

Un solde de financement positif persistant : une caractéristique structurelle de l'économie belge

Bruno Eugène
Wim Melyn

Depuis plusieurs années, l'économie belge dégage systématiquement un surplus notable des échanges de biens et services, des flux de revenus et des transferts avec le reste du monde. Les données publiées récemment par la Banque et par l'ICN indiquent que le solde des opérations courantes et des transferts en capitaux a de nouveau été largement excédentaire en 2002. Considérés globalement, les différents secteurs de l'économie – particuliers, sociétés et pouvoirs publics – ont en effet dégagé une capacité nette de financement de 4,9 p.c. du PIB, proche du niveau moyen de quelque 5 p.c. observé depuis la seconde moitié des années nonante.

Cette situation semble constituer une caractéristique structurelle de l'économie belge : au cours des cinquante dernières années, hormis la période allant de 1975 à 1984, le solde de financement a presque systématiquement été positif. Cette particularité suscite des questions de différentes natures. Elles portent d'abord sur l'importance économique du solde de financement, et sur l'interprétation de son niveau ou de son évolution en termes de politique économique. Ensuite, on peut s'interroger sur la contribution à ce solde des différents types d'opérations avec le reste du monde. Enfin, au-delà des résultats observés de manière comptable dans les statistiques de la balance des paiements ou des comptes nationaux, il convient de rechercher les déterminants fondamentaux du comportement des agents économiques à l'origine de ces résultats.

Cet article est structuré selon cette division en trois points. La première partie examine la signification du solde de financement, en distinguant la situation d'une économie déterminant de manière indépendante sa politique monétaire et de change et celle d'une économie intégrée dans une union monétaire. Dans la deuxième partie, l'évolution du solde de financement de la Belgique est décrite dans une perspective de long terme. Les résultats sont comparés à ceux d'autres économies, et les principales catégories d'opérations sont analysées séparément. Enfin, la troisième partie présente une analyse du comportement d'épargne et d'investissement des différents secteurs de l'économie, la différence entre ces grandeurs étant équivalente au solde de financement. Certains déterminants susceptibles d'en expliquer l'évolution y sont mis en exergue.

La statistique des comptes nationaux a été privilégiée dans le cadre de cet article. Elle permet en effet de disposer de données couvrant une période de près de cinquante ans pour le solde de financement, et de plus de trente ans pour les principales composantes, sans perturbations majeures dues à des modifications méthodologiques. En outre, elle porte de manière intégrée sur les opérations avec le reste du monde et sur celles des secteurs intérieurs. La statistique de la balance de paiements ne recouvre que les échanges extérieurs et n'offre pas le même recul, puisqu'elle n'est établie pour les opérations courantes de la Belgique seule que depuis 1995. Antérieurement, la balance des paiements était établie de manière consolidée pour la Belgique et le Luxembourg, les deux pays formant une union douanière et une association monétaire.

Les deux statistiques sont largement compatibles et présentent des résultats comparables. Le contenu des deux concepts les plus largement utilisés dans ce contexte, à savoir le solde des opérations courantes de la balance des paiements et la capacité ou le besoin de financement de l'économie dans les comptes nationaux, est pratiquement identique, la seule différence résidant dans la prise en compte des transferts en capitaux et des acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits, telles par exemple les achats de brevets, dans le solde de financement des comptes nationaux. Les montants en cause sont toutefois généralement de faible ampleur et n'affectent pas les évolutions structurelles analysées dans cet article.

1. Signification économique du solde de financement

Dans le cadre comptable de la balance des paiements ou de la comptabilité nationale, le solde courant, ou le solde de financement de l'économie, est obtenu comme le résultat net d'un grand nombre d'opérations diverses. Du point de vue de l'analyse, il permet de signaler d'éventuels déséquilibres globaux, à la fois sur le plan externe et sur le plan interne; il constitue dès lors un instrument important d'appréciation de la situation économique. À ce titre, il est suivi avec intérêt par le FMI ou par les agences chargées de la notation des risques souverains; il fait également partie, à titre secondaire, des critères définis par le traité de Maastricht pour la participation à l'union économique et monétaire.

Du point de vue externe, le solde courant reflète la demande ou l'offre excédentaire de monnaie nationale par rapport aux monnaies étrangères qui résulte des échanges internationaux de biens ou services, des flux de revenus, ou des transferts. Il peut dès lors servir d'objectif intermédiaire pour la politique monétaire et de change. Selon le régime de change en vigueur et le degré de libéralisation des marchés des capitaux, il doit être compensé par des transactions financières, qui proviennent soit des forces du marché, soit d'une intervention de la banque centrale. Une variation du solde des biens et services peut également mettre en évidence une modification de la position compétitive de l'économie vis-à-vis des partenaires commerciaux, susceptible d'affecter tant les exportations que les importations. Une telle évolution pourrait nécessiter une réaction des politiques économiques, par exemple au niveau de la parité de la monnaie, de la formation des coûts des entreprises, ou, de manière plus structurelle, des caractéristiques de la production. Sur le plan interne, un déséquilibre du solde de financement de l'économie revient à observer un déséquilibre entre l'épargne et

l'investissement de l'ensemble des secteurs intérieurs; s'il est persistant, il peut peser sur la solvabilité.

Au-delà de la constatation d'un déséquilibre, il convient d'en étudier les causes initiales. En effet, un solde positif ne peut pas a priori être qualifié de bon, ni un déficit de mauvais, sans que soient analysés les éléments qui leurs sont sous-jacents, afin d'apprécier si un déséquilibre du solde de financement constitue un risque pour la croissance et l'emploi ou pour la stabilité des prix. Ainsi, il peut être souhaitable d'avoir un besoin de financement si, par exemple, les capitaux nets qui entrent dans le pays sont investis et favorisent la croissance future du pays. Inversement, une capacité de financement largement excédentaire peut indiquer que l'économie investit trop peu dans son ensemble et hypothèque la croissance future. La littérature en la matière s'intéresse plus souvent aux problèmes liés aux besoins de financement structurels qu'aux capacités de financement. Elle pose que le besoin de financement d'une économie est soutenable aussi longtemps que celle-ci a les moyens et la volonté de le rembourser et aussi longtemps qu'une contrepartie étrangère est prête à le financer⁽¹⁾.

La participation à une zone monétaire modifie de manière importante la signification du solde de financement. En effet, la mise en œuvre de la politique monétaire s'effectue dans ce cadre au niveau de l'ensemble de la zone. Les pays qui la composent deviennent ainsi l'équivalent de

TABEAU 1 SIGNIFICATION ÉCONOMIQUE DU SOLDE DE FINANCEMENT

| Usages traditionnels | Changements du fait de l'union monétaire |
|--|---|
| Politiques économiques | |
| – Politiques monétaire et de change | – Effet direct disparaît |
| – Indicateur de compétitivité | – Inchangé, mais l'instrument de taux de change disparaît |
| – Structure de l'économie | – Inchangé |
| – Financement des secteurs | – Inchangé |
| Sources statistiques | |
| – Établissement de la balance des paiements de la Belgique | – Contribution des flux extra-européens à la balance des paiements de la zone |
| – Établissement des comptes nationaux de la Belgique | – Inchangé |

(1) Voir par exemple O'Malley, J. (2002) « National balance of payments in a euro area context », *Quarterly Bulletin*, Central Bank of Ireland, n° 1, pp. 97-111.

régions de la zone monétaire, et seules les transactions de l'ensemble de la zone avec le reste du monde sont encore pertinentes en ce qui concerne la politique monétaire et de change.

