu à de fortes économies d'échelles, ce qui augmenterait la rentabilité des investissements privés (Melyn et al., 2016). Un rapport du Fonds Monétaire International pointe également du doigt ces nombreuses externalités positives qu'engendrent les investissements en infrastructure. De plus, il insiste sur l'importance de la qualité de ces derniers, et encourage par conséquent les pays à améliorer leur processus de prise de décision afin de

n'entreprendre que les projets à grande efficience (Abiad, 2014).

En résumé, l'impact macroéconomique de l'investissement public serait positif sur le PIB à condition que l'effet de complémentarité surpasse l'effet de substitution (Melyn et al., 2016).

De nombreuses études ont été réalisées pour savoir lequel de ces deux effets dominait, et les résultats sont assez divergents. En effet, ces derniers dépendent de plusieurs facteurs, tels que la méthode statistique utilisée, la taille et la provenance de l'échantillon, la période couverte et le degré de développement des économies considérées. Également, ces résultats peuvent varier en fonction de la nature des investissements, de leur mode de financement ainsi que de la politique monétaire mise en place (Melyn et al., 2016).

L'étude qui nous semble la plus pertinente dans le cadre de ce mémoire fût menée par Dreger & Reimers (2014) et porta sur douze pays de la zone euro incluant la Belgique et couvrant la période de 1991 à 2012. Les auteurs de cette étude sont arrivés à la conclusion que le manque d'investissement public serait en partie responsable du manque d'investissement privé et de la faible croissance des pays de la zone euro, ce qui laisse entrevoir l'existence d'une relation positive entre les deux. Ils encouragent dès lors les pays à faible niveau d'investissement public à remédier à cela afin d'augmenter leurs perspectives de croissance.

Afin d'avoir une idée chiffrée de l'impact d'une hausse de l'investissement public sur l'investissement privé, il convient de considérer l'élasticité de la production au stock de capital public. En effectuant une méta-analyse portant sur la quasi-totalité des études existantes sur ce sujet, Bom et Lightart (2009) parviennent à mesurer cette élasticité. Cette dernière serait de 0,08 à court terme et de 0,12 à long terme, signifiant qu'une hausse de 1% du stock de capital public entraînerait une hausse de 0,08% du PIB à court terme, et de 0,12% du PIB à long terme.

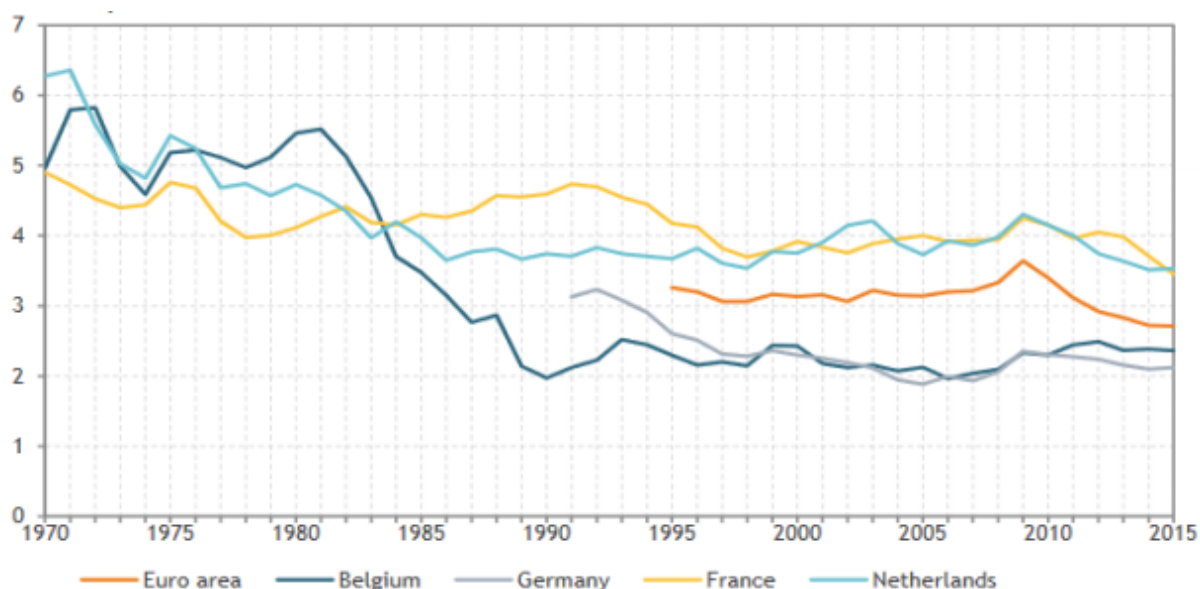
Nous sommes maintenant en mesure d'affirmer que les investissements publics sont pourvus de nombreux bienfaits en matière de croissance entre autres via les externalités positives qu'ils peuvent avoir sur le secteur privé. Selon nous, ils permettraient de réduire l'endettement de deux manières : via une hausse de la croissance, qui réduirait mathématiquement notre ratio d'endettement, et par une hausse des recettes de l'État découlant de la hausse de la croissance.

2.2. Le cas de la Belgique

2.2.1. Situation au niveau de ses investissements publics

Cela fait des dizaines d'années que la Belgique fait partie des mauvais élèves de l'Union en matière d'investissements publics. En effet, son taux d'investissement est passé de 5% du PIB en 1970 à 2,5% à la fin des années quatre-vingt et a oscillé entre 2 et 2,5% jusqu'à nos jours, comme représenté sur la figure 10 ci-dessous. Ces niveaux sont inférieurs à la moyenne européenne qui s'établit à environ 3% (Lecuire & Bogaert, 2017).

Figure 10 : évolution du taux d'investissement belge : comparaison avec d'autres états membres de la zone euro

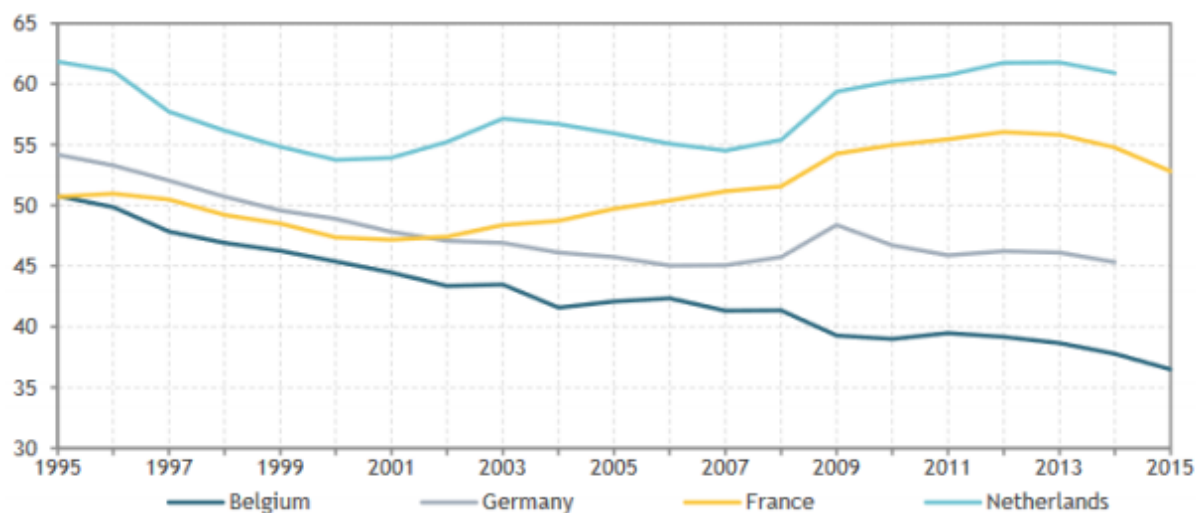


Source : Lecuire & Bogaert (2017)

Un autre constat qui reflète le manque d'investissement public en Belgique est que depuis 1995, l'investissement nouveau compense à peine l'amortissement des actifs existants. Par conséquent, la formation nette de capital fixe telle que définie précédemment a été pratiquement nulle, voire même négative, ces dernières années. Alors que le stock net de capital public représentait 51% du PIB en 1995, il est descendu à 36,5% du PIB en 2015, comme le montre la figure 11. Ceci a comme conséquence une dégradation des actifs existants et donc une diminution de leur qualité (Lecuire & Bogaert, 2017). Or dans le point précédent, nous avons justement souligné le fait que l'impact positif d'un investissement public sur l'économie dépendait fortement de sa qualité. C'est une des raisons qui

nous pousse à croire qu'il conviendrait d'augmenter le taux d'investissement public belge pour stimuler la croissance et ainsi réduire le ratio d'endettement.

Figure 11 : évolution du stock net de capital public belge : comparaison avec d'autres états membres de la zone euro



Source : (Lecuire & Bogaert, 2017)

Dans leur rapport sur l'investissement public, Lecuire & Bogaert (2017) estiment également qu'il serait opportun pour l'État belge d'investir davantage étant donné, d'une part de la faible croissance que nous connaissons actuellement, et d'autre part de ses nombreux effets positifs sur l'économie, que nous avons soigneusement développés au point précédent. De même, lors de notre entretien avec Colmant (interview personnelle, 14 juin 2018), ce dernier nous a expliqué que, étant donné le contexte des taux d'intérêt extrêmement bas que nous connaissons actuellement, il serait judicieux d'accroître nos dépenses productives tant que ces taux d'intérêt sont inférieurs au taux de croissance du PIB.

En 2017, le Bureau fédéral du Plan a réalisé une simulation de l'effet d'un accroissement permanent des investissements publics de 0,5% du PIB sur la croissance belge. Les résultats de cette simulation sont les suivants : la croissance du PIB augmenterait de 0,24% dès la première année, alors que la croissance additionnelle serait de 2,77% après 20 ans. Les résultats de la simulation varient en fonction du moyen de financement utilisé. Si l'investissement est financé par une hausse de l'impôt sur le travail, alors l'effet sur la croissance sera le plus faible. Si le financement est budgétairement neutre, l'effet à court terme est quasi nul, et l'effet après 20 ans culmine à 2,43%. En revanche, si le capital public est financé par emprunt, la hausse de croissance à long terme atteindrait 2,69%. C'est donc bel

et bien cette voie qui offrirait les meilleures performances en termes de croissance économique (Kegels, 2017). Cependant, un financement par emprunt augmenterait inévitablement notre taux d'endettement et pourrait dès lors accroître le coût de la dette, conséquence directe d'une hausse de la prime de risque demandée par le marché (Lecuire & Bogaert, 2017). C'est la raison pour laquelle nous défendons l'idée que cette hausse de l'investissement devrait s'accompagner d'une baisse des dépenses non productives de l'État, tout en étant financée par emprunt. Un point sera consacré au sujet des dépenses non productives de l'État ultérieurement.

Alors que nous connaissons désormais le haut potentiel de croissance que peuvent amener les investissements en infrastructure, il semblerait que la situation de la Belgique en la matière soit trop faible. Par exemple, les dépenses en infrastructures ne représentaient que 0,6% du PIB en 2014, alors qu'elles représentaient 1,3% du PIB en France et 1,6% aux Pays-Bas. Toujours en 2014, la part des dépenses en infrastructure représentait 26,1% des dépenses totales en investissements de l'État, alors que cette part représentait 35,4% des dépenses publiques au sein de la zone euro. Cette faiblesse au niveau des infrastructures accentuerait leur dégradation, et pèserait sur le potentiel de croissance à long terme de la Belgique. Finalement, ce faible niveau d'infrastructure pourrait s'avérer néfaste à long terme au niveau de l'endettement public. En effet, « cette dégradation représenterait une dette cachée pour les générations futures » (Lecuire & Bogaert, 2017) .

2.2.2. Suggestion de mesures visant à favoriser l'endettement public

2.2.2.a. L'adoption d'une règle d'or des finances publiques à l'échelle européenne

Comme il a été dit précédemment, bien qu'une hausse de l'investissement public semble souhaitable de par ses nombreux bénéfices, son financement par emprunt augmenterait très certainement notre déficit et notre taux d'endettement, ce qui n'est pas possible à cause des règles budgétaires présentes au sein de la zone euro auxquelles notre pays doit se soumettre. Pour cette raison, de nombreux économistes prônent l'adoption d'une règle d'or des finances publiques version britannique. Selon les mots de Dupré (2012), cette règle d'or à l'anglaise implique que « sur le cycle économique, le gouvernement va emprunter uniquement pour investir et non pour financer les dépenses courantes ». En d'autres termes, avec l'adoption d'une telle règle, les gouvernements pourraient financer leurs investissements publics par le déficit, mais devraient être à l'équilibre au niveau de ses dépenses structurelles. Dans les prochaines lignes, nous ne remettons en aucun cas en question l'existence des

règles budgétaires présentes au sein de la zone euro. Au contraire, nous sommes d'avis que de telles règles auraient probablement empêché les épisodes de folie budgétaire de se produire, comme cela s'est passé dans les années septante en Belgique et pour lesquels nous en payons encore le prix à l'heure actuelle. L'argumentation qui suivra aura donc pour but non pas de les supprimer, mais bien de proposer des solutions pour les améliorer.

Les arguments les plus courants en faveur de l'instauration d'une telle règle sont les suivants : d'une part, économiquement parlant, les investissements publics ont pour vocation d'accroître la production potentielle, et donc les recettes fiscales à terme. Ce faisant, ces derniers ne devraient donc pas être financés avec les recettes courantes, mais bien avec les recettes futures qu'ils devraient engendrer. D'autre part, socialement parlant, il est souhaitable de garantir l'égalité intergénérationnelle. Autrement dit, le bénéfice que peut apporter un investissement public s'étale sur un grand laps de temps, touchant parfois plusieurs générations. Financer ces dépenses par l'endettement permettrait ainsi de répartir leurs coûts dans le temps. En d'autres termes, l'investissement serait financé plus équitablement par ses bénéficiaires (Melyn et al., 2016).

Minea et Villieu (2013) défendent l'idée que les règles budgétaires devraient tenir compte de la composition des dépenses publiques. Ces derniers affirment que les règles budgétaires établies au sein de la zone euro telles que le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) restreignent les dépenses en investissement public durant les périodes de basse conjoncture. Cette affirmation découle du fait que, en période de récession, les dépenses en investissements d'un État sont plus facilement comprimables que ses dépenses de fonctionnement. Or nous l'avons vu, ces investissements sont particulièrement efficaces durant ces périodes, car ils permettent de combler le « trou » au niveau de la demande à court terme tout en accroissant la croissance potentielle, c'est-à-dire les perspectives de croissance à long terme. À ce propos, Creel, Laurent, et Le Cacheux (2007) estimaient que cette absence de considération au niveau des dépenses en investissements publics au sein du PSC représente « *l'un de ses plus graves défauts, probablement celui dont les conséquences pèsent le plus sur la croissance à long terme de la zone euro* » (Creel et al., 2007, p.272). C'est la raison pour laquelle, début 2011, plusieurs réformes ont vu le jour afin d'améliorer les règles de gouvernance budgétaire européennes, dont le dénommé « Six pack ». Dans le volet préventif du PSC, les États membres doivent converger

vers leur Objectif à Moyen Terme (OMT)¹⁴ respectif, impliquant le principe d'équilibre budgétaire. Avant ces réformes, l'effort d'ajustement vers cet objectif structurel était seulement basé sur les développements au niveau du solde structurel. Avec l'introduction du « Six pack », l'effort à consacrer dépend également de l'évolution de la croissance des dépenses. Désormais, l'accroissement annuel des dépenses publiques ne peut franchir un certain taux de référence pour la croissance potentielle à moyen terme de l'État considéré, tant que ce dernier n'a pas atteint son OMT. Cette nouvelle composante du pacte budgétaire européen a pour but d'éviter qu'une augmentation des recettes due à une embellie économique (donc non structurelle) ne serve à financer des dépenses nouvelles qui, une fois introduites, seraient difficilement réductibles. C'est ce qu'il s'est produit dans les années précédant la crise de 2007-2008, où les recettes exceptionnelles dues au boom des actifs immobiliers ont poussé les gouvernements à introduire de nouvelles dépenses qui, une fois le climat économique dégradé, se sont avérées difficiles à réduire, augmentant ainsi la charge sur le déficit (Didderen, 2014). À titre d'exemple, en 2007, l'Espagne avait une dette publique de 35,6% du PIB et sept années plus tard, la dette espagnole a dépassé le seuil des 100% du PIB (Eurostat, S.d.). En ne prenant en compte que l'évolution du solde structurel, l'ancien PSC n'a pas permis de se rendre compte que ces nouvelles dépenses reposaient sur des recettes insoutenables. Ces réformes ont été mises en place pour contrer ce risque en prenant en compte la manière dont les dépenses sont financées (Didderen, 2014). De même, en 2012, le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG) consacre un point sur l'adoption d'une règle d'or par les États membres, ce qui était déjà le cas avec le « Six pack », à l'exception que le TSCG rend l'inscription d'une règle d'or obligatoire dans le droit national des États membres, ce qui n'était pas encore le cas avec les mesures présentes dans le « Six pack » (Jurion, 2013). Cela montre que le principe de la règle d'or, à savoir l'équilibre budgétaire, est désormais bien implanté au niveau européen, sans pour autant inclure une clause relative aux investissements publics.

