

LISTE DES ABREVIATIONS

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

SIGNES CONVENTIONNELS

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

CONSIDERATIONS RELATIVES AU NIVEAU DE L'ENDETTEMENT DES POUVOIRS PUBLICS

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

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

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

I. REGLEMENTATION EUROPEENNE

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

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

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

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

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

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

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

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

II. ASPECTS COMPTABLES: DETTE BRUTE ET DETTE NETTE

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

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

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

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

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

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

III. CONSIDERATIONS THEORIQUES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. LA DETTE PUBLIQUE DANS UN CADRE PLUS LARGE

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

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

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

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

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

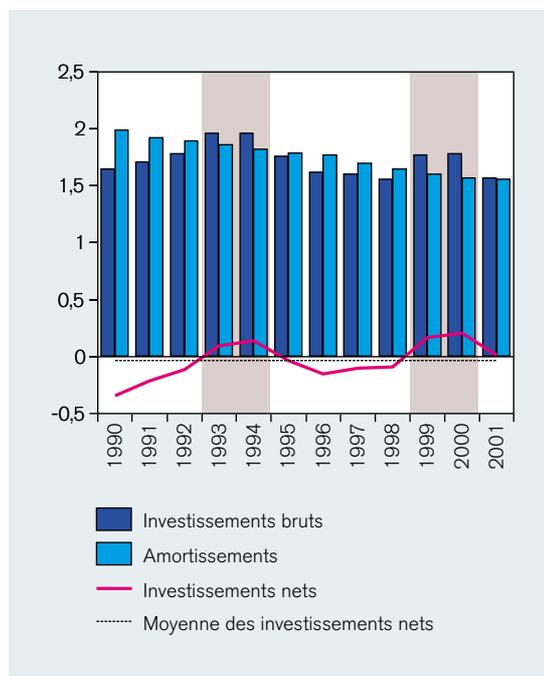
indirectement le revenu disponible des ménages. D'autre part, les possibilités de dépenses des générations futures sont limitées puisque toutes autres choses restant égales, celles-ci devront au moins payer les charges d'intérêts sur la dette ainsi créée. Il semble donc indispensable d'évaluer le niveau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

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

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

GRAPHIQUE 1 – INVESTISSEMENTS BRUTS ET NETS DES POUVOIRS PUBLICS BELGES

(pourcentages du PIB)



Source: ICN.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. LA DETTE PUBLIQUE EN TANT QU'INSTRUMENT FINANCIER

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IV. ETUDES EMPIRIQUES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

V. NORMES DE LA DETTE PUBLIQUE DANS CERTAINS PAYS

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

1. LA NOUVELLE-ZÉLANDE²

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. LE ROYAUME-UNI¹

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

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

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

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

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

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

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

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

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

VI. CONCLUSION

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

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

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

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

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