Dans ce cadre, considérés séparément, d'éventuels déséquilibres du solde de financement des participants n'exercent plus d'effets directs sur les taux de change. Ils peuvent toutefois, s'ils deviennent significatifs et ne sont pas compensés par des excédents des autres entités de la zone, peser sur le solde global de la zone. C'est notamment pour cette raison que le traité de Maastricht et le pacte de stabilité et de croissance instaurent une certaine coordination en matière de finances publiques.

Par contre, même dans le nouveau cadre institutionnel, le solde de financement conserve un rôle important d'indicateur sur le plan interne, en matière de compétitivité ou de position financière des différents secteurs intérieurs. Puisque les participants ne disposent plus d'autonomie en matière de taux de change – ils ne peuvent dès lors plus procéder à des dévaluations compétitives – et que par ailleurs ce cadre renforce l'intégration des marchés de biens et services et des marchés financiers – et donc la concurrence entre les agents – les déséquilibres macro-économiques appellent des réponses au moyen de la politique des revenus ou de la politique structurelle, de préférence de manière préventive, dans la mesure où ces politiques n'exercent leurs effets que de manière progressive.

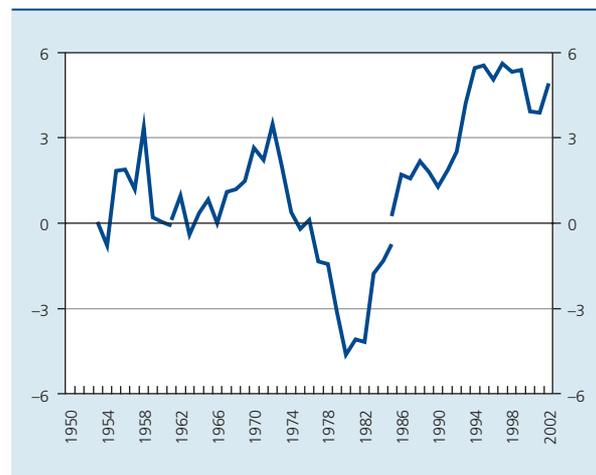
Du point de vue de l'établissement des statistiques, on peut noter que si seules les transactions réelles et financières de l'ensemble de la zone euro avec le reste du monde sont encore pertinentes dans le cadre de la politique monétaire et de change, les États participants conservent la responsabilité d'établir la balance des paiements vis-à-vis des économies tierces, et c'est l'agrégation par la BCE qui permet d'établir celle de la zone euro.

2. Évolution du solde de financement de la Belgique et de ses principales composantes

2.1 Le solde de financement

Depuis 1953, à l'exception de la seconde moitié des années septante et du début des années quatre-vingt, la Belgique a la plupart du temps dégagé une capacité de financement; celle-ci s'est élevée en moyenne à 1,3 p.c. du PIB. Globalement sur ces cinquante dernières années, la Belgique a donc mis des moyens financiers à disposition

GRAPHIQUE 1 BESOIN NET (-) OU CAPACITÉ NETTE DE FINANCEMENT DE LA BELGIQUE ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



Sources : INS, ICN.

(1) Données des comptes nationaux. La série est affectée de ruptures en 1960 et en 1985, à la suite de la mise en œuvre des méthodologies du SEC 79 et du SEC 95.

du reste du monde, et a ainsi accumulé des avoirs financiers nets.

Différentes périodes ont marqué l'évolution du solde de financement de la Belgique depuis 1953. Au cours des vingt premières années, le solde a été légèrement positif, variant généralement entre l'équilibre et un excédent maximum de 3,5 p.c. du PIB, qui a été atteint en 1972. À partir de 1973, la capacité n'a pratiquement pas cessé de diminuer et s'est muée en un besoin de financement à partir de 1975. Celui-ci a atteint un point bas en 1980, à 4,6 p.c. du PIB. Une amélioration progressive du solde s'est alors produite, ramenant celui-ci à l'équilibre en 1985, avant une stabilisation à un excédent de quelque 2 p.c. du PIB entre 1986 et 1992. En 1995, la capacité de financement a atteint le niveau record de 5,6 p.c. du PIB. Elle a fluctué depuis dans une fourchette allant de 3,9 à 5,6 p.c. du PIB. En 2002, elle s'est élevée à 4,9 p.c.

La capacité de financement de la Belgique, de l'ordre de 5 p.c. du PIB entre 1998 et 2002, figure parmi les plus élevées de la zone euro. Globalement, celle-ci a dégagé un solde limité de 0,9 p.c. du PIB, mais de grandes différences existent entre les partenaires qui la composent. En tête, la Finlande a affiché une capacité de financement de 6,6 p.c. du PIB, tandis qu'en queue de peloton le Portugal a emprunté au reste du monde l'équivalent de 6,7 p.c. du PIB. Des différences sont également observables en termes absolus. La France a mis le plus de moyens financiers à disposition du reste du monde, à concurrence de

TABLEAU 2 CAPACITÉ NETTE OU BESOIN NET (-)
DE FINANCEMENT
(moyennes 1998-2002)

| | Pourcentages du PIB | Milliards d'euros |
|-----------------------------|------------------------|----------------------|
| Suisse ⁽¹⁾ | 11,7 | 28,8 |
| Norvège | 9,9 | 18,4 |
| Finlande | 6,6 | 8,5 |
| Belgique | 4,7 | 11,4 |
| Suède | 3,8 | 9,3 |
| Pays-Bas | 3,3 | 13,1 |
| Japon | 2,4 | 103,4 |
| Canada ⁽²⁾ | 1,9 | 10,9 |
| Danemark | 1,8 | 3,2 |
| France | 1,8 | 25,4 |
| Zone euro | 0,9 | 52,8 |
| Italie | 0,7 | 8,0 |
| Irlande | 0,6 | 0,5 |
| Allemagne | 0,4 | 9,6 |
| Espagne | -1,4 | -9,0 |
| Royaume-Uni | -1,6 | -24,1 |
| Autriche | -2,1 | -4,1 |
| Grèce | -3,2 | -4,1 |
| États-Unis | -3,6 | -360,7 |
| Portugal | -6,7 | -7,8 |

Sources : CE, ICN.
(1) Moyenne 1998-2000.
(2) Moyenne 1998-2001.