Dans son livre intitulé « La dette publique : comment s'en débarrasser », Grjebine (2015) supporte également l'idée selon laquelle il est nécessaire de prendre en compte la composition des dépenses des États. En effet, à accroissement de l'endettement public égal, il conviendrait de savoir si celui-ci provient de dépenses de fonctionnement excessives ou de dépenses servant à préparer un meilleur avenir pour la nation. S'il s'avère que ces dépenses sont bel et bien productives, alors la valeur ajoutée qu'elles créeraient devrait faciliter le remboursement futur des dettes qu'elles ont nécessité pour être

¹⁴ « L'OMT est un objectif de solde de financement défini en termes structurels et est spécifique à chaque pays » (Didderen, 2014, p.54)

financées.

Finalement, Grjebine (2015) soutient que les États devraient se comparer à des entreprises et non à des ménages. La métaphore est la suivante : « un ménage qui verrait ses revenus diminuer devrait en toute logique réduire ses dépenses. Encore serait-il plus judicieux d'investir dans l'espoir d'augmenter ses rentrées à terme. Ce dernier point est particulièrement vrai dans le cas d'une entreprise : celle qui diminue drastiquement ses dépenses parce que ses ventes ont diminué au lieu d'investir est pour le moins sur une mauvaise pente ». L'effet de levier que représente l'endettement s'applique également dans le cas d'un État, tant qu'il est utilisé pour financer des dépenses productives, et non des dépenses de fonctionnement. Vu de cet angle, il semble donc logique de recourir au déficit budgétaire pour financer les dépenses en investissements d'un État. On entend souvent dire que l'endettement public sacrifierait les générations futures. L'inverse peut également avoir du sens : un pays qui stagnerait au lieu d'investir sacrifierait l'avenir (Grjebine, 2015).

Des formes édulcorées de règle d'or ont également fait surface dans le débat politique ces dernières années. Une première idée serait d'autoriser les États à présenter des déficits de financement limités à hauteur du montant des dépenses en investissements bruts. En permettant cela, la rigueur budgétaire serait appliquée là où elle devrait l'être, à savoir sur les dépenses courantes. Un autre scénario qui serait envisageable, serait une règle qui prendrait en compte la conjoncture, et autoriserait d'augmenter le déficit structurel à hauteur des investissements nets durant les conjonctures défavorables, et d'appliquer les règles PSC telles que nous les connaissons en durant les périodes de croissance. Une dernière possibilité serait de soustraire du déficit des administrations publiques, les amortissements des investissements existants, le rendant ainsi plus souple vis-à-vis des investissements nouvellement entrepris (Melyn et al., 2016) .

Face à tous ces arguments, l'adoption d'une règle d'or qui inclurait une clause spécifique aux investissements publics nous semble donc nécessaire si l'on veut stimuler durablement la croissance. Cependant à l'heure actuelle, les traités européens en vigueur limitent la capacité des États membres à user des bienfaits de ces investissements. Nous sommes bien évidemment conscients qu'il sera difficile de parvenir à une règle au niveau européen qui permettrait un accroissement des déficits compte tenu de la rigueur budgétaire imposée par l'Allemagne. Néanmoins, cette idée de règle d'or nous paraît être une mesure efficace pour désendetter les États à long terme.

2.2.2.b. Le plan Junker

En 2014, un plan pour favoriser l'investissement qui porte le nom de « Plan Juncker » fût présenté par la Commission et entra en vigueur l'année suivante. Concrètement, ce plan a pour but d'adoucir les règles présentes dans le Pacte de Stabilité et de Croissance vis-à-vis des investissements, avec comme objectif d'encourager les politiques budgétaires des États membres qui sont tournées vers la croissance. En effet, ce plan autorise les États membres à s'écarter temporairement de leurs objectifs à moyen terme dans le cadre du Pacte de Stabilité et de Croissance, constituant ainsi un premier pas vers une règle d'or budgétaire à l'anglaise. Cependant, les règles très strictes pour activer cette clause propre aux investissements nous éloignent de cette règle d'or. En effet en 2016, seule la Finlande remplissait les conditions nécessaires pour activer cette clause (Melyn et al., 2016).

2.2.2.c. Plan d'investissement du gouvernement Michel

Pour pallier au faible taux d'investissement qui caractérise l'économie belge depuis les années nonante, le gouvernement Michel s'est lancé en 2016 dans un vaste plan d'investissement qui culminera à 9 milliards d'ici 2020 (Mathieu, 2018). Le but de ce plan est clair : doper la croissance belge via une hausse des gains de productivité pour faire face au défi du vieillissement de la population. En effet, selon le premier rapport du Comité stratégique (2017), organisme en charge du pilotage de ce plan d'investissement, la croissance belge actuelle qui s'établit à environ 1,5% ne suffira pas à relever ce défi. Ce plan d'investissement vise plusieurs secteurs clés (voir annexe 4) dont celui qu'est l'infrastructure, avec comme importante mesure l'achèvement du Réseau express régional (RER). Après avoir revu la littérature scientifique relative aux bienfaits de cette catégorie d'investissement, nous recommandons à la Belgique de poursuivre la mise en œuvre de ces mesures, dans l'espoir d'accroître significativement la croissance du pays et ainsi faciliter le remboursement des dettes contractées dans le passé.

2.2.2.d. Contribution personnelle

On pourrait imaginer un système où les états, pour pouvoir financer leurs emprunts par le déficit et donc déroger au PSC, devraient soumettre leurs projets d'investissement publics à un organisme européen qui aurait pour mission d'évaluer le potentiel de croissance de ces investissements et qui déciderait si oui ou non l'investissement pourrait sortir du cadre du PSC. Cet organe serait politiquement indépendant et constitué d'experts en la matière. De ce fait, les projets dont le bénéfice

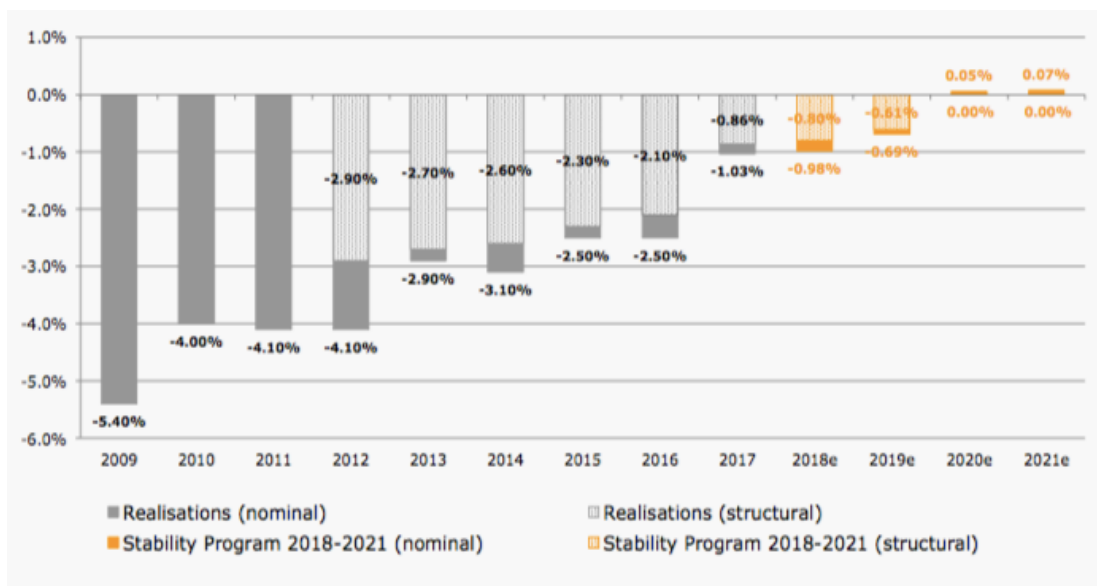
serait jugé comme trop incertain ou trop faible seraient écartés, laissant place uniquement aux projets à haute valeur ajoutée pour les états, ce qui limiterait le risque d'un accroissement non désirable des déficits nationaux. Inversement, on pourrait mettre en place des comités nationaux et européens qui conseilleraient les États membres au niveau du choix et de la mise en œuvre de leurs investissements.

2.3. La discipline budgétaire

Dans le point précédent, nous avons évoqué à maintes reprises le besoin d'accroître les dépenses productives de notre pays, en vue de stimuler sa demande et d'accroître son potentiel de croissance pour faciliter le remboursement de sa dette ultérieurement. Dans notre argumentation, nous avons insisté sur le fait qu'il ne devait s'agir que de dépenses productives et non de dépenses de fonctionnement. Ces dernières feront l'objet d'une attention particulière dans les lignes qui suivent.

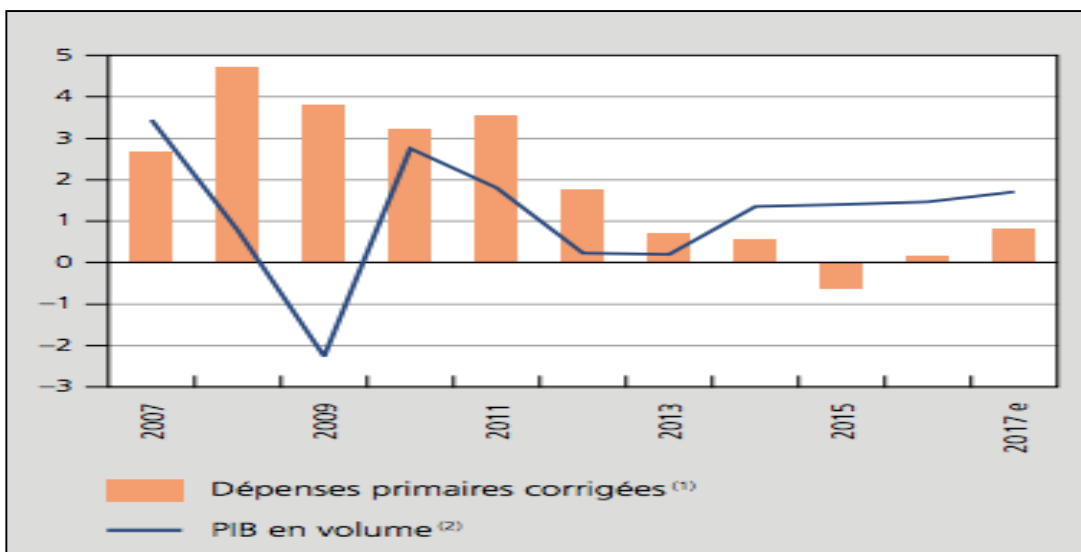
Selon Henri Bogaert (Interview personnelle, 16 juillet 2018), la condition à respecter au niveau budgétaire en vue d'une réduction du niveau d'endettement se joue au niveau du solde structurel de l'État. Cette condition impliquerait d'avoir un solde structurel au moins à l'équilibre, ce qui n'est pas encore le cas à l'heure actuelle, même si des efforts en la matière ont été réalisés ces dernières années, comme l'atteste la figure 12. La baisse soudaine du solde structurel entre 2016 et 2017 mérite toutefois de s'y attarder. Lors de son entretien avec le journal *Le Vif L'express*, Moesen (2018), professeur de finances publiques à la KUL, nous met en garde face à cette prouesse budgétaire. Selon lui, notre gouvernement a bénéficié d'une série d'opportunités. Premièrement, grâce à un nouveau calcul, la cotisation belge à destination de l'Union européenne a diminué de 300 millions d'euros. En 2017, les dépenses au niveau de la sécurité sociale ont été moins importantes que ce qui avait été évalué, résultant en une économie de 300 millions également. De plus, grâce à la baisse des taux d'intérêt, nous avons épargné 800 millions d'euros au niveau des charges d'intérêts. À cela s'ajoute une série d'aubaines au niveau des recettes. La lutte européenne contre la fraude fiscale a bien porté ses fruits et les paiements anticipés relatifs à l'impôt des sociétés ont fortement augmentés, probablement de 1,5 à 2 milliards d'euros grâce aux augmentations des amendes pour ceux qui ne payaient pas assez tôt. En outre, selon la Commission européenne (2018), « les pouvoirs publics ont mis en vente une partie de la participation de l'État belge dans BNP Paribas en mai 2017, une opération qui a représenté 0,45 % du PIB ». Face à ce constat, le professeur conclut que sans nouvelles mesures, notre déficit grimpera inévitablement à nouveau. (Woesen, 2018). Cela s'illustre par le fait que, malgré la forte diminution du déficit en 2017, les dépenses publiques ont augmenté de 0,8% du PIB. Qui plus est, cette augmentation est la plus importante depuis les 3 dernières années, comme l'atteste la figure 13.

Figure 12 : évolution et prévision du niveau de solde budgétaire de 2009 à 2021



Source : Agence Fédérale de la dette

Figure 13 : évolution réelle des dépenses primaires de 2007 à nos jours



Source : Banque Nationale de Belgique

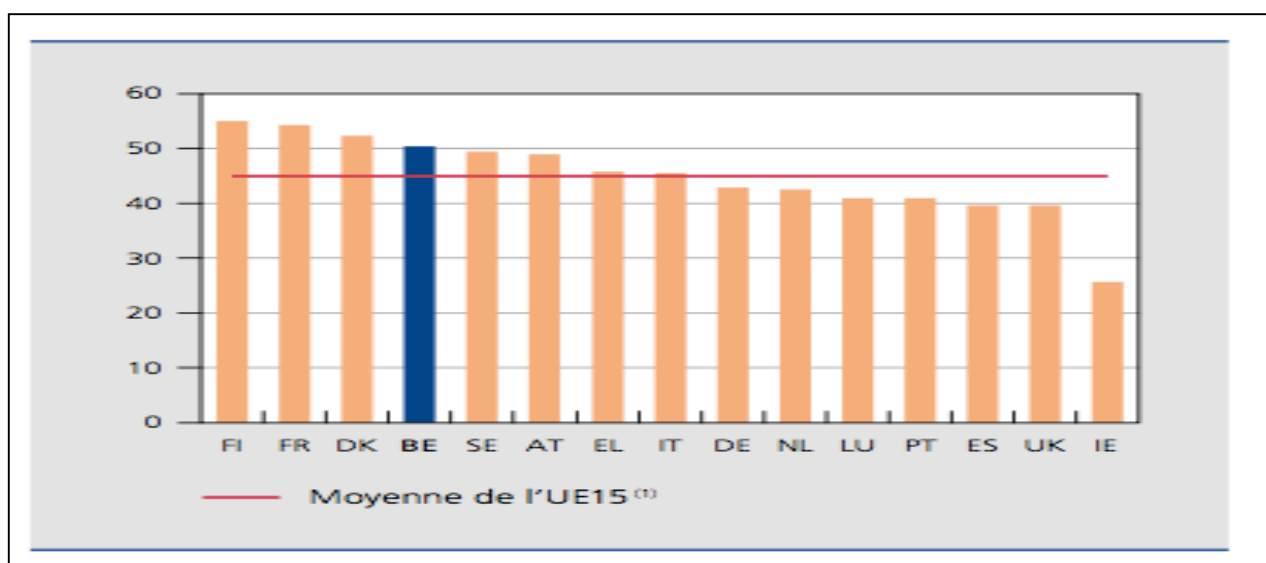
Pour réduire le solde structurel, Guyon et Sorbe (2009) parlent d'un « effort structurel » à consentir. Ce concept est défini comme la variation du solde structurel qui proviendrait de la variation de facteurs discrétionnaires. Cette variation peut se matérialiser au niveau des dépenses de l'État, comme au niveau de ses recettes (Guyon & Sorbe, 2009). Cependant, la Belgique faisant partie des pays affichant le niveau de taxation le plus haut, la réduction du déficit structurel devrait s'opérer du côté des

dépenses, et non via une hausse de la fiscalité qui aurait des effets néfastes sur notre compétitivité. Seules des mesures fiscales prises dans le cadre d'un tax-shift seraient envisageables du côté des recettes (Bogaert, interview personnelle, 16 juillet 2018). Ce dernier point sera d'ailleurs discuté par après.

2.4. Baisse des dépenses publiques de fonctionnement

Dans un rapport de la Banque Nationale de Belgique, Nautet, Schoonakers, Stinglhamber et Van Meensel (2014) font état des lieux des dépenses publiques en Belgique. Selon leurs chiffres, ces dernières comptaient pour 42,5% du PIB au début de l'an 2000 et auraient atteint 51,3% du PIB en 2013, soit une augmentation de près de 10%. Ce taux dépassait de 4,4% la moyenne de la zone à l'époque. En 2017, les dépenses primaires, donc n'incluant pas le paiement des intérêts, se sont élevées à 49,8% du PIB et culminent à 52,2% du PIB une fois le coût de la dette inclus, selon les chiffres de la Banque Nationale de Belgique (2018). Comme l'atteste la figure 14 ci-dessous, la Belgique fait partie des pays les plus dépensiers au sein de l'Europe des quinze¹⁵.

Figure 14 : comparaison des dépenses publiques belges avec les pays de l'Europe des Quinze

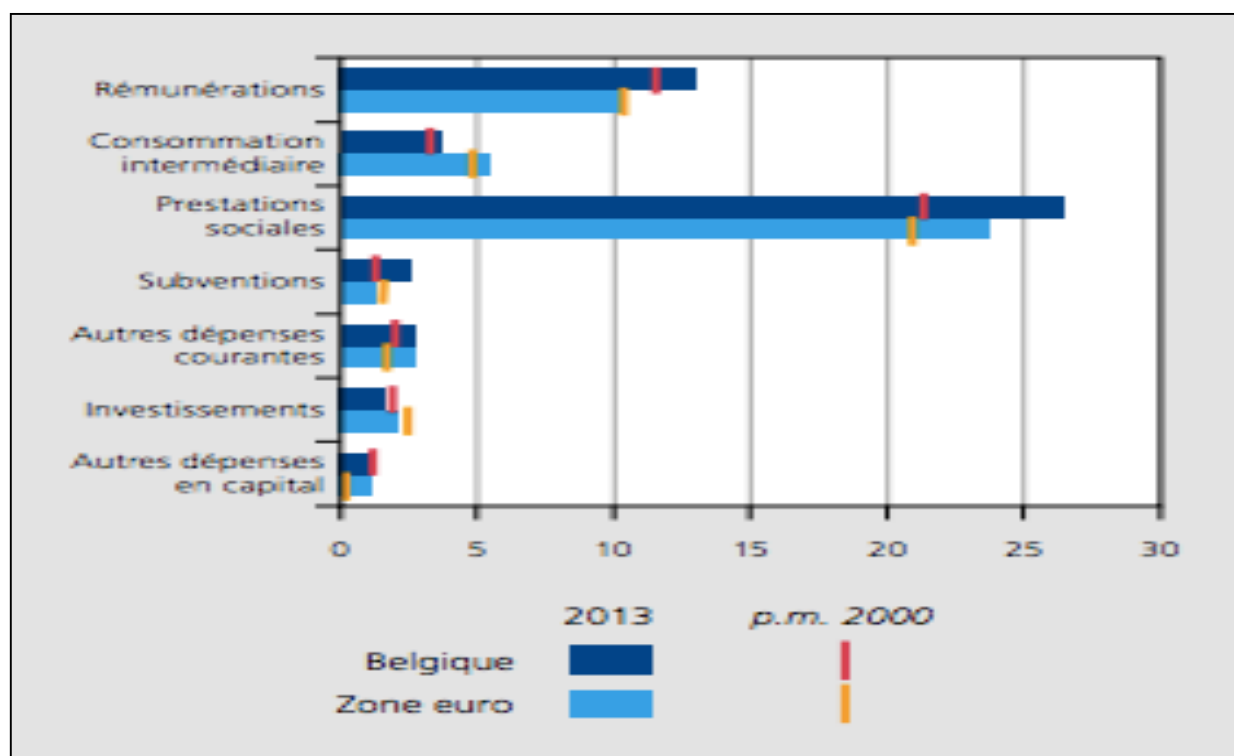


Source : Banque Nationale de Belgique

¹⁵ Comprenant les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-bas, Danemark, Irlande, Royaume-Uni, Grèce, Espagne, Portugal, Autriche, Finlande, Suède.

Quelques années plus tard, Cornille, Stinglhamber et Van Meensel (2017), réalisèrent également une étude pointant du doigt le haut niveau des dépenses publiques belges. Ces derniers montrent que l'augmentation non négligeable des dépenses publiques belges durant la période allant de l'an 2000 à 2016 est imputable à trois types de dépenses : les prestations sociales, le coût des fonctionnaires de l'État et les subventions aux entreprises. La seule baisse constatée en termes de dépenses publiques durant cette période est attribuée aux dépenses en capital qui regroupent principalement les investissements. La figure XX donne un aperçu de la composition des dépenses publiques belges comparé à la zone euro. On y remarque très clairement que les rémunérations, les prestations sociales et les subventions sont significativement plus élevées qu'au sein de la zone euro.

Figure 15 : dépenses primaires belges par catégorie



Source : Banque Nationale de Belgique

En 2014, la masse salariale des fonctionnaires de l'État représentait environ 25% des dépenses de l'administration publique belge. Le niveau de rémunération du secteur public ne s'écarte cependant que de peu de celui du secteur privé, et est comparable au niveau de rémunération qu'on retrouve dans un grand nombre de pays européens. Là où la Belgique se démarque des autres pays de l'Union, c'est dans le nombre de fonctionnaires par habitant (Nautel et al., 2014). Selon le journal Le Soir (2017) qui se base sur un rapport de l'OCDE, la Belgique comptait en 2017 environ 814.000 fonctionnaires, ce

qui représente environ 7,5% de la population totale belge, alors que la moyenne européenne se situe aux alentours de 6%. Cela explique les sommes particulièrement élevées dépensées au niveau des rémunérations du secteur public, ainsi qu'au niveau des prestations sociales, lesquelles englobent les pensions. À ce propos, certains économistes dont Bogaert (interview personnelle, 16 juillet 2018) affirme qu'il y a trop d'emploi public et trop d'institutions en Belgique. Selon nous, une réduction de l'emploi public ne serait souhaitable que si les fonctionnaires concernés pouvaient facilement basculer dans le secteur privé. En d'autres termes, cela serait souhaitable si cette réduction n'est pas accompagnée d'une hausse du chômage.

Au-delà d'une réduction du nombre de fonctionnaires, il y a la question de la structure de l'État belge. En effet, la structure qui comprend le Fédéral, les Régions, les Communautés ainsi que les autres niveaux de pouvoir est complexe et source d'inefficacité et de coûts. Nous sommes conscients de la sensibilité du sujet, mais nous pensons qu'une réflexion sur l'organisation de la Belgique pourrait déboucher sur de potentielles économies. Cependant, dans un souci de simplicité, nous n'en dirons pas plus sur ce sujet. Néanmoins, nous encourageons vivement le monde universitaire à s'attaquer à ce sujet délicat.

Un point d'attention supplémentaire est le coût que représentent les fonctionnaires, en particulier au niveau de la sécurité sociale, laquelle englobe les pensions. Dans son entretien au micro de RTL, Bruno Wattenbergh, expert en économie, nous fait part des disparités existantes au sein du système des pensions belge. En effet, un indépendant touche en moyenne 800 euros de pension par mois, un salarié 1100 euros, alors qu'en moyenne, la pension d'un agent du secteur public s'établit à 2400 euros (Wattenbergh, 2018). Ce constat, une fois le ratio de fonctionnaires par habitant pris en compte, explique sans doute en partie le coût important de notre sécurité sociale. C'est d'ailleurs ce qui nous hisse en tête du classement de l'OCDE concernant le coût des pensions publiques, qui représentait à 2,6% du PIB en 2016. À titre de comparaison, ce coût était de l'ordre de 2,2% pour la France et de seulement 0,9% du PIB pour le Canada alors que ces deux pays possèdent davantage de fonctionnaires par habitant qu'en Belgique. De plus, la Belgique fait partie des rares pays développés à avoir un système de retraite totalement séparé entre le secteur privé et le secteur public.

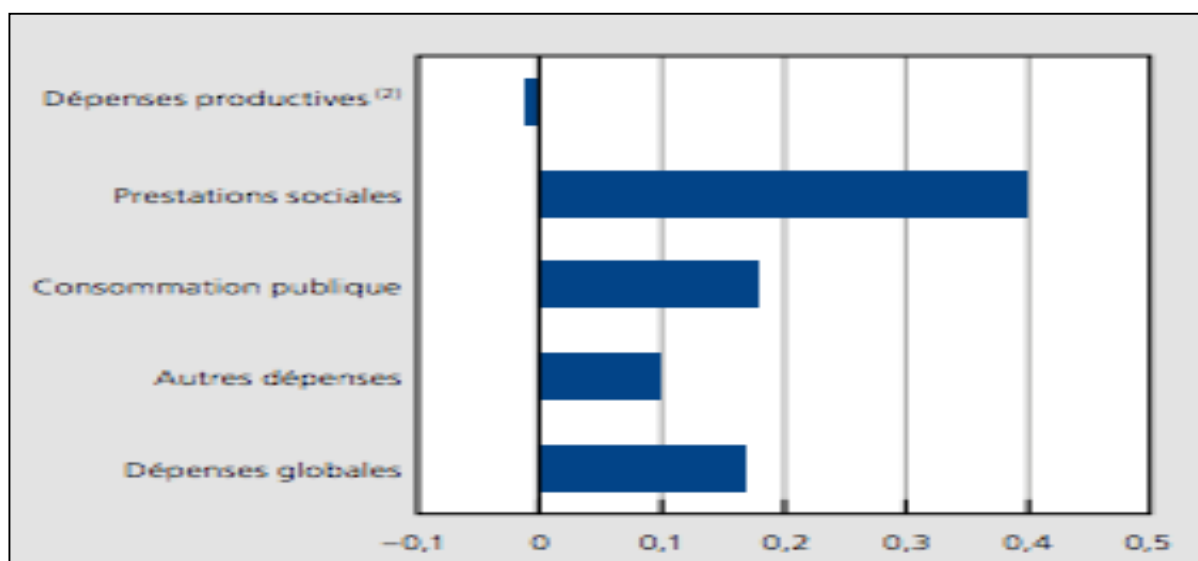
Bien que ce soit à nouveau un sujet très sensible, nous pensons qu'une harmonisation des régimes de pension du secteur public et du secteur privé pourrait permettre à la Belgique de réduire une partie de ses dépenses de fonctionnement. Étant donné la délicatesse du sujet, nous suggérons une harmonisation progressive pour les nouveaux fonctionnaires au niveau du montant des rentes de pension versées.

Nous sommes également d'avis qu'une telle harmonisation devrait tenir compte des avantages des uns et des désavantages des autres à travailler dans le secteur public ou privé. Néanmoins, l'écart actuel entre les deux systèmes que nous avons mis en lumière ci-dessus ne nous semble pas justifié.

Pour conclure sur ce point concernant la nécessité de réduire les dépenses de fonctionnement de la Belgique, nous nous pencherons sur l'étude s'intitulant « Fiscal policy and TFP in the OECD : measuring direct and indirect effects » réalisée par Everaert, Heylen et Schoonackers (2014). Les auteurs de cette étude ont analysé empiriquement les effets d'une diminution des dépenses publiques sur la production à long terme au sein d'un échantillon de 15 pays de l'OCDE (parmi lesquels figure la Belgique) couvrant la période de 1970 à 2012. Leurs résultats furent les suivants : premièrement, une hausse des dépenses publiques (toutes catégories confondues) couplée à une baisse de la charge fiscale, le tout financé par le déficit sont associées à une importante réduction de la production. Ensuite, les chercheurs ont démontré qu'une réduction du déficit budgétaire due à une diminution des dépenses non productives de l'État aurait un fort impact positif sur la production à long terme. De même, à dépenses publiques inchangées, une diminution des dépenses non productives compensée par une augmentation symétrique des dépenses productives entraînerait un impact significativement positif sur la croissance à long terme du pays. Inversement, une diminution des dépenses productives combinée à une augmentation des dépenses touchant à la sécurité sociale impacterait négativement le PIB. Finalement, les auteurs soulignent l'importance de ramener le déficit structurel au minimum à l'équilibre, pour ne pas dire en surplus, et la nécessité de financer les dépenses par les recettes, à l'exception des dépenses productives, ce qui confirme à nouveau l'importance d'une règle d'or des finances publiques (Everaert et al., 2014).

Nautet et al. (2014) ont rassemblé les différents résultats propres au cas de la Belgique afin de connaître l'impact chiffré qu'aurait une variation des dépenses publiques belges sur notre économie. Ces effets sont représentés sur la figure 16 ci-dessous.

Figure 16 : impact sur la production à long terme d'une diminution des dépenses publiques par catégorie



Source : Banque Nationale de Belgique

Tout d'abord, une baisse globale des dépenses publiques à hauteur de 1% du PIB entrainerait *ceteris paribus* une hausse de 0,2% du PIB à long terme. La raison à cela est qu'une diminution des dépenses serait associée à une réduction du déficit budgétaire, entrainant à son tour une baisse de l'incertitude au niveau macroéconomique sur le long terme, favorisant ainsi le développement économique futur du pays. Ensuite, le graphique montre qu'une baisse des dépenses productives de 1% du PIB exercerait un impact légèrement négatif sur la croissance de la Belgique à long terme. Pour le reste des dépenses, toute diminution entrainerait un accroissement de la production à long terme. L'effet le plus marquant est attribué aux dépenses de la sécurité sociale : une réduction de ces dernières de 1% du PIB se traduirait à long terme par une augmentation de 0,4% de la production. Cette analyse donne une idée des mesures qui seraient bénéfiques tant pour nos finances publiques que pour notre croissance future (Nautet et al., 2014).

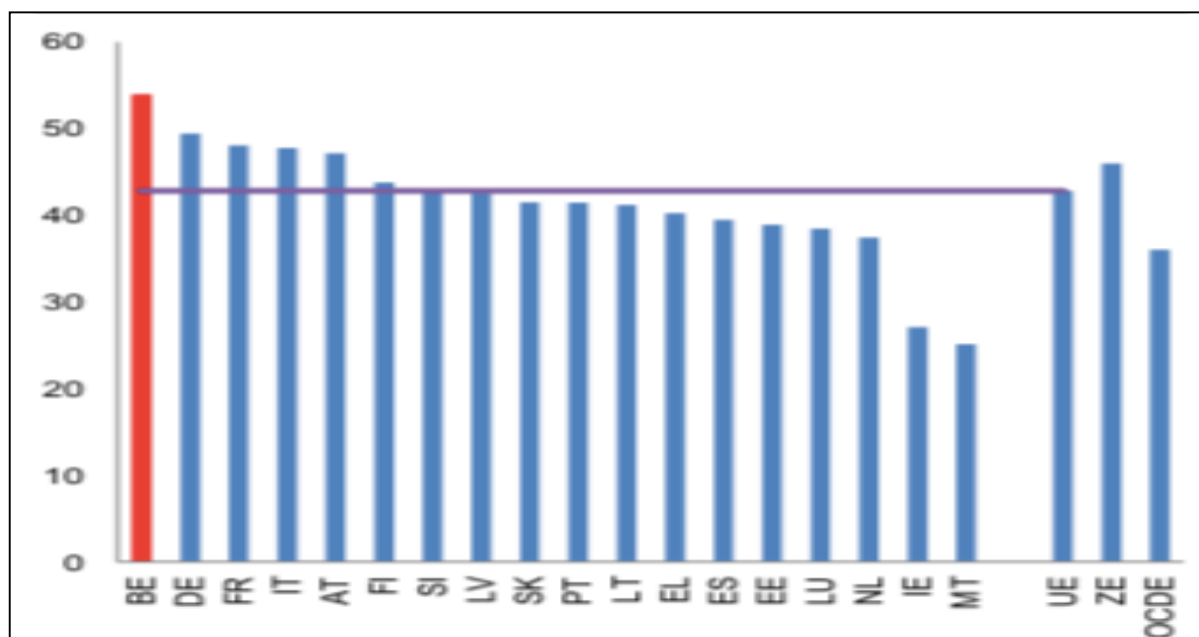
2.5. Une meilleure fiscalité

Un changement dans le paysage fiscal a des conséquences sur toute l'économie du pays : les recettes fiscales, l'offre et la demande intérieure et extérieure, la compétitivité des entreprises, le marché du

travail, la croissance, les investissements et sur bien d'autres facteurs économiques. La fiscalité, de par son impact sur le solde budgétaire, est donc un levier qu'il est possible d'actionner afin de diminuer l'endettement public.

Comme vu précédemment, une augmentation des recettes de l'État via une hausse des impôts améliore le solde budgétaire et résulte soit sur une diminution du déficit, soit sur un agrandissement de l'excédent. Cependant, la Belgique est un pays où la fiscalité sur le travail est l'une des plus élevées au monde et la plus élevée de l'Union européenne (Figure 16) et l'augmenter impacterait trop négativement l'économie nationale. Par conséquent, nous ne pouvons pas augmenter les prélèvements fiscaux afin d'accroître les recettes publiques. L'option qu'il est possible de mettre en place est non pas d'augmenter, mais de modifier l'instrument fiscal, en faisant des « shifts », c'est à dire en changeant la base des prélèvements. Dans ce type de mesure, pour diminuer certains prélèvements, d'autres doivent être augmentés (KBC, S.d.)