25,4 milliards d'euros annuellement, tandis que l'Espagne en a absorbé à hauteur de 9 milliards d'euros.

Au sein des pays de l'OCDE, la Belgique apparaît au quatrième rang en fonction de l'importance du solde de financement en pourcentage du PIB, derrière la Suisse, la Norvège et la Finlande ⁽¹⁾. Les ordres de grandeurs sont par contre d'une autre échelle en termes absolus pour ce qui est des deux plus grandes économies du monde : la capacité de financement dégagée par le Japon s'est élevée à 103,4 milliards d'euros, alors que le besoin des États-Unis a atteint 360,7 milliards d'euros, la moyenne des dernières années cachant dans ce dernier cas une évolution récente encore plus défavorable.

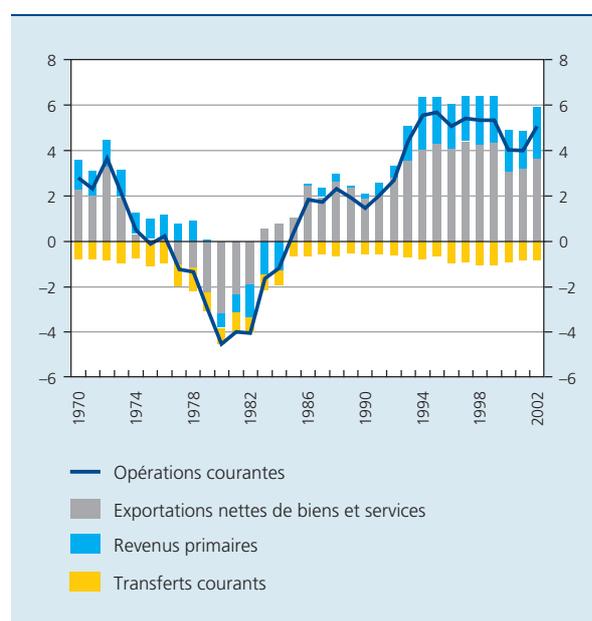
(1) Les données sur le Luxembourg ne sont pas disponibles. On peut supposer, au vu de la structure de son économie, que la capacité de financement compte parmi les plus importantes en proportion du PIB.

(2) Actifs d'origine naturelle ou brevets, contrats cessibles et fonds commerciaux, par exemple.

Parmi les composantes de la capacité nette de financement, les transferts nets en capital et les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits ⁽²⁾ sont d'une ampleur relativement limitée, et ne contribuent que marginalement aux évolutions du solde de financement de la Belgique. C'est la raison pour laquelle cette partie de l'article s'attache à l'évolution du solde des opérations courantes avec l'extérieur et à ses composantes. Le solde des opérations courantes a affiché un surplus moyen de 1,7 p.c. du PIB pour l'ensemble de la période commençant en 1970 – date à partir de laquelle les données sont disponibles de manière détaillée pour les composantes principales de ce solde – contre 1,6 p.c. pour ce qui est de la capacité nette de financement.

Le solde des transactions courantes de la Belgique avec le reste du monde est lui-même influencé en premier lieu par l'évolution des exportations nettes de biens et services, à savoir la différence entre la valeur des exportations et celle des importations. À l'instar du total des opérations courantes, le solde des exportations nettes s'est détérioré sans discontinuer de 1973 à 1980, passant d'un excédent de 3,3 p.c. du PIB en 1972 à un déficit de 3,2 p.c. Il s'est ensuite redressé en deux étapes, d'abord jusqu'à un excédent d'environ 2 p.c. de 1986 à 1992, puis au-delà de 4 p.c. à partir de 1994. Il est toutefois revenu sous ce niveau depuis 2000 et a atteint 3,6 p.c. du PIB en 2002.

GRAPHIQUE 2 COMPOSANTES PRINCIPALES DU SOLDE DES
OPÉRATIONS COURANTES DE LA BELGIQUE
(pourcentages du PIB)



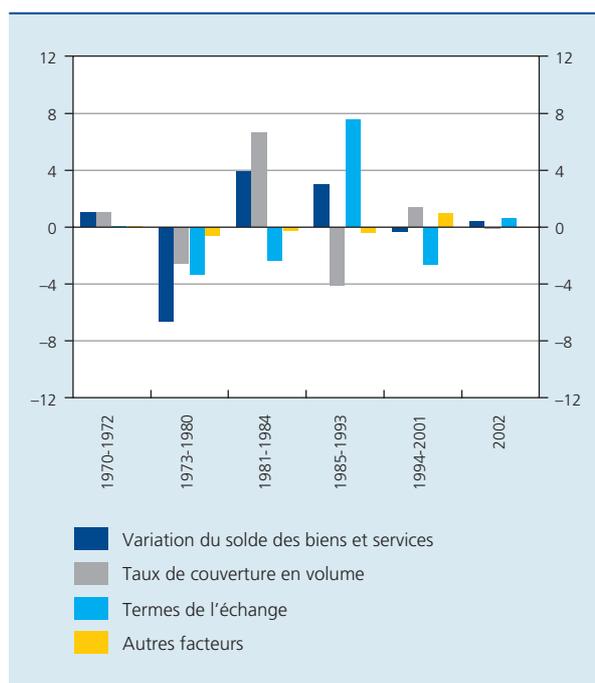
Source : ICN.

Le solde des revenus primaires a enregistré une évolution moins marquée. Néanmoins, il a renforcé le mouvement des exportations nettes, en reculant progressivement d'un excédent de près de 1 p.c. jusqu'en 1978 à un déficit de 1,5 p.c. en 1982 et 1983. À nouveau excédentaire depuis 1986, il s'est stabilisé autour de 2 p.c. du PIB depuis 1994. Le déficit des transferts courants se situe quant à lui structurellement à environ 1 p.c. du PIB.

2.2 Exportations nettes de biens et services

Les mouvements du solde des échanges extérieurs de biens et services peuvent être décrits en isolant, à des fins analytiques, les développements en volume et en prix. Dans une analyse en termes de solde, cette décomposition nécessite de distinguer l'évolution du taux de couverture en volume, c'est-à-dire le rapport entre les exportations et les importations à prix constants, d'une part, et celle des termes de l'échange, à savoir le rapport entre les prix des exportations et des importations, d'autre part. Un facteur statistique résiduel couvre notamment l'effet de niveau⁽¹⁾ et l'effet composé du volume et des prix.

GRAPHIQUE 3 CONTRIBUTIONS À LA VARIATION DU SOLDE DES BIENS ET SERVICES
(pourcentages du PIB)



Source : ICN.

Une telle décomposition fait abstraction des interactions existant entre les différents facteurs. En effet, les variations de prix influencent la position de l'économie en termes de compétitivité, et peuvent donc aussi infléchir les développements en volume. Ainsi, une amélioration des prix à l'exportation joue, d'une part, favorablement sur les termes de l'échange et donc sur la valeur des exportations nettes, mais, d'autre part, peut provoquer des pertes de parts de marché et, dès lors, une diminution des volumes exportés. Même si cette incidence sur les volumes se manifeste généralement avec un certain décalage, il convient de ne pas considérer qu'une appréciation des termes de l'échange est systématiquement favorable pour les exportations nettes en valeur.