Figure 16 : comparaison du taux d'imposition belge sur le travail avec les pays de la zone euro



Source : Commission européenne, Tax and benefit indicators database

En Belgique, les mesures de tax-shift prises visent essentiellement à diminuer les prélèvements sur le travail afin de réduire son coût. Ridole (2018) nous apprend à cet égard que la Belgique occupe la deuxième place au niveau du coût du travail en Europe, et que ce dernier a encore augmenté de 1,3% en 2017. L'objectif derrière ces mesures est donc double : augmenter la compétitivité de la Belgique et stimuler le marché de l'emploi. Une augmentation du taux d'emploi a des conséquences fortement

positives sur l'économie : une diminution des coûts directs de sécurité sociale et une augmentation des recettes fiscales par un agrandissement de la base taxable, ce qui contribue largement à l'amélioration du solde budgétaire et au désendettement des États (Hindriks, Interview personnelle, 2 juillet 2018). De plus, comme nous l'avons vu au dans la section II, le taux d'emploi de la population en âge de travailler reste assez faible en Belgique, ce qui laisse une bonne marge de manœuvre pour l'augmenter.

Les fonds utilisés pour les mesures de tax-shift du gouvernement Michel entre 2015 et 2018 émanent de plusieurs sources. Ils proviennent majoritairement de l'augmentation des impôts sur la consommation (TVA et accises), du relèvement de la fiscalité non liée au travail et des mesures d'austérité, notamment sur la sécurité sociale (Commission européenne, 2018). Les mesures prises et à prendre dépendent fortement des idéologies politiques. Le mouvement socialiste voudrait par exemple, une augmentation de la taxation du capital ou une diminution des avantages liés aux voitures de société tandis que le mouvement plus libéral souhaiterait davantage taxer la consommation et réduire les coûts liés à la sécurité sociale. L'objet de ce mémoire n'étant pas d'établir un programme politique, nous ne nous positionnerons pas sur la provenance idéale des sources des fonds, car la question relève du débat politique.

Cependant, les conséquences d'une diminution du coût du travail ne font pas de doute : elle permet d'augmenter la compétitivité du pays et fait croître le taux d'emploi du secteur privé. Comme vu précédemment, le taux d'emploi public est élevé en Belgique. Sous l'hypothèse sous laquelle il serait réduit, une baisse de la fiscalité sur le travail permettrait de faciliter le réemploi des fonctionnaires vers le secteur privé.

En quelques points, certaines mesures de tax-shift qui ont été prises depuis 2015 (KBC, S.d.) :

- Diminution progressive du taux d'imposition des sociétés notamment pour les PME
- Augmentation de la déduction forfaitaire pour les frais professionnels
- Diminution progressive des intérêts notionnels
- Augmentation des accises sur le diesel, le tabac, l'alcool.
- Taxation des boissons rafraichissantes
- Fin de la déductibilité des amendes fiscales
- Augmentation de la TVA sur l'électricité

Malgré les mesures qui ont été prises ces dernières années, la fiscalité sur le travail reste comparativement élevée. L'allègement de la fiscalité a été partiellement compensé par l'augmentation

de certains impôts, dont ceux sur la consommation (Commission européenne, 2018). Nous pensons que les efforts fiscaux doivent être maintenus afin d'augmenter la compétitivité de la Belgique et de poursuivre la relance de la croissance dans le but d'améliorer le solde budgétaire et à terme de désendetter l'État.

2.6. Le financement des pensions

Dans la partie deux de ce mémoire, nous avons exposé le problème que représente le vieillissement de la population du point de vue du financement des retraites. Avant cela, dans la première partie, nous avons également vu que la réforme des pensions des années nonante fût nécessaire pour assainir les finances publiques. Bien que des mesures ont été prises pour faire face à cela telles que le report de l'âge légal à 66 ans en 2025 et à 67 ans en 2030, ainsi que le durcissement des conditions concernant la prépension, nous pensons que des mesures supplémentaires seraient souhaitables pour éviter le dérapage que pourrait causer ce changement démographique au niveau de notre endettement.

2.6.1. La pension à points

Proposée en 2014 par la Commission de la réforme des pensions 2020-2040, la pension à point se trouve désormais dans l'agenda de notre gouvernement actuel. Ce système permettrait de déplacer le point de repère de nos pensions d'une condition d'âge vers une condition de durée de carrière. Une métaphore utilisée en faveur d'un tel système nous dit que lors de la vente d'une voiture, il est préférable de prendre en compte son kilométrage plutôt que son année. Ce système impliquerait donc de pouvoir partir plus tôt à la pension si l'on a commencé à travailler plus tôt sans pour autant en être pénalisé. De même, quelqu'un qui voudrait travailler au-delà de l'âge légal de départ à la retraite percevrait un bonus, et inversement un malus pour celui qui déciderait de partir plus tôt (Hinriks & al., 2011).

Concrètement, le système à point fonctionnerait de la manière suivante : au cours de sa carrière, un travailleur accumulerait des points après chaque année de travail passée. La valeur d'un point correspondrait au salaire brut annuel moyen de l'ensemble des salariés. Dès lors, si le salaire brut moyen belge s'élève à 10.000€, un travailleur qui gagnerait 30.000€ annuel recevrait 3 points pour cette année travaillée. On peut donc acquérir davantage de points de deux manières : soit en travaillant

plus¹⁶, soit en travaillant plus longtemps. Une fois arrivé à retraite, le travailleur aurait la possibilité de convertir tout ou partie de ses points en euros. La valeur de ses points serait la même pour la totalité de ceux-ci. Finalement, au résultat de cette conversion se verrait appliquer un coefficient de conversion afin d'assurer l'égalité actuarielle entre les travailleurs qui prendraient leur pension plus tôt et ceux plus tard (Hindriks & al., 2011).

Du point de vue du financement de ces pensions, ce système présente l'avantage de le garder sous contrôle en fonction de la conjoncture économique. En effet, durant notre entretien avec Hindriks (Interview personnelle, 2 juillet 2018) ce dernier nous a expliqué que bien que la valeur d'un point ne pourrait jamais diminuer, cette dernière pourrait être gelée en période de basse conjoncture et inversement indexée si la conjoncture s'améliore. Ceci permettrait donc que le coût de nos pensions ne puisse pas déraiser et ainsi mettre encore plus à mal nos finances publiques. De plus, le système à point serait conçu de manière à encourager les départs tardifs à la retraite. En effet, le travailleur qui déciderait de rester plus longtemps sur le marché du travail verrait sa pension future augmenter de 3 manières : premièrement via les points supplémentaires acquis, ensuite via une possible indexation de ces points¹⁷, et finalement via l'application d'un coefficient de conversion plus élevé (le bonus). En encourageant les départs tardifs à la retraite, le ratio de dépendance comme défini précédemment diminuerait mécaniquement¹⁸, augmentant ainsi les recettes des cotisations qui financent directement les pensions. Au-delà de ça, le système à point de par sa simplicité et sa transparence devrait également inciter les gens à rester un peu plus longtemps au travail, car ces derniers pourraient consulter à tout moment le montant de pension qui leur est dû, ainsi que le montant qu'ils obtiendraient avec une année de plus. Sa souplesse permettrait également des adaptations de carrière, par exemple en liquidant la moitié de ses points combinés avec un mi-temps pour un départ progressif à la retraite. Ce système permettrait également de mettre en place des systèmes de solidarité en octroyant des points supplémentaires pour les métiers difficiles ou les personnes malades. Mieux encore, ce système pourrait dans un ménage faire en sorte qu'il y ait un transfert de points vers le parent qui sacrifie une partie de sa carrière pour s'occuper des enfants par exemple. En plus d'être économiquement plus efficace, un système à point serait socialement plus juste (Hindriks, interview personnelle, 2 juillet 2018)

¹⁶ Via une hausse du salaire et donc des points supplémentaires acquis chaque année

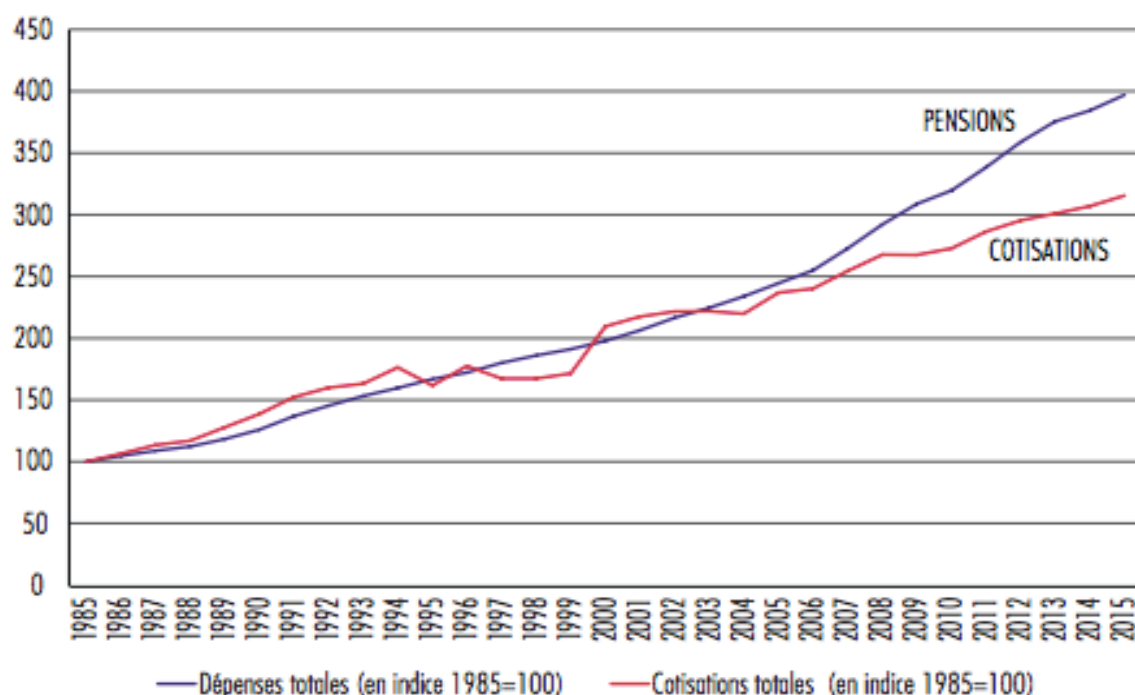
¹⁷ Si la conjoncture le permet

¹⁸ La population active se trouvant au dénominateur du ratio de dépendance.

2.6.2. Renforcement du deuxième pilier

La figure 17 ci-dessous met en évidence le trou qu'il reste à financer après avoir utilisé le premier pilier, à savoir le pilier dit par « répartition » dans lequel ce sont les cotisations des actifs qui financent les pensions des retraités. Comme nous l'avons expliqué précédemment, le ratio de dépendance des personnes âgées devrait considérablement diminuer selon les prévisions de la Banque Nationale de Belgique (2016).

Figure 17 : montant des cotisations par rapport au coût des pensions



Source : Hindricks & Coll. 2011

Par conséquent, cet écart devrait continuer sa progression ascendante au fil des années.

Il est donc clair que la pension légale à elle seule ne permettra pas le financement adéquat des pensions. Il semble dès lors opportun d'augmenter la présence du deuxième pilier au sein du marché du travail, afin de maintenir un niveau de revenu décent durant la retraite, chose que le premier pilier n'arrivera sans doute pas à assurer à lui seul. Beaucoup d'employeurs restent réticents dans la constitution d'une pension complémentaire pour leurs employés à cause d'une part de sa complexité de calcul donc de son coût de mise en œuvre, et d'autre part du caractère temporellement limité et incertain des règles applicables au niveau fiscal. Concrètement, il faudrait donc simplifier la mise en place de ce régime et

lui garantir une fiscalité stable afin d'augmenter la confiance des travailleurs et des employeurs désireux de l'adopter (CNP, 2018). Finalement, tout comme pour le deuxième pilier, une fiscalité plus attractive (de par des déductions) au regard du troisième pilier nous paraît souhaitable pour augmenter le niveau de vie des pensionnés sans que cela mette à mal les finances publiques belges. C'est d'ailleurs ce qui a été fait en 2018 par l'intermédiaire d'une hausse du plafond relatif aux déductions fiscales propres à la constitution des épargnes-pensions (Galloy, 2017).

CONCLUSION

Ce mémoire avait pour objectif de répondre à la question de recherche suivante : « *comment réduire l'endettement public ?* ». Nous avons tenté d'y répondre en analysant le cas de l'endettement de la Belgique et en proposant des solutions concrètes qui permettraient de le réduire.

À l'heure où nous rédigeons ces lignes, bien qu'il représente encore plus d'une année de richesse nationale, l'endettement public belge est soutenable compte tenu de la faiblesse des taux et des perspectives de croissance de la Belgique. Cependant, ce n'est pas parce qu'une dette est qualifiée de « soutenable » qu'elle est optimale et qu'il n'y a pas nécessité de la réduire. En effet, l'évolution prévisible de la démographie aura inévitablement des effets directs et indirects néfastes sur le solde budgétaire belge et risquerait par conséquent d'accroître significativement le niveau d'endettement, déjà considérable. À cela s'ajoutent d'autres charges futures ainsi que de nombreuses incertitudes macroéconomiques telles qu'une hausse brutale des taux d'intérêt, un durcissement du commerce international, une potentielle nouvelle crise financière ainsi que les conséquences encore très floues du Brexit qui auront lieu prochainement. Face à tous ces éléments, il serait imprudent de ne pas profiter du contexte économique favorable actuel pour réduire plus rapidement notre niveau d'endettement et ainsi être en mesure de faire face à tous ces éventuels chocs.

Dans la mesure où les facteurs économiques sur lesquels il est possible d'agir sont limités, la réduction de l'endettement public passera inévitablement par l'activation des 3 variables à travers lesquelles le niveau d'endettement est influençable : les taux d'intérêt, la croissance nominale (incluant l'inflation) et le solde budgétaire.

Au niveau de la politique monétaire, les marges de manœuvre sont extrêmement limitées, contraintes par les règles de la BCE. Bien qu'elle soit hors de contrôle au niveau national, la poursuite d'une politique monétaire accommodante de la part de la BCE permettra à la Belgique de se financer à moindre coût aussi longtemps que possible.

La solution hyper-inflationniste, visant un niveau d'inflation au-dessus du seuil limite de 2% de la BCE, aussi imparfaite qu'elle soit, permettrait de réduire l'endettement. Cependant, elle ne pourra être mise en place dans le contexte actuel. Sauf scénarios peu probables, nous ne pourrions exiger plus d'inflation que ce que l'autorise actuellement l'Union européenne et devrions nous contenter d'un

niveau d'inflation faible probablement pendant longtemps encore.

Bien que ses chances de voir le jour soient extrêmement faibles, le Plan de Chicago représente bel et bien une solution pour réduire l'endettement public au niveau monétaire, entre autres grâce à la monétisation des dépenses publiques qu'il permettrait. Cependant nous pensons qu'une telle solution n'est pas à retenir, du moins pour une réduction de l'endettement à court terme, car ses perspectives de mise en œuvre semblent pour le moins délicates. De plus, bien qu'une initiative pour la mettre en place a récemment vu le jour en Suisse, elle n'a pas abouti et demeure donc inexpérimentée à ce jour. Les effets d'une telle réforme effets pourraient donc fortement différer des objectifs visés.

Plus réalistement et à court terme, c'est au niveau de sa politique budgétaire que la Belgique devra réduire son endettement public. Pour ce faire, deux options s'offrent à elle : réduire ses dépenses et/ou augmenter ses recettes.

Notre analyse a révélé que la Belgique dépense comparativement plus que ses pays voisins, ce qui lui confère une marge de manœuvre à ce niveau. À ce sujet, le coût de notre administration publique nous semble trop élevé pour deux raisons : le nombre de fonctionnaires par habitant est trop élevé et leur régime des pensions trop généreux. Nous pensons donc qu'une réduction du niveau d'emploi public ainsi qu'une réforme de leur système de retraites permettraient à la Belgique de réduire considérablement ses dépenses. Compte tenu du faible niveau d'emploi en Belgique, cette diminution du nombre de fonctionnaires ne devrait pas se répercuter en une augmentation du taux de chômage si elle est couplée avec des mesures de tax-shift qui stimuleraient le marché de l'emploi. En d'autres termes nous pensons qu'un transfert des travailleurs du public vers le privé serait désirable pour nos finances publiques.

Toujours du côté des dépenses, notre analyse suggère une réforme de notre système des pensions qui ne nous semble pas soutenable à terme compte tenu de l'évolution démographique. Deux mesures concrètes sont à retenir : l'adoption d'un système à point, qui inciterait les gens à travailler plus longtemps et qui permettrait un meilleur contrôle du coût de la sécurité sociale, et le renforcement des pensions complémentaires (2^e et 3^e piliers) afin de garantir un niveau de vie décent une fois à la retraite sans que cela impacte négativement nos finances publiques.

Au niveau des recettes, notre analyse soutient l'idée qu'une hausse de ces dernières devra s'opérer par une stimulation de la croissance et non par une hausse des prélèvements obligatoires déjà très élevés.