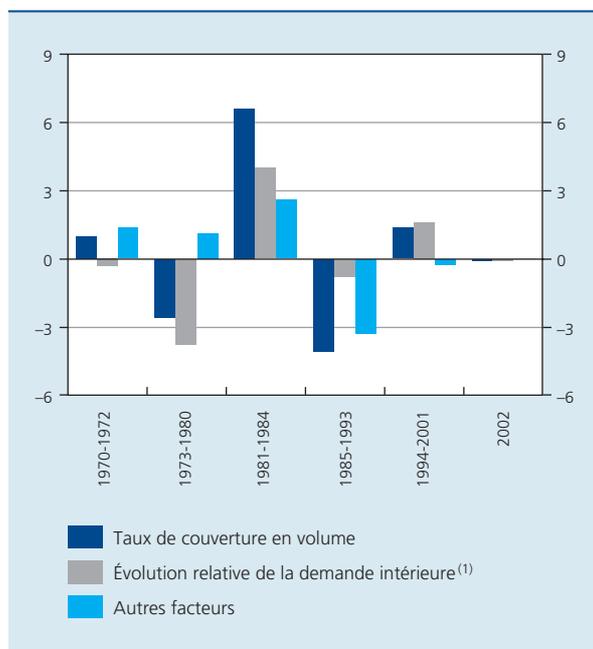
L'importance relative des différents facteurs varie selon le contexte économique, de sorte que cinq phases de durées variables peuvent être mises en évidence. Au début des années septante, l'accroissement du surplus commercial, de 1 point de PIB, était allé de pair avec une amélioration du taux de couverture en volume. Ensuite, entre 1973 et 1980, le solde de la balance des biens et services a reculé de 6,6 points de PIB, en conséquence de l'effet cumulé de la détérioration du taux de couverture en volume et de celle des termes de l'échange. La progression soutenue du solde des échanges de biens et services, de 3,9 points de PIB de 1980 à 1984, s'explique par la forte amélioration du taux de couverture en volume, seulement partiellement neutralisée par la détérioration des termes de l'échange. L'accroissement s'est poursuivi sur la période allant de 1985 à 1993, à raison de 3 points, mais les contributions des volumes et des prix se sont inversées. De 1994 à 2001, le solde des biens et services a légèrement diminué; les contributions positives du taux de couverture en volume et des « autres facteurs », en particulier en raison de l'effet de niveau, ont été plus que compensées par la contribution négative due à l'évolution des prix. En 2002, enfin, la progression du solde, de 0,4 point de PIB, a été principalement la conséquence de l'amélioration des termes de l'échange.

CONTRIBUTION DES ÉVOLUTIONS EN VOLUME

La demande intérieure belge joue un rôle déterminant dans l'évolution du volume des importations, tandis que la demande intérieure des principaux partenaires économiques de la Belgique détermine l'évolution du volume de ses exportations. La différence entre les évolutions de ces deux demandes permet de mieux comprendre l'évolution

(1) L'effet de niveau désigne l'accroissement autonome du surplus (ou du déficit) qui résulte d'une progression à un même rythme des exportations et des importations, lorsque le niveau de départ des premières est supérieur (ou inférieur) à celui des secondes.

GRAPHIQUE 4 CONTRIBUTIONS À LA VARIATION DU TAUX DE COUVERTURE EN VOLUME
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN.

(1) Un signe positif (ou négatif) indique que la croissance de la demande intérieure a été, en moyenne sur la période, plus faible (ou plus forte) en Belgique que chez ses principaux partenaires.

du taux de couverture en volume. Ainsi, une demande intérieure plus vive en Belgique que chez ses partenaires commerciaux tend à détériorer le taux de couverture, et inversement. Ce facteur n'est cependant pas le seul à jouer, puisque la structure de production et des importations de l'économie ou l'évolution de la compétitivité, par exemple, influencent également l'évolution des volumes exportés et importés.

Les demandes intérieures relatives contribuent à expliquer les mouvements des exportations nettes en volume, mais ne sont pas suffisantes pour comprendre l'évolution des flux bruts d'exportations et d'importations. Sous l'influence grandissante de l'internationalisation des processus de production, ceux-ci sont de plus en plus largement corrélés.

La comparaison des évolutions de la demande intérieure agrégée des vingt principaux partenaires commerciaux⁽¹⁾ et de la demande intérieure belge, montre que l'écart de taux de croissance permet d'expliquer d'une part la dégradation du taux de couverture en volume dans la période de 1973 à 1980 et, d'autre part, sa progression entre 1981 et 1984 et entre 1994 et 2001. En particulier, la croissance du volume de la demande intérieure a été

nettement plus dynamique en Belgique que chez ses partenaires lors du premier choc pétrolier, en 1973 et 1974, générant un accroissement des importations plus rapide que celui des exportations. Entre 1981 et 1983, cet effet s'est inversé à la suite de la dévaluation et des mesures de modération des salaires qui l'avaient accompagnée et qui ont fortement pesé sur les dépenses intérieures belges. Pendant la période 1985-1993, les demandes intérieures en Belgique et dans les pays partenaires ont évolué de concert, en moyenne, et l'effet sur le taux de couverture en volume a dès lors été négligeable. La faiblesse relative de la demande intérieure en Belgique peut par contre expliquer une part importante de la croissance du volume des exportations nettes pour la période 1994-2001.

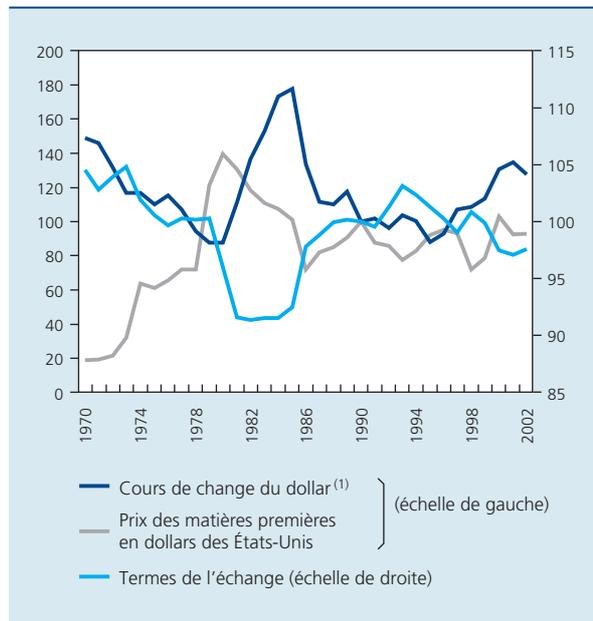
Les autres facteurs qui influencent les volumes des exportations et importations, parmi lesquels on retrouve les effets de spécialisation et de parts de marché, ont exercé un effet positif entre 1970 et 1985, qui a été particulièrement prononcé entre 1981 et 1984. Les mesures de restauration de la compétitivité mises en œuvre à cette époque avaient alors permis à la Belgique de regagner des parts de marché. Ces autres facteurs ont, au contraire, pesé sur le volume des exportations nettes entre 1985 et 1993, pour être relativement neutres en moyenne par la suite.

CONTRIBUTIONS DES ÉVOLUTIONS DES PRIX

Les termes de l'échange n'ont pratiquement pas cessé de se détériorer entre le début des années septante et le milieu des années quatre-vingt, d'abord en conséquence de la hausse des prix des matières énergétiques, qui représentent une part plus importante des importations que des exportations, puis à la suite de la forte appréciation du dollar, partiellement due à la dévaluation du franc belge en 1982. Au contraire, entre 1985 et 1993, tant la baisse du dollar que le recul des prix des matières premières ont permis une forte amélioration des termes de l'échange. Le redressement du dollar, surtout marqué en 1999 et 2000, a ensuite à nouveau pesé sur les termes de l'échange pour l'ensemble de la période 1994-2001. En 2002, les prix à l'importation ont baissé de 1,7 p.c. et les prix à l'exportation de 0,9 p.c. Ceci s'est traduit par une amélioration des termes de l'échange de 0,8 p.c. et par une contribution à la croissance de la valeur des exportations nettes à hauteur de 0,6 point de PIB. Cette évolution est la conséquence de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar et de la quasi-stabilisation des prix du pétrole en moyenne annuelle.

(1) Les demandes intérieures ont été agrégées selon le poids de ces pays dans les exportations belges. Au total, elles représentent environ 85 p.c. des exportations belges.

GRAPHIQUE 5 TERMES DE L'ÉCHANGE, PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ET COURS DE CHANGE
(indices 1990 = 100)



Sources : BCE, HWWA, ICN, BNB.

(1) Jusqu'en 1998 le cours de change du dollar est calculé vis-à-vis du franc belge ; ensuite vis-à-vis de l'euro.

est lié au fait que le nombre de résidents travaillant à l'étranger et dans les institutions internationales établies en Belgique – particulièrement les institutions de l'Union européenne – est supérieur au nombre de non-résidents travaillant en Belgique. Si le solde est resté pratiquement inchangé, tant les revenus reçus que les revenus versés à ces travailleurs ont toutefois augmenté de près de 0,5 point de PIB entre 1970 et 2002.

Les revenus nets de la propriété ont été au plus bas en 1983, atteignant un déficit de 2 p.c. du PIB. Ils sont devenus positifs à partir de 1993 et fluctuent autour de 1,5 p.c. du PIB depuis 1994, la hausse des avoirs nets sur l'étranger observée depuis le milieu des années quatre-vingt étant à l'origine de cette croissance. À cet égard, un effet de boule de neige tend à se développer, puisque l'excédent des revenus de la propriété accroît le surplus courant, et que celui-ci donne lieu à une accumulation d'avoirs nets sur l'étranger⁽¹⁾. À son tour, cette augmentation élargit la base sur laquelle les revenus sont générés. D'autres facteurs, tels les variations des rendements ou des cours de change, influencent également le solde des revenus. Ainsi, la baisse générale des rendements nominaux au cours des dix dernières années a partiellement neutralisé l'effet de l'accroissement de la position extérieure.

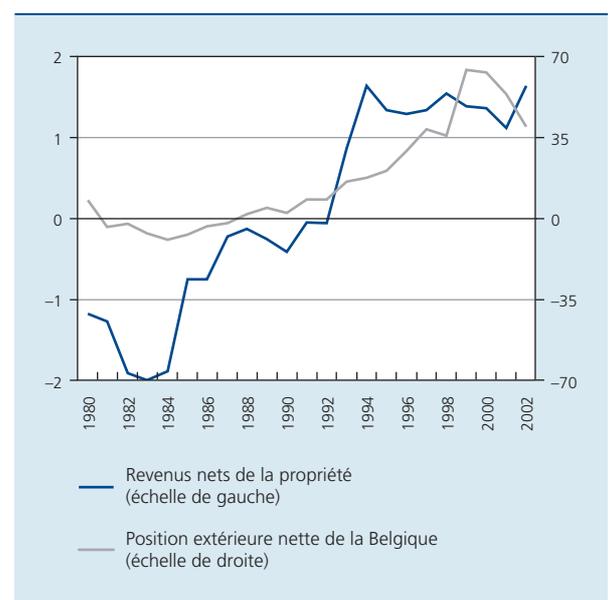
2.3 Autres composantes des opérations courantes

Si les échanges internationaux de biens et services déterminent en grande partie le niveau et l'évolution du solde courant, les autres types de transactions non financières y contribuent également. Elles comprennent d'une part les flux de revenus et, d'autre part, les transferts courants sans contrepartie entre la Belgique et le reste du monde. À cet égard, la présentation de la statistique de la balance des paiements diffère légèrement de celle des comptes nationaux, la première intégrant les impôts sur la production et les importations nets des subventions dans les transferts, la seconde dans les revenus primaires.

Considéré dans l'optique des comptes nationaux, le solde de la rubrique des revenus primaires est largement positif depuis 1994 et s'établit autour de 2 p.c. du PIB. Il se compose des revenus du travail, des revenus de la propriété et d'autres revenus primaires.

Les flux de revenus du travail entre la Belgique et le reste du monde dégagent systématiquement un solde positif en Belgique, à hauteur d'environ 1,2 p.c. du PIB. Ce surplus

GRAPHIQUE 6 POSITION EXTÉRIÈRE NETTE ET REVENUS NETS DE LA PROPRIÉTÉ
(pourcentages du PIB)



Sources : ICN, BNB.

(1) Les variations des prix des actifs nets détenus influencent également la valeur des actifs extérieurs. Cet élément a fortement pesé sur la position extérieure nette en 2001 et 2002.

Les autres revenus primaires se composent des impôts sur la production et les importations nets des subventions. Les premiers comprennent principalement la part de la TVA et des droits d'entrée transférée au budget de l'Union européenne. Les subventions, quant à elles, proviennent surtout des transferts reçus de l'Union dans le cadre de la politique agricole commune. Les uns comme les autres sont en diminution depuis le début des années nonante en pourcentage du PIB, mais le solde de ces revenus est globalement stable et négatif à environ 0,6 p.c. du PIB.

Enfin, les transferts courants présentent de manière structurelle un déficit. Celui-ci a atteint environ 0,6 p.c. du PIB jusqu'au milieu des années nonante, et s'est ensuite élargi jusqu'à environ 1 p.c. depuis lors. Il résulte principalement de la quatrième ressource, c'est-à-dire de la contribution versée par les États membres à l'Union européenne qui est calculée en proportion de leur PIB.