En effet, une croissance plus forte augmenterait le volume de production et par conséquent la base imposable. Dans notre analyse, nous avons mis en évidence que cette augmentation de la croissance et donc des recettes pourrait se produire si la Belgique investissait davantage. En effet, en plus de stimuler la demande à court terme, les investissements publics seraient porteurs d'une multitude d'externalités positives qui impacteraient positivement la croissance à long terme, en particulier les investissements en infrastructure. Nous recommandons dès lors à la Belgique d'accroître ce type de dépense. Pour permettre cet accroissement du taux d'investissement, nous argumentons en faveur de l'introduction d'une règle d'or à l'échelle européenne ou d'un système s'en rapprochant. Selon nous, une telle règle permettrait d'une part de maintenir des finances publiques saines, et d'autre part de favoriser la croissance future des États et ainsi faciliter le remboursement des dettes souveraines.

Au terme de ce mémoire, nous sommes en mesure d'affirmer que des solutions existent pour réduire l'endettement de l'État belge, mais que ce défi reste très complexe. Nous en avons évoqué plusieurs, mais nous sommes loin d'avoir couvert toutes les possibilités pour y parvenir étant donné l'immensité du sujet. Dès lors, nous encourageons le monde politique et d'autres acteurs comme les associations professionnelles ou le monde universitaire à s'attaquer de manière volontariste à ce défi, car c'est un sujet à la fois passionnant et crucial pour l'avenir de notre pays. Les jeunes ne veulent pas pâtir de l'inertie de leurs aînés...

Bibliographie

Abiad, A., Furceri, D. & Topalova, P. (2015). The macroeconomic effect of public investment: evidences from advanced economies. *International Monetary Fund*, 15(95), 1-26. En ligne sur <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Macroeconomic-Effects-of-Public-Investment-Evidence-from-Advanced-Economies-42892>

Abiad, A. (2014). *Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effect of public investment. World Economic Outlook - IMF*, 3, 77-114. En ligne sur <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sores093014a#>, consulté le 12 juin 2018

Agence Fédérale de la Dette. (2017). Rapport annuel de la dette. En ligne sur <https://www.debtagency.be/sites/default/files/content/download/files/rpt2017fr.pdf>

Aglietta, M. (2014). *L'économie mondiale 2015. Collection Repères*. Paris : La Découverte.

Aglietta, M. (2012). L'austérité est-elle la solution à la crise ?. *Regards croisés sur l'économie*, 11(1), 78-84. doi:10.3917/rce.011.0078

Allegret, J. (2017). *Le renouvellement de la politique monétaire (I) : quelle place pour la politique monétaire non conventionnelle dans le futur ?*. Paris : EconomiX. En ligne sur <http://ses.ens-lyon.fr/articles/le-renouvellement-de-la-politique-monetaire-i-quelle-place-pour-la-politique-monetaire-non-conventionnelle-dans-le-futur#section-3>, consulté le 12 juin 2018

Artus, P. & Gravet, I. (2015). Qui va supporter le coût de la réduction des taux d'endettement publics ?. *Regards croisés sur l'économie*. 17(2), 191-202. doi:10.3917/rce.017.0191

- Aslund, A. (2015). *Myths of Austerity – and Paul Krugman*. *Berlin Policy Journal*. En ligne sur <http://berlinpolicyjournal.com/myths-of-austerity-and-paul-krugman>, consulté le 19 mai 2018
- Banque Centrale Européenne. (2016). *Que sont les réserves obligatoires ?*. ECB. En ligne sur https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.fr.html, consulté le 9 juin 2018
- Banque Centrale Européenne. (2018). *Qu'est ce que l'inflation ?*. ECB. En ligne sur <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.fr.html>, consulté le 14 juillet 2018
- Banque nationale de Belgique. (2018). Communiqué de presse. BNB. En ligne sur <https://www.nbb.be/doc/dq/f/dq3/histo/nfco17.pdf>
- Banque nationale de Belgique. (2018). Finances publiques. BNB. En ligne sur https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2017/fr/t1/rapport2017_tii_h4.pdf
- Banque Nationale de Belgique. (2017). Finances publiques. BNB. 135-152. En ligne sur https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2017/fr/t1/rapport2017_tii_h4.pdf
- Banque nationale de Belgique. (S.d). *Instruments de la politique monétaire*. BNB. En ligne sur <https://www.nbb.be/fr/politique-monetaire/instruments-de-politique-monetaire>, consulté le 9 juin 2018
- Badarau, C., Huart, F. & Sangaré, I. (2017). Effets macroéconomiques de la mutualisation de la dette en union monétaire. *Revue économique*, vol. 68, 183-209. doi:10.3917/reco.hs02.0183
- Barro, R. (1974). Are government bonds net wealth?. *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095-1117. En ligne sur https://dash.harvard.edu/bitstream.handle/1/3451399/Barro_AreGovernment.pdf
- Baum, A., Checherita-Westphal, C., & Rother, P. (2013). Debt and growth: New evidence for the euro area. *Journal of International Money and Finance*, 32(1), 809-821. doi:10.1016/j.jimonfin.2012.07.004

Biasutti, J-P. & Braquet, L. (2018). *Comprendre la dette publique* (2^e ed). France : Bréal

BforBank, (2012). *Les taux directeurs des banques centrales*. En ligne sur <https://www.bforbank.com/bourse-pea/glossaire/les-taux-directeurs.html>, consulté le 14 juin 2018

Blanchard, O., Cohen, D. & Jonson, D. (2013). *Macroéconomie* (6^{ème} éd). France : Person

Blomme, P., Witvrouw, F. & L'Echo. (2018). *Le plus petit déficit budgétaire en 9 ans pour la Belgique. Lecho*. En ligne sur <https://www.lecho.be/economie-politique/belgique/federal/le-plus-petit-deficit-budgetaire-en-9-ans-pour-la-belgique/9978161.html>, consulté le 26 juin 2018

Boasso, Q. (2016). *Taux bas et négatifs : Impacts de la politique monétaire de la banque centrale européenne sur le résultat et le risque des banques françaises*. Dumas. En ligne sur <https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-01449163/document>

Bogaert, H. (2010). Le retour de l'effet boule de neige. *Bureau fédéral du plan*. En ligne sur https://www.plan.be/admin/uploaded/201012081327360.sp100604_01.pdf

Boivin, L. (2014). Investissement et croissance à long terme : les complémentarités public-privé. *La lettre du CEPII*, 350, 1-5. En ligne sur http://www.cepii.fr/PDF_PUB/lettre/2014/let250.pdf

Bom, P. & Lightart, J.E. (2009). How productive is public capital? A meta-regression analysis. *International Studies Program Working Paper*. En ligne sur <https://icepp.gsu.edu/files/2015/03/ispwp0912.pdf>

Born, B., Müller, G., & Pfeifer, J. (2014). Does Austerity Pay Off?. *SAFE Working Paper Series 77*. En ligne sur https://www.unamur.be/en/eco/eeco/BMP_Austerity_August2014_RES.pdf

- Bouillhet, A. & Errard, G. (2015). *BCE : le rachat de dettes d'État pour les nuls*. En ligne sur <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2015/01/22/20002-20150122ARTFIG00007-bce-le-rachat-de-dettes-d-etat-pour-les-nuls.php>, consulté le 18 juillet 2018
- Carré, E. (2015). Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : Théories et pratiques. *L'Économie Politique*, 66(2), 42. doi:10.3917/leco.066.0042
- Catalon, J. (2017). *Inflation, taux... quel bilan pour l'assouplissement quantitatif de la BCE ?*. Paris : La tribune
- Centre Européen de recherches en Banque et Finance. (2013). *Définitions et explications : assouplissement qualitatif, assouplissement quantitatif, taux directeurs...* En ligne sur <http://banque-notes.eu/definitions-et-explications-assouplissement-qualitatif-assouplissement-quantitatif-taux-directeurs/>, consulté le 12 juin 2018
- Challe, E. (2016). *Fluctuations et politiques macroéconomiques*. Paris : Economica
- Colmant, B. (2018). *Des effacements de dette publique pour la zone euro ?*. Lecho. En ligne sur <https://www.lecho.be/opinions/carte-blanche/des-effacements-de-dette-publique-pour-sauver-l-euro/10027057.html>, consulté le 12 juillet 2018
- Colmant, B. & Nille, J. (2014). *Dettes Publiques un piège infernal*. Bruxelles : Larcier
- Comité National des Pensions. (2018). Rapport du Comité National des Pensions adopté le 15.01.2018. *CNPV*. En ligne sur <http://www.cnpc.fgov.be/txt/fr/doc18-20.pdf>
- Comité Stratégique. (2017). Pacte National pour les Investissements Stratégiques. *FGOV*. En ligne sur https://www.premier.fgov.be/sites/default/files/articles/Rapport_FR_11092017.pdf
- Commission Européenne. (2018). *Semestre européen 2018: évaluation des progrès accomplis dans les réformes structurelles, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, et résultats des bilans approfondis au titre du règlement (UE) n° 1176/2011*. Bruxelles. En

ligne <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2018-european-semester-country-report-belgium-fr.pdf>

Cornille, D., Stinglhamber, P. & Van Meensel, L. (2017). L'efficacité des administrations publiques en Belgique. *BNB Revue Economique*, 33-44. En ligne https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2017/revecoi2017_h2.pdf

Cornu, J-F. (2017). *L'indicateur d'endettement brut représente-t-il correctement l'état des dettes publiques?*. Louvain-La-Neuve : Université catholique de Louvain

Cour des comptes. (2001). *Les obligations linéaires, instrument de gestion de la dette publique*. Rapport de la Cour des comptes transmis à la Chambre des représentants. En ligne https://www.ccrek.be/Docs/avril_2001_olo.pdf

Creel, J., Laurent, É. & Le Cacheux, J. (2007). Politiques et performances macroéconomiques de la zone euro: Institutions, incitations, stratégies. *Revue de l'OFCE*, 102(4), 249-281. Doi :10.3917/reof.102.0249

Crevits, P., Melyn, W., Modart, C., Van Cauter, K. & Van Meensel, L. (2017). Rapport : investissements publics – analyse & recommandations. *BNB*. En ligne https://www.nbb.be/doc/ts/publications/other/Report_public_investments_fr.pdf

Dafermos, Y. (2015). The other half of the public debt-economic growth relationship: A note on reinhart and rogoft. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 12(1), 20-28. doi:10.4337/ejeep.2015.01.03

Daguet, S., Baur, M. (2017). Monnaie pleine : une expérience inutile, risquée et pleine d'inconnues. *La vie économique*. 48-50. En ligne sur https://dievolkswirtschaft.ch/content/uploads/2016/12/18_Daguet_Baur_FR.pdf

de Callatay, É., Thys-Clément, F. & Institut belge des finances publiques. (2012). *The return of the deficit: Public finance in belgium over 2000-2010*. Leuven : Leuven University Press

- Depla, J., Von Weizsäcker, J. (2011). Eurobonds : the blue bond concept and its implications. *Bruegel Policy contribution*. En ligne sur http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/110322_blue_bonds.pdf
- Didderen, D. (2014). La nouvelle gouvernance économique européenne : les motivations des réformes. *SPF Finances*, 74, 47-86. En ligne sur https://finances.belgium.be/sites/default/files/downloads/BdocB_2014_Q1f_Didderen.pdf
- Dreger, C. & Reimers, H.E. (2014). On the relationship between public and private investment in the euro area. *DIW Berlin Discussion Paper*, 1365, 1-18. En ligne sur https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2403885
- Ducourtieux, C. (2018). Taxes américaines sur les voitures : l'Europe menace Donald Trump de représailles. *Le monde*. En ligne sur https://www.lemonde.fr/economie/article/2018/07/03/taxes-americaines-sur-les-voitures-l-europe-menace-donald-trump-de-represailles_5325078_3234.html, consulté le 3 juillet 2018
- Dupray, B. (2017). *Les causes et conséquences de l'inflation*. *Central Charts*. En ligne sur <https://www.centralcharts.com/fr/forums/13-autres-questions-reponses/1759-les-causes-et- consequences-de-l-inflation>, consulté le 3 juillet 2018
- Dupré, F. (2012). Une « règle d'or » européenne : solution adéquate à la crise ou inconséquence des gouvernants ? *Nouvelle Europe*. En ligne sur <http://www.nouvelle-europe.eu/node/1476>, consulté le 12 juillet 2018
- EURONEXT. (2014). Obligations : Brochure destinée aux investisseurs particuliers. *Bolero*. En ligne sur https://www.bolero.be/uploads/media/5603befcc4d5b/Obligation-basic_FR.pdf
- Everaert, G., Heylen, F., Schoonackers, R. (2014). Fiscal policy and TFP in the OECD : Measuring direct and indirect effects. *NBB Working Paper*, 274. En ligne sur <https://www.nbb.be/doc.ts/publications.wp.wp274en.pdf>

Federal Debt agency (2018). *Belgium's Economy, Public Finance & Debt Management Strategy*. Document non publié. Bruxelles, Belgique

Fond Monétaire International. (2017). *Les cinq clés d'une politique budgétaire intelligente*. FMI. En ligne sur <http://www.imf.org/external/french/np/blog/2017/041917f.htm>, consulté le 20 juin 2018

Fournial, E. & Legland, P. (2015). *Politique monétaire de la BCE pendant la crise*. (Mémoire). HEC Paris. En ligne sur http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire_HEC_Emanuel_Fournial.pdf

Galloy, P. (2017). Ne versez pas de 940 à 1.128 euros dans votre épargne-pension dès 2018. *Lecho*. En ligne sur <https://www.lecho.be/monargent/epargner/Ne-versez-pas-de-940-a-1-128-euros-dans-votre-epargne-pension-des-2018/9946553>, consulté le 2 août 2018

Garnier, O. (2016). Les imperfections de l'intégration financière internationale. *Revue d'économie financière*, 123(3), 79-92. doi:10.3917/ecofi.123.0079

Gelzis, G., Koranyi, B. & Canepa F. (2018). *La BCE arrêtera son assouplissement quantitatif fin 2018, mais pas de hausse de taux en vue*. Reuters. En ligne sur <https://fr.reuters.com/article/businessNews/idFRKBN1JA29I-OFRBS>

Giraud, G. (2012). *Rendre le monopole de la création monétaire aux banques centrales ?*. *Revue-banque.fr*. En ligne sur <http://www.revue-banque.fr/risques-règlementations.chronique.rendre-monopole-crèation-monétaire-aux-banques-cen>, consulté le 2 août 2018

Godin, R. (2015). *Tout savoir (ou presque) sur l'assouplissement quantitatif de la BCE*. *Latribune*. En ligne sur <https://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20150121trib4545f3987/tout-savoir-ou-presque-sur-l-assouplissement-quantitatif-de-la-bce.html>, consulté le 20 juin 2018

- Grjebine, A. (2015). *La dette publique : comment s'en débarrasser*. France : Presses Universitaires de France
- Guillard, M., & Kempf, H. (2012). L'insoutenable dynamique de la dette. Une analyse macroéconomique du défaut souverain. *Revue d'Économie Politique*, 122(6), 921-941. doi:10.3917/redp.226.0921
- Guyon, T., Sorbe, S. (2009). Solde structurel et effort structurel : vers une décomposition par sous-secteur des administrations publiques. *Les Cahiers de la DGTPE*, 13, 1-32. En ligne sur [https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources.file.326378](https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/file.326378)
- Hachette, S. (S.d). *Facilités permanentes. Portfoliance*. En ligne sur <https://portfoliance.fr/etiks/definitions/facilites-permanentes>, consulté le 12 juin
- Herndon, T., Ash, M., & Pollin, R. (2014). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of reinhart and rogooff. *Cambridge Journal of Economics*, 38(2), 257-279. doi:10.1093/cje/bet075
- Hindriks, J., Devolder, P., Schokkaert, E. & Vandenbroucke, F. (2017). Réforme des pensions légales : le système de pension à points. *Regards économiques*, 130. En ligne sur https://www.regards-economiques.be/index.php?option=com_reco&view=article&cid=169, consulté le 1^{er} août 2018
- Hindriks, J. & Van de Cloot, I. (2011). Notre pension en Héritage : Comment affronter le défi du vieillissement. *Itinera Institute*. En ligne sur http://www.itinerainstitute.org/wp-content/uploads.2016/10/pdfs/itinera_binnen_fr_vs061.pdf
- Houth, D. (2012). L'offre de crédit trop supérieure à la demande. *Les Echos.fr*. En ligne sur http://archives.lesechos.fr/archives/cercle/2012/05/24/cercle_47228.htm, consulté le 17 juillet 2018

Institut national de la statistique et des études économiques. (2016). *Formation brute de capital fixe / FBCF / Investissement (comptabilité nationale)*. Insee. En ligne sur <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1371>, consulté le 17 juillet 2018

Investopedia. (S.d.). *Economic growth*. En ligne sur <http://www.investopedia.com/terms/e/economicgrowth.asp>, consulté le 15 mai 2018

Investopedia (S.d.). *Reserve ratio*. En ligne sur <https://www.investopedia.com/terms/r/reserveratio.asp>, consulté le 6 juin 2018

Investopedia (S.d.). *Stagflation*. En ligne sur <https://www.investopedia.com/terms/s/stagflation.asp>, consulté le 12 juin 2018