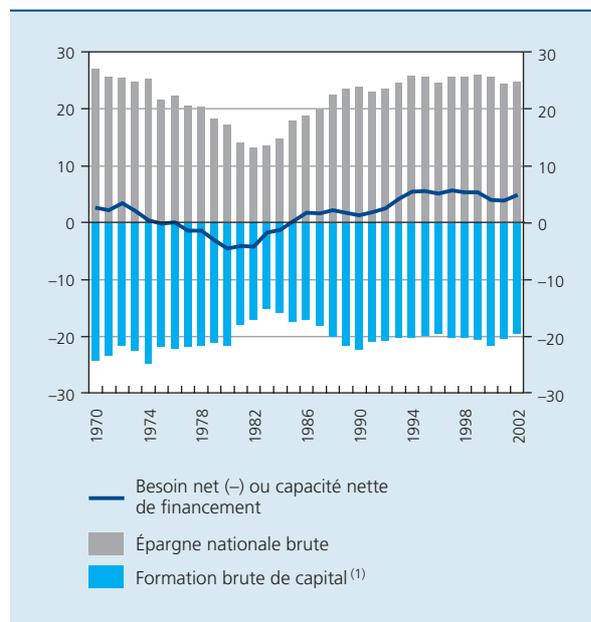
3. Épargne et investissement des secteurs intérieurs : des facteurs explicatifs de la capacité persistante de financement

En complément de l'analyse traditionnelle du solde du compte courant basée sur l'explication des exportations et des importations, en fonction notamment de la demande intérieure en Belgique et chez les partenaires et des prix relatifs, il est utile d'envisager celui-ci également sous l'angle de la différence entre l'épargne et l'investissement de l'économie. L'encadré développe l'égalité comptable entre le solde courant, d'une part, et la différence entre l'épargne et l'investissement, d'autre part. Cette deuxième approche est particulièrement appropriée dans le cadre d'une étude des évolutions à moyen et long termes, les décisions d'épargne et d'investissement des agents économiques étant arrêtées dans un contexte d'optimisation intertemporelle. Cette partie en présente les évolutions depuis 1970; certains facteurs explicatifs sont également mis en évidence.

3.1 Épargne et investissement des différents secteurs en Belgique

Depuis 1970, l'importance tant de l'épargne que des investissements s'est d'abord graduellement réduite jusqu'au début des années quatre-vingt. Un accroissement s'est ensuite produit pour les deux variables, jusqu'au début des années nonante. Depuis, les niveaux ont peu varié, pour se situer à environ 25 p.c. du PIB pour l'épargne et environ 20 p.c. pour l'investissement.

GRAPHIQUE 7 BESOIN NET (-) OU CAPACITÉ NETTE DE FINANCEMENT DE L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE ET COMPOSANTES
(pourcentages du PIB)



Source : ICN.
(1) Signe inversé.

Ces tendances générales communes n'empêchent pas des différences dans l'amplitude des mouvements et dans le moment précis des retournements, qui se traduisent par des variations du solde de financement du pays. Ainsi, durant la première phase, le recul a été plus prononcé pour l'épargne que pour l'investissement et il a pris fin respectivement en 1982 et 1983. Par la suite, le redressement du taux d'épargne a été tel qu'il est revenu, depuis 1993, à un niveau proche de celui du début des années septante et supérieur à sa moyenne de long terme. Le redressement du taux d'investissement, suivi d'une stabilisation pendant les années nonante, n'a pas permis de revenir aux niveaux du début de la période ni aux investissements de dépasser significativement leur niveau de long terme. La différence entre l'épargne et l'investissement, positive à concurrence de 3,5 p.c. du PIB en 1972, a dès lors diminué de 8 points jusqu'en 1980. Elle s'est ensuite redressée, jusqu'à atteindre un excédent de l'ordre de 5 p.c. à partir de 1994.

Il ressort des comparaisons internationales que la Belgique affichait, au début des années septante, une capacité nette de financement plus importante que les pays voisins et la zone euro. La rapide détérioration jusqu'au début des années quatre-vingt a conduit le solde à des niveaux particulièrement bas. Seule la France,

Encadré – Égalité comptable entre la capacité nette de financement et l'épargne nette

Les équations issues de la comptabilité nationale permettent de démontrer l'égalité entre la capacité nette de financement d'une économie et son excédent d'épargne par rapport aux investissements. En effet, le PIB est composé de la consommation privée et publique (C), des investissements des différents secteurs (I)⁽¹⁾ et des exportations (X), moins les importations (M) :

$$\text{PIB} = C + I + X - M$$

Le revenu national brut (RNB) est égal au PIB, augmenté des revenus primaires nets versés par le reste du monde (RPN) :

$$\text{RNB} = \text{PIB} + \text{RPN}$$

Enfin, le revenu national disponible (RND) est égal au RNB, augmenté des transferts courants nets en provenance de l'étranger (TCN) :

$$\text{RND} = \text{RNB} + \text{TCN}$$

ou, en remplaçant les termes du RNB,

$$\text{RND} = C + I + X - M + \text{RPN} + \text{TCN}$$

Or, les quatre derniers termes de cette équation ($X - M + \text{RPN} + \text{TCN}$) représentent le solde des opérations courantes avec le reste du monde (SC), qui peut donc être écrit comme suit :

$$\text{SC} = \text{RND} - C - I$$

Enfin, puisque l'épargne (S) est définie comme la différence entre le revenu disponible et la consommation, il en découle que

$$\text{SC} = S - I$$

Pour obtenir le solde de financement de l'économie (SdF), il suffit d'y ajouter les transferts nets en capital et les acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits (TNK) :