Jordan, T.J. (2018). En quoi un régime de monnaie pleine nuirait à la Suisse. *Banque Nationale Suisse*. En ligne sur https://www.snb.ch/fr/mmr/speeches/id/ref_20180503_tjn/source/ref_20180503_tjn.fr.pdf

Jurion, R. (2013). Regard critique sur le traité budgétaire européen. *Civitas Europa*, 30(1), 161-180. doi:10.3917/civit.030.0161

KBC. (S.d.). *Qu'est ce qu'un tax shift*. *Kbc.be*. En ligne sur <https://www.kbc.be/entreprendre/fr/article/administration/impots-et-tva/tax-shift.html>, consulté le 25 juillet 2018

Kegels, C. (2017). Des investissements publics pour soutenir la croissance en Belgique. *Bureau Fédéral du Plan*, 1-4. En ligne sur https://www.plan.be/admin/uploaded/201701270622100.CP_investissements_20170127.pdf

Kumhof, M., Benes, J. (2012). The Chicago Plan Revisited. *International Monetary Fund Working Paper*. 12 (2012), 4-71. En ligne sur <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Chicago-Plan-Revisted-26178>

- Labruière, C. (2016). *Le rôle des agences de notation sur les pays de la zone Euro lors de la crise de la dette souveraine européenne*. Louvain-La-Neuve : Université catholique de Louvain
- Labye, A. (2015). 7. En quoi la politique monétaire affecte-t-elle le coût de la dette publique ? Le cas des taux d'intérêt négatifs. *Regards croisés sur l'économie*, 17(2), 120-132. doi:10.3917/rce.017.0120
- Lecaillon, J., & Le Page, J. (2013). *Économie contemporaine: Analyse et diagnostics* (4e éd. ed.). Bruxelles : De Boeck
- Lecuire, E. & Bogaert, H. (2017). Les investissements publics belges dans le cadre budgétaire et comptable européen. *Centre de recherches en Economie Régionale et Politique Economique (CERPE)*, 90, 1-89. En ligne sur <https://www.unamur.be/eco/economie/cerpe/cahiers/cahier90>
- Le Soir. (2017). *Les fonctionnaires belges sont les plus chers d'Europe*. *Lesoir.be*. En ligne sur <http://www.lesoir.be.104761/article/2017-07-15/les-fonctionnaires-belges-chers-deurope>, consulté le 28 juillet 2018
- Lequiller, F. (2018). *Déficit et dette en temps de crise*. Paris : Economica
- Makuyana, G. & Odhiambo, N.M. (2016). Public and private investment and economic growth : a review. *Journal of Accounting and Management*, 06(2), 25-42. En ligne sur <https://hrcak.srce.hr/177192>
- Mankiw, G. & Taylor, M. (2015). *Principe de l'économie : « la mesure du revenu d'une nation »*. France : De Boeck supérieur
- Martinache, I. (2018). L'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles. *Idées économiques et sociales*, 192(2), 6-16. doi:10.3917/idee.192.0006.

- Matelly, S. (2015). *La croissance économique est-elle encore possible ? Est-elle encore souhaitable ? Qu'en est-il de l'Europe ?*. Cairn Info. En ligne sur <http://www.cairn.info/revue-etudes-sur-la-mort-2015-2-page-55.htm>, consulté le 1 juillet 2018
- Mathieu, B. (2018). *Le pacte d'investissement cher à Michel pèsera 9 milliards à l'horizon 2020*. *Lecho.be*. En ligne sur <https://www.lecho.be/economie-politique/belgique/federal/le-pacte-d-investissement-cher-a-michel-pesera-9-milliards-a-l-horizon-2020/9984718.html>, consulté le 23 juillet 2018
- Melyn, W., Schoonackers, R., Stinglhamber, P. & Van Meensel, L. (2016). *Faut-il stimuler les investissements publics?*. *BNB Revue économique*. 111-127. En ligne sur <https://www.nbb.be/fr/articles/faut-il-stimuler-les-investissements-publics>, consulté le 23 juillet 2018
- Melyn, W., Van Meensel, L. & Van Parys, S. (2016). La soutenabilité des finances publiques dans le contexte du vieillissement. *BNB Revue Economique*, 95-110. En ligne sur <https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2016/revecoiii2016.pdf>
- Mishkin, F., Bordes, C., Lacoue-Labarthe, D., Leboisne, N., Hautcoeur, P., & Ragot, X. (2013). *Monnaie, banque et marchés financiers*. (10e éd.). Paris: Pearson.
- Minea, A., & Villieu, P. (2013). Dette publique, croissance et bien-être : Une perspective de long terme. *LEO Working Papers*, 437, 1-22. En ligne sur <http://data.leo-univ-orleans.fr/media/search-works/437/dr201111.pdf>
- Minea, A., & Parent, A. (2012). *Is high public debt always harmful to economic growth? Reinhart and Rogoff and some complex nonlinearities*. *Working Papers 2012/18*. En ligne sur <https://ideas.repec.org/p/cdi/wpaper/1355.html>, consulté le 20 juin 2018
- Moensen, W. (2018). *Le Premier ministre Michel ne soutient pas la comparaison avec Martens et Dehaene*. *Levif.be*. En ligne sur <http://www.levif.be/actualite/belgique/wim-moesen-le-premier-ministre-michel-ne-soutient-pas-la-comparaison-avec-martens-et-dehaene/article-normal-812895.html>, consulté le 12 juillet 2018

Nautet, M., Schoonackers, R., Stinglhamber, P. & Van Meensel, L. (2014). Les dépenses publiques constituent-elles la clé d'un assainissement réussi?. *BNB Revue Economique*. 31-47. En ligne sur https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2014/revecoi2014_h2.pdf

Parlement Européen. (S.d). *La politique monétaire européenne*. *Europarl*. En ligne sur http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/fr/displayFtu.html?ftuId=FTU_2.6.3.html, consulté le 29 mai 2018

Pescatori, A., Sandri, D., & Simon, J. (2014). No magic threshold. *Finance & Development*, 51(2), 39-42. En ligne sur <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/06/pdf/pescatori.pdf>

Petitjean, M. (2015). *Finance*, Syllabus, Louvain-La-Neuve : Université catholique de Louvain

Pinter, J. (2012). *La stérilisation des interventions des banques centrales : concept, modalités et interrogations dans le cadre de l'OMT de la BCE*, BSI-Economics, En ligne sur <http://www.bsi-economics.org/38-la-sterilisation-des-interventions-des-banques-centrales-concept-modalites-et-interrogations-dans-le-cadre-de-l%EF%BF%BDomt-de-la-bce>, consulté le 19 juin 2018

Ponds, E., Severinson, C., & Yermo, J. (2012). La dette implicite des plans de pension du secteur public: Comparaison internationale. *Revue Internationale De Sécurité Sociale*, 65(2), 79-107. doi:10.1111/j.1752-1718.2012.01429.x

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). Growth in a time of debt. *The American Economic Review*, 100(2), 573-578. doi:10.1257/aer.100.2.573

Ridole, M. (2018). *Le travailleur belge, deuxième plus cher d'Europe*. *Lecho.be*. En ligne sur <https://www.lecho.be/economie-politique/belgique/economie/le-travailleur-belge-deuxieme-plus-cher-d-europe/9999984.html>, consulté le 02 août 2018

Sabbar. (S.d.). *Les facteurs de croissance*. *Sabbar.fr*. En ligne sur <http://sabbar.fr/economie-2/les-facteurs-decroissance>, consulté le 17 juin 2018

Service Public Fédéral. (2016). *Les pensions belges. SPF*. En ligne sur <http://www.onprvp.fgov.be/FR/futur/pension/Pages/default.aspx>, consulté le 3 juin 2018

Sloman, J., Wride, A. & Garratt, D. (2015). *Principes d'économie* (9e éd.). Montreuil : Pearson

Tinel, B. (2018). *Dette publique : sortir de catastrophisme*. Paris : Raison d'agir

Toute l'Europe. (2018). *La dette publique des Etats de l'Union européenne. Touteleurope.eu*. En ligne sur <https://www.touteleurope.eu/actualite/la-dette-publique-des-etats-de-l-union-europeenne.html>, consulté le 17 juillet 2018

Turner, A. (2015). *Between debt and the devil : money, credit and fixing global finance*. Princeton, New Jersey : Princeton University Press

Wattenbergh, B. (2018). *Comparaison des pensions avec nos pays voisins: les retraités belges sont-ils gâtés? RTL.be*. En ligne sur <https://www.rtl.be/info/belgique/economie/comparaison-des-pensions-avec-nos-pays-voisins-les-retraites-belges-sont-ils-gates--1022138.aspx>, consulté le 28 juillet 2018

Woo, J., & Kumar, M. S. (2015). Public debt and growth. *Economica*, 82(328), 705-739. doi:10.1111/ecca.12138

Woussen, L. (2016). *Une politique d'austérité est-elle efficace pour résoudre la crise de la dette publique européenne ?*. (Mémoire). Université catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve

20 Minutes. (2018). *L'initiative «Monnaie pleine» balayée. 20minutes.ch*. En ligne sur <https://www.20min.ch/ro/news/suisse/story/Monnaie-pleine--les-resultats-par-canton-12221269?httpredirect>, consulté le 23 mai 2018

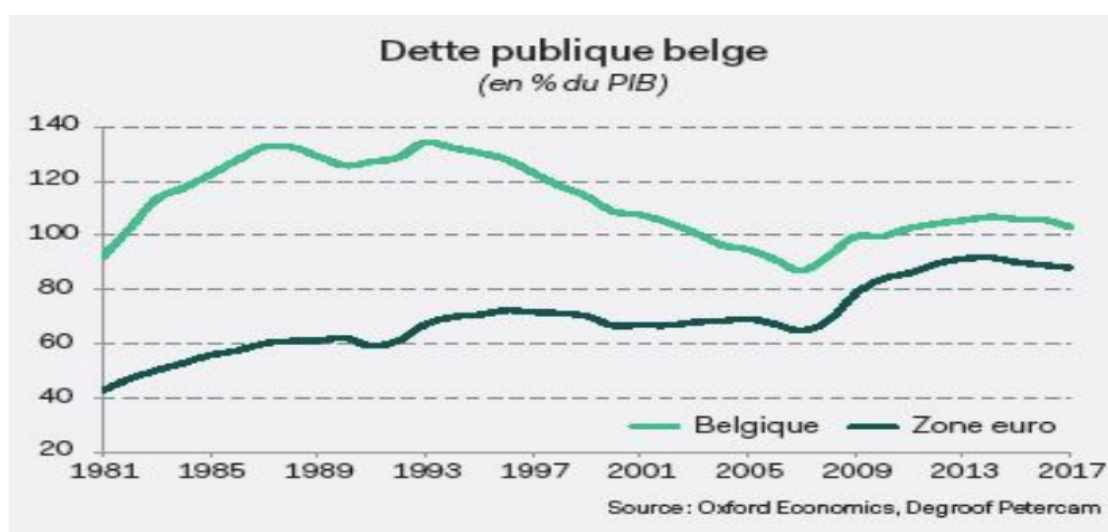
ANNEXES

Annexe 1 : Classification des notes attribuées par les principales agences de notation

Moody\'s	S&P	Definition	Notes
Aaa	AAA	Highest Rating Available	Investment Grade
Aa	AA	Very High Quality	Investment Grade
A	A	High Quality	Investment Grade
Baa	BBB	Medium Risk	Minimum Investment
Ba	BB	Low Quality/High Risk	Below Investment Grade
B	B	Very Speculative	Below Investment Grade
Caa	CCC	Substantial Risk	Below Investment Grade
Ca	CC	Poor Quality/Highest Risk	Below Investment Grade
C	D	In Default	Below Investment Grade

Source : Investopedia

Annexe 2 : Évolution de la dette publique belge en % du PIB de 1995 à 2017



Source : Degroof Petercam

Annexe 3 : secteurs d'investissement visés par le plan d'investissement du plan du gouvernement Michel



Source : Agence Fédérale de la Dette

Annexes 4 : retranscription des interviews

INTERVIEW 1 – BRUNO COLMANT – 14 juin 2018

Description de l'intervenant : « Bruno Colmant est Ingénieur Commercial, possède un Master of Sciences in Administration, est Maître en Sciences Fiscales et Docteur en Economie Appliquée. Durant sa carrière, il fût administrateur délégué chez ING, directeur de cabinet du ministre des finances, président de la bourse de Bruxelles, membre du comité de direction du groupe Ageas, associé chez Roland Berger et il est actuellement Head of Macro Research chez Banque Degroof Petercam. Il est professeur

à la Vlerick Management School, à l'UCL, à Solvay et à la Luxembourg School of Finance. Il a déjà publié plus de 70 livres de finance, comptabilité et fiscalité » (Source : Banque Degroof Petercam).

- Sachant que le défaut souverain n'est pas envisageable à court terme dans la situation actuelle et que l'inflation est contraire aux objectifs de la BCE, la dette est un piège, c'est bien ça ?

COLMANT : Oui, la dette est un piège infernal d'où le titre de mon livre et elle va continuer à augmenter, en tout cas dans les pays non disciplinés (pas comme en Allemagne ou au Luxembourg).

- Cette année, en Belgique elle a légèrement diminué. Est-ce qu'on voit là une tendance ?

COLMANT : Oui, très légèrement. Ce que je n'arrive pas bien à conceptualiser c'est qu'à long terme elle pourrait baisser, alors que le poids des pensions va augmenter. Sauf si on vient baisser les pensions significativement. Donc soit il y a un appauvrissement de la population, soit la population continue à recevoir un certain niveau de confort de la part des pouvoirs publics et la dette publique augmentera.

- C'est pour cela que vous parlez de la fin de l'État de Providence ?

COLMANT : Exactement. C'est un mélange des trois : un peu d'inflation qui maintenant augmente un peu, une baisse des bénéfices sociaux qui va devoir être absorbée par la population, et peut-être dans certains pays des défauts. Je suis d'ailleurs assez convaincu qu'un défaut arrivera en Italie par exemple, mais peut-être un défaut qui n'en porte pas le nom : forcer une banque italienne à souscrire à des obligations d'État à un taux très bas pendant de très longues maturités, ou des mesures réglementaires qui forcent à souscrire à des obligations d'État ; en gros des mécanismes qui sont contraires aux lois naturelles du marché, mais que l'État pourrait utiliser pour forcer le financement de la dette).

- *C'est ça que vous dites lorsque vous parlez « les défauts de l'inflation sous des formes édulcorées » ? Donc par exemple, rééchelonnement ?*

COLMANT : Oui c'est bien ça, ça peut être un mélange de tout. Alors oui un rééchelonnement comme il y a eu en Grèce : nominalelement cela ne change rien, cela reste dans les banques, mais la maturité augmente d'un cycle. Sur le marché, cela ne vaut plus rien.

- *Vous parlez également de la conversion forcée ?*

COLMANT : C'est un passé dans l'histoire. Les emprunts doivent être compilés dans d'autres emprunts de plus longue maturité. Je ne sais pas jusqu'à quel point les Etats vont imposer les choses. Mais je pense que la dette devient insoutenable si on veut garder les avantages sociaux, sachant que la population peut être mécontente. L'Italie par exemple est un cas d'école. Elle dit : on ne peut pas appauvrir nos populations, on doit maintenir les bénéfices sociaux acceptables, même si c'est contraire aux objectifs allemands. On a été élu pour cela. C'est une confrontation de l'ordre monétaire de la dette et de la population.

- *Nous avons également lu que dans les années '50, les titres court terme du Trésor américain ont été rallongées en des titres non négociables à 29 ans. Après on explique dans le livre qu'il y a les représentants du gouvernement allemand qui eux avaient émis une hypothèse au parlement en 2012 de prendre les 60% excédentaires de la dette des États et de la mutualiser, de créer un fonds européen d'amortissement sur 25 ans.*

COLMANT : Cela peut en effet arriver, mais le problème des dettes c'est qu'elles restent très nationales. L'exemple italien veut ralentir l'intégration européenne.

- Pensez-vous qu'on doit mettre la priorité sur les mesures plutôt budgétaires, étant donné qu'on a peu de marge de manœuvre au niveau des politiques monétaires à cause des restrictions allemandes et au niveau européen ?

COLMANT : Oui, c'est sûrement au niveau budgétaire que ça se jouera.

- Quand on parle de mesures budgétaires, est-ce que vous pouvez donner un exemple précis ? Est-ce que c'est au niveau national ou européen ?

COLMANT : National. Il est illusoire de croire qu'on impose des règles budgétaires dans la zone euro. C'est ça le problème d'une monnaie unique aussi : on part du principe que tout le monde va suivre la même discipline monétaire.

- Est-ce que ce ne serait pas intelligent de faire une monnaie commune au lieu d'une monnaie unique, d'avoir des monnaies nationales chaque fois évaluées par rapport aux autres ?