$$\text{SdF} = \text{SC} + \text{TNK} = S - I + \text{TNK}$$

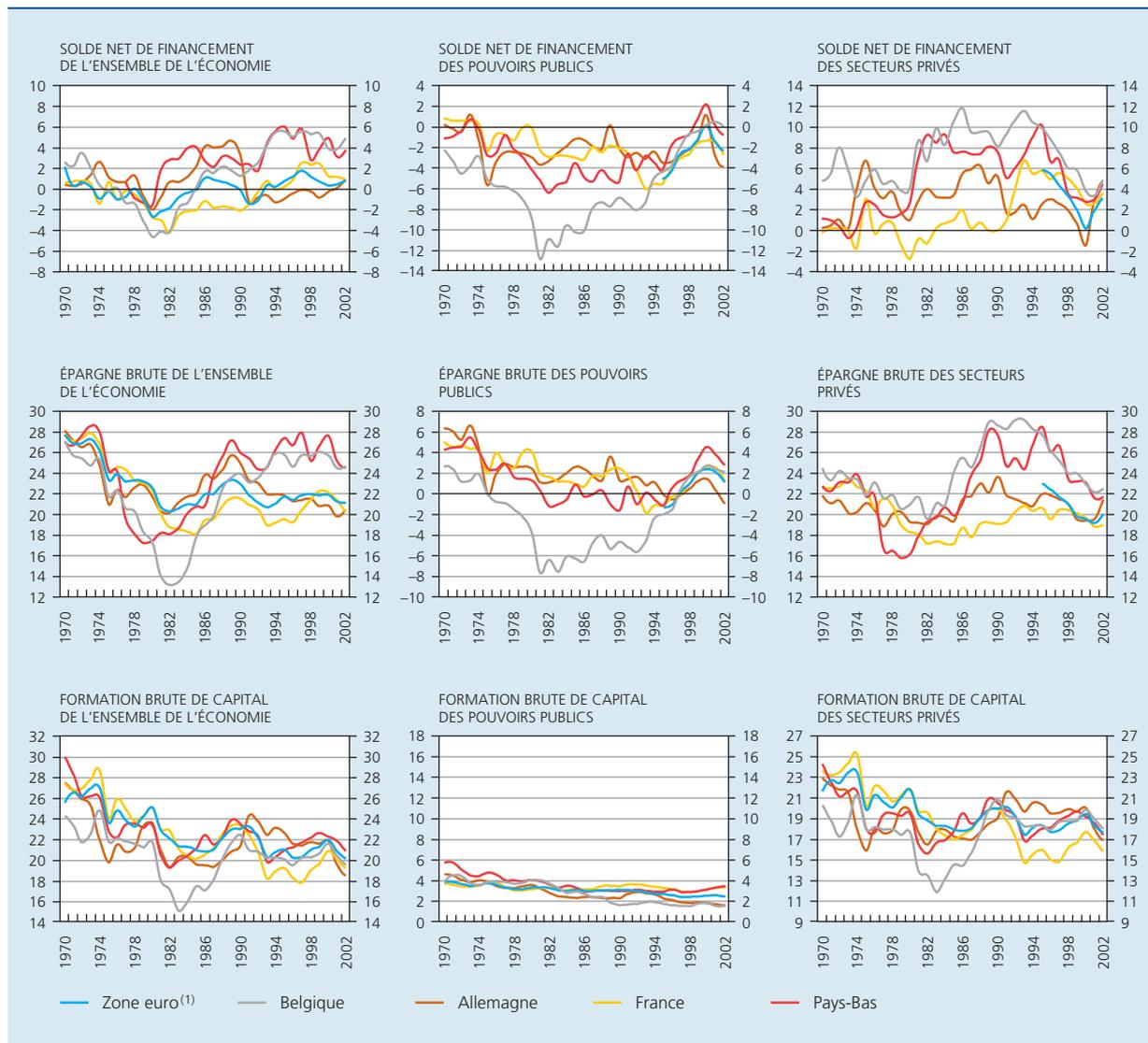
Comme les TNK sont pratiquement négligeables pour la Belgique, l'analyse du solde de financement de l'économie peut se faire sur la base de l'étude des comportements d'épargne et d'investissements relatifs.

(1) Les investissements comprennent également les variations de stocks. Toutefois, le rôle de ces dernières est quasiment neutre à moyen terme.

parmi les partenaires proches, a connu un besoin de financement d'une ampleur presque comparable. Un redressement rapide a, dans un premier temps, ramené le solde de financement de la Belgique au niveau de la moyenne de la zone euro à partir de 1985, puis à un niveau nettement supérieur à celui-ci depuis le début des années nonante.

La différence d'évolution de la capacité nette de financement de l'ensemble de l'économie s'explique en partie par les divergences qui existent au niveau du solde net de financement des pouvoirs publics. En Belgique, le besoin de financement de ce secteur n'avait cessé de croître entre 1975 et 1981, jusqu'à 12,8 p.c. du PIB, avant de progressivement se résorber, de sorte que les pouvoirs publics présentent une capacité nette de financement depuis 2000. Pour ce secteur, tant l'ampleur du déficit jusqu'au

GRAPHIQUE 8 SOLDE NET DE FINANCEMENT, ÉPARGNE ET INVESTISSEMENT DES GRANDS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, ICN.

(1) À l'exception du Luxembourg et, avant 1990, de l'est de l'Allemagne.

milieu des années nonante que le maintien actuel de la capacité de financement à un niveau proche de zéro singularisent la Belgique par rapport à ses partenaires.

Le solde de financement des secteurs privés – particuliers et sociétés confondus – a, quant à lui, été supérieur à celui des pays voisins pendant pratiquement toute la période sous revue. Depuis 2001, cette différence s'est toutefois estompée. L'évolution pour l'ensemble du secteur privé recouvre des développements différents pour les deux principales composantes. Ainsi, les particuliers ont dégagé une capacité de financement qui a fluctué entre 5 et 10 p.c. du PIB pendant tout le début de la

période; celle-ci a ensuite diminué à partir de 1993, pour atteindre le niveau le plus bas en 2000, à 3,1 p.c. Malgré un redressement en 2001 et 2002, la capacité nette de financement des particuliers est restée largement au-dessous de sa moyenne de long terme, mais est revenue à un niveau proche de la moyenne européenne. L'évolution du solde net de financement des sociétés peut, quant à elle, se décomposer en trois grandes périodes. Durant les années septante, les sociétés présentaient un besoin net de financement variant entre 1 et 5 p.c. du PIB. Ensuite, ce solde s'est fortement redressé durant les années quatre-vingt, pour devenir positif à partir de 1983. Enfin, les années nonante ont été marquées par une lente

diminution, de sorte que la capacité nette de financement des sociétés est actuellement proche de zéro, sa moyenne de long terme, et de la moyenne des principaux partenaires de la Belgique.

Le recul plus prononcé du solde de financement en Belgique jusqu'au début des années quatre-vingt, puis le redressement pendant cette décennie, résulte en partie de l'amplitude des mouvements de l'épargne. En effet, une diminution du taux d'épargne de l'ensemble des secteurs intérieurs au cours des années septante, puis une augmentation dans les années quatre-vingt, est observable à la fois en Belgique et dans l'ensemble de la zone euro; elles ont toutefois été moins fortes dans celle-ci. Par contre, alors que l'épargne a encore quelque peu progressé en Belgique au début des années nonante, elle s'est tassée légèrement dans la zone euro. En 2002, la Belgique se situait dans le haut de la fourchette en termes d'épargne totale, en compagnie des Pays-Bas.

La relative faiblesse de l'épargne par rapport aux principaux partenaires entre 1980 et 1985 est à mettre au compte de la forte dégradation de l'épargne des pouvoirs publics. En effet, l'épargne qu'ils dégageaient encore jusqu'en 1974 s'est ensuite muée en désépargne pour atteindre un niveau particulièrement important, compris entre 6 et 8 p.c. du PIB, pendant la première partie des années quatre-vingt. Cette faiblesse était propre à la Belgique puisque les pouvoirs publics des pays voisins n'ont enregistré des situations de désépargne que d'ampleur limitée et pour de courtes périodes. Par la suite, le redressement des finances publiques en Belgique a d'abord été mesuré, puis plus rapide à partir de 1992, de sorte que l'épargne brute des pouvoirs publics est de nouveau positive et légèrement supérieure à la moyenne européenne depuis 1997.