COLMANT : C'est ce qu'on avait avec l'écu de 79 à 99 : chaque devise évoluait par rapport aux autres et il y avait des règles d'évaluation. Je trouvais que c'était intelligent, surtout lorsqu'un pays faisait défaut. La monnaie commune (l'écu) était la moyenne pondérée des différentes devises. Je pense donc que la monnaie unique est une erreur fatale. Certains l'avaient prévu d'ailleurs.

- Vous proposez une monétisation de la dette au niveau de la BCE ?

COLMANT : Oui, le livre a été écrit avant la monétisation. Cela n'a pas eu d'impact en matière d'inflation, mais en même temps cela a servi à refinancer les finances publiques. On a un nouvel émetteur qui n'existait pas (la Banque Centrale). La BCE achète 20% de la dette publique et met de la monnaie en contrepartie : cela s'appelle monétiser, c'est-à-dire transformer en monnaie. Cela

augmente la masse monétaire, mais permet surtout de retrouver un créancier. On a une personne qui achète votre papier.

- Mais cela ne va pas désendetter les États pour autant ?

COLMANT : En effet, pas du tout.

- Ce ne serait pas ça aussi le problème, d'avoir une Banque Centrale qui n'est pas incorporée directement dans l'État ? Si par exemple la Banque Centrale est incorporée dans l'État, et si elle rachète les dettes de l'État et que l'État ne sait pas repayer ses dettes, cela ne pose pas un grand problème, si ?

COLMANT : Si cela pose un problème, car alors on n'a plus confiance en la monnaie. C'est pour cela qu'on dit que les Banques Centrales sont indépendantes.

- Mais elles ne sont pas vraiment indépendantes, si ?

COLMANT : C'est une fiction, elles ne sont pas indépendantes. Elles sont créées par les États. On ne peut pas imaginer une Banque centrale qui s'oppose au gouvernement.

-Aux USA on dit souvent qu'il y a un vrai axe entre la Fed et le gouvernement, alors qu'en Europe on a tendance à dire que c'est ce qu'il manque

COLMANT : On dit qu'on ne l'a pas, mais on l'a. On ne pourrait pas imaginer qu'une Banque Centrale s'oppose aux gouvernements qui l'ont nommée.

- Pour revenir sur la monétisation, elle est en diminution ?

COLMANT : Il prévoit d'arrêter, on n'achète plus, car on veut stabiliser les choses : chaque fois qu'une obligation arrive à maturité, on achète une autre. C'est arrêter l'augmentation, mais cela ne veut pas dire que le stock va disparaître. Le stock reste à perpétuité dans le bilan de la Banque Centrale.

- Vous pensez que cette monétisation a été assez utilisée ?

COLMANT : Oui, 20% c'est quand même beaucoup. On arrive à la fin lorsqu'on arrive à une inflation de 2%.

- Dans votre livre, vous dites que « l'endettement public est incompatible avec les perspectives de croissance ». Est-ce que pour vous réduire l'endettement public est la priorité absolue ? Est-ce qu'on ne devrait pas profiter des taux d'intérêt bas et accroître le déficit en investissant pour faciliter le remboursement de la dette ensuite ?

COLMANT : Non, ce n'est pas une priorité absolue et en effet c'est un peu paradoxal. En fait on a augmenté l'endettement quand on ne veut pas le faire, et on l'a contracté quand on aurait dû l'augmenter. C'est ça l'idée, on a travaillé dans le mauvais cycle.

- Donc d'après vous il faudrait privilégier d'autres objectifs budgétaires dans un premier temps ?

COLMANT : Oui. En fait, c'est une question d'idéologie. Il faut savoir ce qu'on veut faire de la dette publique. Soit on stimule la croissance, soit on punit les États endettés. Toute la logique de l'Euro

c'était de protéger le capital au détriment du travail. Si l'Euro avait comme objectif le plein emploi, on aurait eu un Euro très faible, inflationniste, on aurait probablement un peu ruiné les rentiers, mais on aurait donné du travail aux gens du sud.

- Pensez-vous alors qu'il faudrait quelque part nier un peu les exigences au niveau européen ?

C'est ce que l'Italie et le Portugal ont fait. L'Italie a dit : « On veut autre chose. On n'est pas d'accord avec la discipline budgétaire que nous imposent les allemands ». Donc l'Italie aurait voulu une monnaie plus faible, car c'est un pays qui est naturellement plus faible.

- Est-ce que vous pensez que la discipline allemande est une bonne discipline ?

COLMANT : Pas du tout, non.

- Les allemands ont un taux d'investissement public très faible, est-ce que c'est dangereux ? C'est moins risqué pour un Etat de s'endetter que la sphère privée qui est beaucoup plus fragile, donc est-ce logique ? L'Allemagne n'est-il pas le problème ?

COLMANT : Oui tout à fait c'est en partie l'Allemagne le problème ! La discipline allemande n'est pas du tout une bonne discipline. Il est difficile d'avoir une logique budgétaire et économique qui couvre des pays très différents.

- D'où votre livre intitulé « l'euro, une utopie trahie ? ». C'est l'évolution d'une réflexion qui part de la dette publique et qui en aboutit sur l'Europe ?

COLMANT : Absolument. Dans ce livre, la seule chose avec laquelle je me suis trompé c'est que j'ai cru que la création monétaire de la Banque Centrale allait susciter une inflation. Or, cela n'a pas suscité une inflation. Il y a 2 paramètres nouveaux à cela :

- Le vieillissement de la population (les personnes âgées consomment moins et épargnent plus).
- Le commerce en ligne a fait que les prix ont baissé. De plus en plus de gens achètent en ligne, si on prend cela en considération, on aurait une inflation beaucoup plus basse. Aujourd'hui on calcule l'indice d'inflation sur base des prix à la consommation dans le détail. Mais comme il y a beaucoup plus de gens maintenant qui achètent en ligne et que les prix sont beaucoup plus bas, une prise en compte de cet aspect pourrait mener à un taux d'inflation beaucoup plus bas. La Fed a fait une étude là-dessus et a démontré que l'inflation est en fait mal calculée.

- Vous parlez aussi de l'effacement des dettes ; c'est l'antimatière de l'économie de marché ?

Pourquoi ce serait une solution étant donné ses effets négatifs ?

COLMANT : On s'est lancé dans une politique d'endettement, car on a pensé qu'on pouvait emprunter le futur, mais le futur n'est pas là. Pensez au gisement des matières premières : on emprunte comme si c'était sans fin, on consomme presque deux planètes chaque année. À ce rythme un jour il n'y aura plus de ressources, et à ce moment-là ce sera le scénario catastrophe. D'ailleurs peut-être que le problème de la dette n'est qu'un problème annexe à des problèmes comme le réchauffement climatique. Il y a un véritable problème : emprunter pour son bien-être des sommes que la collectivité devra rembourser alors qu'on sait que la croissance est faible, cela pose un véritable problème. Soit on fait une nationalisation du système, c'est-à-dire qu'on confisque (=le marxisme). Soit on fait un échelonnement de dette, on va un peu monétiser. Mais maintenant avec des taux d'intérêt qui sont quasiment nuls, c'est assez logique. Le taux d'inflation est de 2%. Donc normalement, on devrait avoir au moins du 2% sur son carnet de dépôt. Or les taux d'épargne sont quasiment nuls aujourd'hui. On perd donc chaque année 2% de pouvoir d'achat, car l'État peut emprunter très bas et payer un taux d'intérêt inférieur au taux d'intérêt qu'il devrait payer.

- Avec des intérêts négatifs, il y a un risque de récession, non ? Si les taux d'intérêt se remettent à monter ?

COLMANT : Oui, ce serait catastrophique ! S'ils augmentent lentement, ça va, si par contre s'il y a un choc, ça n'ira pas et ce sera suivi d'un important choc boursier.

- Pour revenir au défaut souverain, dans quelle situation est-ce que ce serait envisageable ?

COLMANT : Honnêtement, je ne sais pas. Cela peut être un fait politique ou autre. Cela relève de la métaphore.

- En ce qui concerne le plan de Chicago, cela pourrait être la solution à la crise ?

COLMANT : Non, le Plan de Chicago c'est catastrophique, car c'est très récessionnaire. Il n'y aura plus de création scripturale, la création monétaire ne suivra plus la demande de crédit, ce sera hyper-déflationniste. Après la crise de 1929, les gens ont pensé qu'il fallait contracter la masse monétaire alors qu'on aurait dû l'augmenter. Jusqu'en 1913, les banques privées émettaient des billets de dollar. Après ils ont créé la Fed qui donne son cachet étatique sur la monnaie et ensuite le multiplicateur de crédit se met en place. Puis, il y a eu le choc boursier en 1929 et les gens ont dit que c'était à cause des banquiers donc qu'on doit contracter la masse monétaire pour empêcher que les gens empruntent, alors qu'il fallait faire permettre aux gens d'emprunter pour remettre du pouvoir d'achat dans l'économie. D'ailleurs en 29 tous les économistes se sont dit qu'on avait fait une grave erreur à ce niveau-là. Ils ont créé leur propre déflation. C'est pour cela qu'en 2008, les américains ont fait l'inverse qu'en 1930. Ils ont imprimé de la monnaie en 2009 parce qu'ils avaient tiré les leçons de 1929. Le plan de Chicago ce sont en fait des gens qui n'ont pas compris ce qu'il se passait. Si on avait fait le plan de Chicago, toute l'économie américaine tombait en hyper-déflation, ce qui est bien pire !

- Le plan de Chicago, cela enlève le droit aux banques de créer de la monnaie scripturale. Il pourrait dès lors il y avoir un manque de crédit, une diminution des crédits accordés. Cela pourrait être compensé par la Banque Centrale ?

COLMANT : C'est ce qu'on dit. Mais la spontanéité du crédit devient publique. Ce n'est plus la demande, mais l'offre.

- La Banque Centrale ne devrait-elle pas avoir le monopole de la création monétaire ?

COLMANT : C'est la négation de l'économie de marché. C'est une posture idéologique, il y a des gens qui disent que le marché ne suffit pas à lui-même. Je pense qu'il faut mieux réguler le marché par des États plus forts, mais pas casser le circuit monétaire. En Suisse par exemple, la Banque Centrale suisse aurait garanti toute la monnaie et ce serait devenu une monnaie de réserve absolue. Le franc suisse est une devise de réserve garantie par de l'or, mais qu'en plus, seul l'état suisse dans sa souveraineté absolue peut faire des francs suisses, cela vaut autant que de l'or. Donc ça va devenir la monnaie qu'on ne dépense pas, qu'on garde dans notre coffre. Une monnaie qui ne circule plus, comme de l'or, c'est une monnaie hyper-déflationniste. Idéologiquement, c'est une façon de dire au système bancaire qu'on fait tout sauter. C'est de la négation de l'économie marché.

INTERVIEW 2 – JEAN HINDRIKS – 2 juillet 2018

Description de l'intervenant : « Jean Hindriks est licencié et docteur en économie. Il a enseigné l'économie à l'université d'Exeter et au Queen Mary College, Université de Londres. Il est actuellement senior fellow chez l'Itinera Institute et professeur d'économie à l'Université Catholique de Louvain. Il est aussi co-directeur du Center of Operations Research and Economics et directeur des études du premier cycle en Economie et Gestion à l'UCL. Il est co-éditeur de plusieurs revues scientifiques et membre du panel d'experts fiscal du Fonds Monétaire International. Il a publié plusieurs livres et de nombreux articles scientifiques sur les questions de finances publiques et d'économie politique. Il publie et débat fréquemment dans les médias sur les thèmes de l'enseignement, des finances publiques et de la gestion des dépenses publiques » (Source : Itinera Institute).

- Comment pensez-vous qu'on puisse réduire l'endettement ?

HINDRIKS : Il y a 3 axes pour réduire l'endettement :

1. Les politiques budgétaires qui jouent sur le déficit
2. Les politiques monétaires qui jouent sur la croissance nominale – inflation
3. La politique de vente d'actif de l'État (cependant cette troisième méthode n'est pas fort intéressante).

HINDRIKS : Critique RR : Empiriquement on n'a jamais trouvé de seuil d'endettement précis au-delà duquel l'endettement devient nuisible à la croissance. Il y a des pays à fort niveau d'endettement qui ont de la croissance, et d'autres à faible niveau d'endettement, mais qui n'ont pas de croissance.

- Pensez-vous que qu'une remontée des taux augmenterait le risque des dettes souveraines ?

HINDRIKS : Pas tant qu'on est dans la zone euro. Comme on l'a vu avec la Grèce, les États viendraient en aide. Si le marché ne veut plus financer, ce seront les États qui le feront.

- Que pensez-vous de la dette implicite des pensions ?

HINDRIKS : D'abord, il faut distinguer ce qui est un flux et ce qui est un stock. Les pensions c'est un stock, c'est la somme de tous les flux. Donc les pensions jouent sur le stock via leur flux. Ce flux en question c'est que chaque année on a des pensionnés supplémentaires, sauf qu'on n'a pas constitué de réserves pour ces nouveaux arrivants, et les cotisations ne suffisent pas à financer ces pensions supplémentaires étant donné que le nombre de cotisants est stable et que le nombre de pensionnés est en augmentation. Donc on finance ces pensions par le déficit. D'ailleurs, la grande majorité du déficit à l'heure actuelle c'est le financement de la sécurité sociale. Chaque année, il faut entre 1,5 et 2 milliards supplémentaires pour les pensions.

Ce qu'il faut bien comprendre c'est : quand je travaille, chaque année j'accumule des droits de pension. Les cotisations que je paie sont tout de suite utilisées pour payer les pensions d'aujourd'hui. Quand je serai à la pension, ce sera vous qui paierez ma pension. Donc la dette implicite c'est les cotisations qu'on va devoir prélever sur vous pour payer les pensions. Les articles qui stipulent que la dette implicite des pensions s'élève à 400% du PIB ne tiennent pas en compte les futures cotisations. Il faut faire attention avec ce type de mesure, car c'est très difficile à déterminer étant donné que ça repose sur énormément d'hypothèses au niveau de l'évolution de l'emploi, ainsi que de l'espérance de vie. Donc seul un chiffre n'est pas fiable, il faudrait plutôt exprimer ça sous la forme d'une fourchette étant donné la grande marge d'incertitude. Dans votre analyse, les pensions doivent être un élément crucial, car c'est ce qui pousse à la hausse les dépenses primaires de l'État. Si le taux de dépendance économique augmente, c'est-à-dire le nombre de pensionnés qui dépendent du nombre de cotisants, alors les dépenses primaires augmentent. Il faut donc convaincre les gens de rester plus longtemps sur le marché du travail afin de réduire ce taux.

- D'après vous, la pension à point permettrait d'inciter les gens à rester sur le marché du travail plus longtemps ?

HINDRIKS : Oui, l'idée de la pension à point c'est que les gens voient clairement ce qu'ils gagnent en restant une année en plus dans la vie active. C'est clair, c'est net, c'est dans leur compte. C'est vraiment un système basé sur la simplicité. Et cette simplicité et transparence devraient motiver les gens à rester plus longtemps au travail. Surtout pour vous, que valent les mesures des gouvernements sur les pensions, mesures qui sont susceptibles de changer à chaque nouvelle élection ? Tandis qu'avec ce système, dès que vous commencerez à travailler vous obtiendrez vos points. Une fois que vous avez vos points, on ne peut plus vous les enlever, et la valeur d'un point ne diminuera jamais. La facilité c'est de pouvoir liquider nos points quand on le veut, donc si on veut partir plus tôt à la pension, on peut liquider la moitié de ses points et faire un mi-temps. De même que si on veut liquider un quart de nos points, on peut le faire, le système est totalement libre, chaque citoyen peut adapter sa pension en fonction de ses préférences. C'est beaucoup plus moderne. Le système permet aussi de mettre en place des systèmes de solidarité pour ceux qui ont des métiers plus difficiles en leur donnant des points de compensation. De même pour les gens qui sont malades, ils pourraient obtenir des points pendant leur arrêt maladie, les gens qui s'occupent d'autres personnes malades c'est pareil. Si les femmes ont des pensions moindres que les hommes aujourd'hui, ce n'est pas de la discrimination, ça vient du fait que

80% des femmes ont des temps de carrière moindre, car elles s'occupent des enfants par exemple, et pour cela il y aurait des points de compensation accordés.

Mieux encore, dans un ménage, chacun a des points en fonction de son travail. Si le ménage a un enfant qui arrive, il faudra qu'un des deux parents ralentisse pour pouvoir s'en occuper. Avec le système actuel, celui qui va s'occuper de l'enfant va sacrifier une partie de sa pension. Donc avec un système à point, on pourrait sans problème imaginer un partage des points, donc que celui qui continue à travailler donne des points à celui qui s'occupe de l'enfant ou autre.

L'utilité de baisser la dette c'est de pouvoir par après faire face à des chocs. C'est pourquoi il serait nécessaire qu'elle diminue tant que tout va bien. Car quand on est trop endetté, on perd cet instrument qui nous permet d'atténuer ces chocs. Heureusement qu'on avait réussi à baisser l'endettement avant la crise de 2007-2008, car on a pu mettre toute une série de personnes au chômage technique, via ce qu'on appelle « les stabilisateurs automatiques ». Et encore, on n'a pas fait suffisamment avant la crise, on a eu des belles années, on aurait dû constituer des réserves.

L'erreur qu'on a faite dans les années '70, c'est qu'avec la crise, on a laissé des gens partir beaucoup trop tôt à la pension, avec pour but de libérer des places au sein du marché du travail afin de combattre le chômage chez les jeunes. Là, on a commencé à donner des « win for life » à des gens à 50 ans. Le problème c'est qu'une fois que l'économie reprend, ces gens qui sont partis à la pension ne reviendront plus sur le marché du travail. Donc on s'engage pendant trop longtemps à leur verser une pension. Encore aujourd'hui on entend des politiciens dire qu'il ne faut pas reporter l'âge de la pension, car cela va rendre l'accès au marché du travail plus difficile pour les jeunes. Mais ce sont des logiques qui sont statiques, qui n'internalisent pas le fait que laisser partir des gens plus tôt à la pension ça coûte de l'argent. Étant donné que ce coût est financé par les gens qui travaillent, cela augmente le coût du travail. Or, l'augmentation du coût du travail pousse les firmes à délocaliser, à recourir à des travailleurs détachés comme on le voit beaucoup dans le milieu de la construction, ou bien à se tourner vers la robotisation.

- Selon vous quelle politique budgétaire serait optimale ? Austérité ? Investissements ?

HINDRIKS : Oui, je pense que les dépenses de fonctionnement de l'administration belge sont trop élevées. Par exemple, toutes les organisations intercommunales, il faut faire sauter tout ça, c'est trop coûteux et ça ne sert à rien. Les gens qui sont là et qui n'ont aucune compétence, qui viennent juste du monde politique n'ont plus leur place. Le point positif avec tout ça c'est que ces gens vont bientôt partir à la pension, donc il va y avoir un renouvellement. Et il faut faire ce renouvellement de la bonne manière, c'est-à-dire en amenant des personnes compétentes au lieu de politiciens. Ça, c'est le combat à mener aujourd'hui, c'est votre combat. En mettant les bonnes personnes au bon endroit, vous allez d'une part réduire le déficit et d'autre part augmenter la croissance. Il faut donner à chaque euro public une plus grande valeur ajoutée.

INTERVIEW 3 – HENRI BOGAERT – 16 juillet 2018

Descriptif de l'intervenant : Henri Bogaert est un macro-économiste et haut fonctionnaire belge. Il est membre du conseil d'administration et professeur à l'université de Namur, chargé de cours de politique économique et de finance. Il a été expert au bureau fédéral du plan de 1973 à 1990 et chef du cabinet adjoint du Premier Ministre de 1991 à 1992. Il est commissaire au Plan depuis 2014. (Source : Bureau fédéral du Plan)

- Selon vous, comment arriverons-nous à réduire l'endettement public ? Est-ce que sera simplement par de la croissance et par la réduction du déficit public ou alors est-ce que d'autres solutions monétaires pourraient être mises en place ?

BOGAERT : En termes de politique monétaire, nous n'avons plus la maîtrise sauf si on sort de l'Euro. Si on sortait de l'Euro, on aurait à nouveau une politique monétaire autonome. Même quand nous avons une politique monétaire autonome, nous avons toujours essayé de lier le franc belge à une monnaie forte, à savoir le Deutsch Mark. Nous avons procédé à plusieurs reprises à des dévaluations pour revenir à une compétitivité correcte. La politique monétaire ne me semble pas être une bonne chose : premièrement, impossible sauf sortie de l'euro et je ne vois pas pourquoi, avec l'état de la dette actuelle, pourquoi cela arrivait.

- Quels sont les dangers d'une politique monétaire expansionniste ou inflationniste ?

BOGAERT : Les déficits en % du PIB diminueraient, car le PIB en terme nominal augmenterait. Cela entraîne une réaction des marchés au niveau des taux d'intérêts qui très rapidement se transmet aux charges d'intérêts de la dette publique et donc au déficit public. Une hausse des taux d'intérêt creuserait le déficit et l'endettement public par une augmentation des charges de la dette publique, mais également par un ralentissement de l'économie et donc une diminution des revenus de l'état par une réduction de la base taxable. Le quantitative easing est destiné à relancer la croissance économique, en faisant baisser les taux d'intérêt suite à la crise de 2008. Par conséquent, cela réduit les charges de la dette.

- Des mesures telles qu'une ponction sur l'épargne constitueraient-elles pour vous une solution au désendettement ?

BOGAERT : Un impôt sur l'épargne se répercuterait sur les taux d'intérêts, ce qui augmenterait les charges de la dette. Cela ne constitue pas une solution. L'augmentation des taux d'intérêt est également une charge pour tous les agents privés, ce qui diminue la croissance économique et donc la base taxable.

- Étant coincés au niveau monétaire, selon vous, les solutions seraient vraiment au niveau budgétaire ?

BOGAERT : La politique européenne vise à déterminer un solde structurel, corrigé des effets du cycle. Les États doivent se fixer un objectif en termes de solde structurel. La Belgique doit viser un solde structurel de zéro. À long terme, indépendamment du cycle, avec un équilibre budgétaire et une croissance raisonnable nominale de 1,75% d'inflation plus 1% ou 1,5% de croissance, la dette publique en pourcentage du PIB devrait décroître de manière raisonnable. En pourcentage du PIB, car au niveau nominal elle ne va pas bouger, car nous sommes presque à l'équilibre budgétaire.

- Quels choix budgétaires suggériez-vous afin de réduire l'endettement ?

BOGAERT : Il va falloir diminuer le déficit structurel dans les prochaines années. Il y a des tas de solutions, qui dépendent des choix politiques. Il faut que structurellement, les recettes publiques augmentent plus vite que les dépenses publiques.

- Pensez vous qu'il faudrait axer cela par une augmentation des revenus publics ou plutôt par une diminution des dépenses de fonctionnement, ou même des dépenses d'investissement ?

BOGAERT : Au niveau des choix budgétaires, on est dans une position difficile depuis très longtemps, car nous avons déjà un taux de prélèvement et une pression fiscale extrêmement élevés, parmi les plus élevées au monde. C'est extrêmement problématique pour les entreprises et la compétitivité de la Belgique. Nous ne pouvons donc pas trop augmenter la fiscalité, et au contraire il faut plutôt tendre vers une diminution. En effet, une diminution des prélèvements sur le travail de telle manière à ce que la croissance revienne et qu'on crée de l'emploi. La seule chose que l'on puisse faire de manière raisonnable au niveau des recettes fiscales est de faire des « shifts » donc de changer la base des prélèvements.

Il faut donc agir sur les dépenses. Il y a 3 types de dépenses : celles qui ont un impact direct sur la croissance économique (investissements, éducation, R&D), les dépenses de transfert et les dépenses de la sécurité sociale. Dans le budget de la sécurité sociale, les plus gros postes sont ceux liés au vieillissement de la population, à savoir les dépenses de santé et celles de pensions, qui s'agrandiront dans les années à venir. En effet, leur croissance est plus élevée que celle du PIB. Il faut donc essayer de contenir les dépenses de ces deux postes-là malgré le vieillissement de la population. De plus, il faut surtout essayer de diminuer les dépenses de transfert.

Au niveau des dépenses de fonctionnement, je pense que nous avons trop d'emploi public et trop d'institutions en Belgique. La régionalisation et les réformes institutionnelles ont sans doute été un des moteurs dans ce domaine, ce qui fait que nous nous retrouvons avec beaucoup trop d'emploi public. Le problème c'est que si on diminue l'emploi public, ça a un impact direct sur le PIB, à la fois sur la croissance directe et indirecte. Il faut donc être sûr de pouvoir créer de l'emploi et pour ça il faut réformer le marché du travail, pour faire en sorte qu'il y ait plus d'emplois. Voilà le dilemme de la Belgique, qui n'est pas nouveau.

- Pensez vous qu'au niveau européen, un budget soutenir la croissance ou affecter positivement l'endettement ?

BOGAERT : Dans certains domaines, une mutualisation des moyens serait bénéfique à l'ensemble. S'il y avait une fiscalité des sociétés au niveau européen, ce serait plus facile à gérer. L'idée d'un budget européen c'est l'idée d'avoir un budget qui permet de faire de la gestion conjoncturelle et

gestion cyclique afin de prévenir les crises, auquel je ne crois pas trop.

Il y a par contre des dépenses sur lesquelles on nous attend, de manière assez dramatique : les dépenses de la défense. Manifestement, une dépense européenne n'existe pas et on nous demande de faire un effort de pratiquement 1% du PIB supplémentaire. Ça ne sera pas rien, car 1% du PIB supplémentaire c'est beaucoup, et il va falloir trouver l'argent. IL y a d'autres domaines que la défense, mais c'est ce même genre de problématique. On pourrait essayer donc essayer de faire un budget européen qui permette de faire de la gestion conjoncturelle.

- On voit que les taux d'intérêt à 10ans augmentent aux États-Unis, pensez-vous qu'ils risquent d'augmenter ici aussi ?

BOGAERT : On voit que la croissance revient à un niveau un peu plus normal et donc progressivement l'inflation va également revenir. Je pense que les taux bas peuvent encore durer, mais à moyen terme, la banque centrale et les banques vont revenir à des taux d'intérêt plus normaux aussi.

- Cela alourdira le poids de la dette, il faudra donc à nouveau fournir des efforts budgétaires ?

BOGAERT : On doit s'attendre à ce que ces taux remontent. Pour le moment, les efforts ont été amoindris par le fait que les taux d'intérêt ont baissé et sont très bas. Il faut tout faire pour qu'ils ne remontent pas de manière brutale. S'ils remontent de manière brutale, on peut se retrouver dans une crise comme celle dans laquelle nous avons été.

Si vous deviez situer l'économie sur une phase d'un cycle actuellement, où pensez-vous qu'on se situerait ? Y a-t-il des chances que nous retombions dans une récession très bientôt ? Pas pour le moment, non. Nous avons été dans une phase ascendante, nous sommes maintenant revenus à un taux de croissance qui est plus ou moins celui du potentiel.

INTERVIEW 4 – STEFAN THEYS – 14 juin 2018

Description de l'intervenant : « Stefan Theys est directeur délégué du département des relations investisseurs et du développement de produits au sein de l'Agence Fédérale de la Dette. L'Agence Fédérale de la Dette est chargée de la gestion de la dette publique avec pour objectif principal de

minimiser le coût financier de la dette de l'État fédéral en tenant compte des risques de marché et des risques opérationnels en ligne avec les objectifs généraux de la politique budgétaire et de la politique monétaire » (Agence Fédérale de la Dette).

Précision : Stefan Theys précise qu'il n'est pas la voix officielle de l'agence, que ses propos ne reflètent donc en rien la position de l'agence.

- Votre objectif est de minimiser le coût financier de la dette. Pouvez-vous nous en dire davantage à ce sujet ?

THEYS : Les objectifs sont votés chaque année et font partie de la loi budgétaire annuelle. Elle peut être changée chaque année, mais elle reste en pratique la même. Quand on parle de minimiser les coûts de la dette, on a une stratégie long terme qui est approuvée chaque année par le ministre des finances. On pourrait, si le marché l'acceptait, tout émettre à court terme, mais nous préférons opter pour le long terme.

- Comment est déterminé le montant à emprunter chaque année ?

THEYS : Le montant à emprunter c'est le déficit de l'année auquel on ajoute le montant des emprunts qui arrivent à échéance. Évidemment les taux jouent aussi, mais ça, c'est difficile à prévoir. Chaque année, en décembre après une réunion avec nos dealers, on publie pour le marché le plan de financement, dans lequel on retrouve l'estimation du déficit, et le montant exact de ce qui vient à échéance. Par exemple, cette année, les besoins ont été estimés à 33,25 milliards.

- La BCE compte remonter ses taux directeurs à partir de l'été 2019. Quel impact pensez-vous que cela aura sur le financement de la dette ?

THEYS : Tout d'abord dans une gestion dite prudente de la dette, on tient évidemment compte de plusieurs scénarios, et on part du principe que les taux vont monter. Dans nos prévisions, nous estimons que les taux vont monter, mais de manière assez modérée, pas abruptement. Une manière de se protéger

contre cela, que nous avons particulièrement utilisé a été de rallonger la durée de vie moyenne des obligations, afin de se protéger contre une hausse des taux. En 2010 on avait une durée moyenne de 6 ans, et aujourd'hui nous sommes à 9,5 ans, ce qui est une des durées les plus hautes en Europe. Cette année nous avons émis des OLO à 40 et 50 ans.

- Les produits financiers belges ont-ils majoritairement des taux fixes ?

THEYS : Oui, entièrement. On a dans le passé émis des FRN (Floating rate note), et je pense que le dernier est venu à échéance cette année-ci. Mais il est possible que nous émettions à nouveau ce type de produit, car c'est une diversification de notre base d'investisseurs. De plus, tant que ces montants sont faibles, ils ne sont pas en mesure de mettre à mal la stratégie globale. En général, on prévoit un certain montant pour d'autres produits, par exemple pour les EMTN (European Medium term notes). Grâce à cela nous pouvons émettre en devises, ce qui permet de se diversifier d'émettre à des taux parfois plus avantageux.

- Que pensez-vous de la dette implicite que représente les pensions ?

THEYS : D'un point de vue de la gestion de la dette, les pensions représentent des contingent liabilities. Chez nous, les contingent liabilities ne concernent en fait surtout les garanties de l'État. Dans le cas de la Belgique, c'est surtout les garanties pour Dexia. Une contingent liability dans le cadre des pensions n'est pas calculée en Belgique, parce qu'on considère qu'on peut toujours changer le régime des pensions, contrairement à certains pays qui ont une obligation contractuelle au niveau des pensions. Mais au niveau de l'Agence de la Dette, nous ne tenons pas compte de ces contingent liabilities. Donc hors-scope.

- Pensez-vous qu'il serait bon d'adopter une règle d'or des finances publiques ?

THEYS : Cette règle existe en Belgique, c'est le fiscal compact et le two-pack. C'est un règlement européen qui s'applique à tous les membres de la zone euro. C'est ce règlement qui force la Belgique à réduire sa dette d'environ 2% par an pour arriver aux 60%.

- Le taux d'investissement public belge est relativement faible par rapport à la moyenne européenne, avez-vous votre mot à dire face à cela ?

THEYS : C'est une critique qu'on a surtout du FMI et de la Commission. La seule chose qu'on peut répondre à ça c'est que c'est au niveau politique que ça se passe. Mais justement le gouvernement Michel a adopté un large plan d'investissement public et privé cette année. Mais comme je l'ai dit, ce sont les politiciens qui s'occupent de ça et non les gestionnaires de la dette. Mais il est vrai que pour diminuer la dette, il faut soit augmenter le PIB soit augmenter l'inflation, et les investissements publics s'ils sont profitables à court terme peuvent augmenter le PIB et donc réduire la dette.

- Pensez-vous qu'un système à point permettrait de mieux contrôler les effets du vieillissement de la population ?

THEYS : De nouveau, cela est dans la sphère politique. Mon avis personnel est que cela va dépendre de la façon dont on va présenter ce projet. Mais je ne sais pas si ce projet est encore d'actualité politique aujourd'hui. Pour cela je vous conseille de vous diriger vers le ministre des pensions.

- De manière globale, comment vous pensez pouvoir réduire l'endettement public ?

THEYS : Pour nous, en tant que technicien, la réponse serait de dégager un surplus primaire. Nous y sommes parvenus dans les années 90, jusqu'à dégager un surplus primaire de 6%, ce qui est assez élevé. D'ailleurs les investisseurs savent que chez nous, nous sommes déjà parvenus à réduire drastiquement notre taux d'endettement, ce qui n'est pas nécessairement le cas pour tous les pays. Et ça augmente la confiance que les investisseurs ont vis-à-vis de la Belgique.

- D'après vous, le taux actuel de l'endettement belge qui s'élève à un peu plus de 103% du PIB est-il problématique ?

THEYS : Oui et non. Il est problématique parce qu'il est élevé, mais il n'est pas problématique dans la mesure où on sait le gérer. Et nous sommes assez sûrs qu'à long terme nous pourrions encore le gérer. La demande pour la dette belge est forte, et nous ne sommes pas isolés, à savoir que l'endettement est présent partout. Donc au niveau technique l'endettement à plus de 100% du PIB n'est pas un problème, car nous le gérons depuis des années et nous l'avons géré dans des conditions qui étaient parfois bien pires que celles d'aujourd'hui. On suit notre stratégie de long terme, on augmente la durée de vie de nos emprunts, ce qui implique qu'il y aura moins d'emprunts qui viennent à maturité, donc les besoins de financement annuels sont beaucoup moindres qu'avant, ce qui d'après nous est une mesure de sécurité. Donc pas de problème majeur pour la Belgique même si la dette reste élevée. Mais il est clair qu'il faut réduire la dette, pas de doutes là-dessus.