L'épargne privée, quant à elle, a également diminué, revenant d'environ 24 p.c. du PIB au début des années septante jusqu'à devenir légèrement inférieure à 20 p.c. du PIB en 1982, un niveau pourtant proche de celui des pays voisins. Elle est ensuite rapidement remontée jusqu'en 1989, au début grâce aux entreprises, et s'est stabilisée à près de 30 p.c. du PIB jusqu'en 1993 grâce au relais pris par l'épargne des particuliers. Durant toute la première moitié des années nonante, l'épargne privée a donc été particulièrement élevée en Belgique par rapport aux pays partenaires. Depuis lors, elle est revenue à environ 23 p.c. du PIB, soit un niveau proche du début de la période étudiée mais toujours supérieur d'environ 3 points à la moyenne européenne.

Les investissements totaux de la Belgique, pour leur part, ont été inférieurs à ceux de l'ensemble de la zone euro jusqu'à la fin des années quatre-vingt, atteignant un creux à 15,2 p.c. du PIB en 1983. Au cours des années nonante, par contre, leur niveau s'est fortement rapproché de la moyenne de la zone euro et a régulièrement atteint plus de 20 p.c. du PIB. Tant l'affaiblissement des investissements, particulièrement marqué au début des années quatre-vingt, que leur forte reprise par la suite sont à mettre principalement à l'actif des secteurs privés, plus particulièrement des sociétés. Les investissements privés ont d'ailleurs été en Belgique inférieurs à la moyenne européenne entre le début de la période étudiée et 1988, mais sont légèrement supérieurs depuis 1993. Les investissements publics, par contre, qui atteignaient environ 4 p.c. du PIB pendant les années septante, n'ont pratiquement pas cessé de diminuer au cours des années quatre-vingt pour revenir à moins de 2 p.c. du PIB et ne se sont plus redressés depuis lors. Depuis le milieu des années quatre-vingt, ils sont nettement inférieurs aux investissements publics du reste de la zone euro. En 2002, ils n'atteignaient plus que 1,6 p.c. du PIB.

En résumé, il apparaît que le niveau élevé, de plus de 4 points de PIB en 2002, de la capacité de financement de la Belgique par rapport à la zone euro s'explique à concurrence de 0,9 point de PIB par un niveau d'investissement des pouvoirs publics particulièrement faible, et pour 1 point par une épargne importante de ce secteur. Les investissements des secteurs privés semblent par contre en ligne avec la moyenne européenne, mais leur épargne contribue pour plus de 2 points de PIB à l'écart de niveau de la capacité de financement.

3.2 Déterminants de l'épargne et des investissements de l'ensemble de l'économie

Parmi les éléments théoriques qui déterminent l'épargne et les investissements, certains semblent être particulièrement pertinents pour expliquer l'excès persistant de l'épargne sur l'investissement, et donc la capacité structurelle de financement de la Belgique. Ainsi en va-t-il de la démographie, du degré de développement et de la situation des finances publiques.

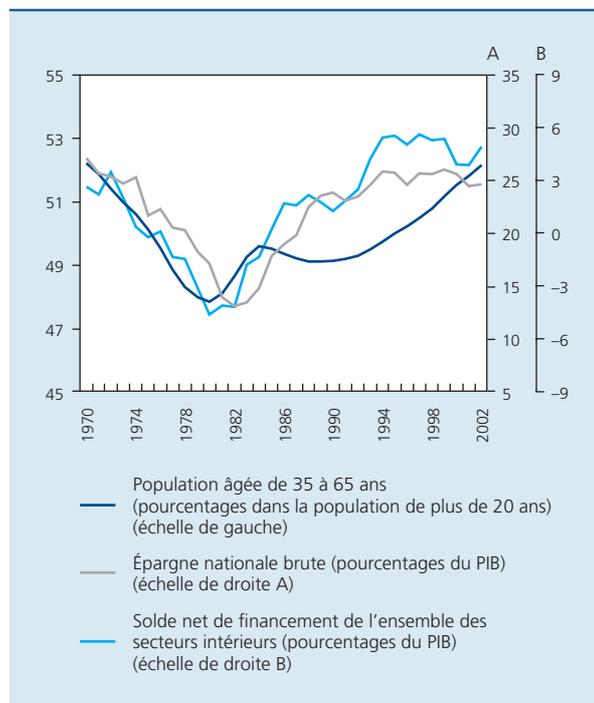
DÉMOGRAPHIE

La théorie du cycle de vie établit un lien entre l'âge et l'épargne des individus. Ainsi, selon cette théorie, les particuliers tendent à s'endetter au début de leur vie active. Ensuite vient une assez longue période d'accumulation d'épargne jusqu'à la fin de leur vie active. Au terme de celle-ci, les individus consomment une partie de cette

richesse accumulée, afin de maintenir leur niveau de vie, ce qui en fait une période de désépargne.

L'évolution démographique peut influencer de la même manière l'évolution de l'épargne de l'ensemble de l'économie : si une partie de la population, telle que celle issue du « baby boom » de l'après-guerre, est statistiquement importante, son influence sur l'évolution de l'épargne globale peut être déterminante. Dans ce cadre, il convient d'examiner l'épargne de l'ensemble de l'économie. En effet, l'épargne des particuliers est également influencée par le niveau d'épargne des autres secteurs. Ainsi, si les finances publiques et le système de pension en vigueur garantissent des revenus suffisants après le retrait de la vie active, les individus éprouvent moins le besoin d'épargner et c'est l'État qui épargne pour eux. De même, l'épargne des sociétés se reflétera dans la valeur des actions, et donc dans les avoirs des détenteurs, sans que ceux-ci n'aient à épargner de manière directe. La démographie détermine donc davantage l'épargne de l'ensemble des secteurs que celle des particuliers uniquement.

GRAPHIQUE 9 DÉMOGRAPHIE ET ÉPARGNE EN BELGIQUE



Sources : CE, ICN.

Le lien entre la démographie et l'épargne en Belgique est nettement perceptible au cours des trois dernières décennies : la part de la population âgée de 35 à 65 ans dans la population de plus de 20 ans évolue globalement de concert avec l'épargne brute nationale exprimée en pourcentage du PIB. Pendant les années septante, les cohortes issues du « baby boom » n'étaient pas encore en âge d'épargner. Elles gonflaient la part de la population âgée de 20 à 35 ans ; la part de la population en âge d'épargner s'inscrivait dès lors en recul, tout comme l'épargne nationale brute. À partir du début des années quatre-vingt, cette génération a progressivement atteint la tranche d'âge pendant laquelle l'épargne s'accroît, et, parallèlement, l'épargne nationale s'est redressée. En 2002, l'épargne et la part de la population de 35 à 65 ans étaient revenues à des niveaux proches de ce qu'elles étaient au début des années septante.

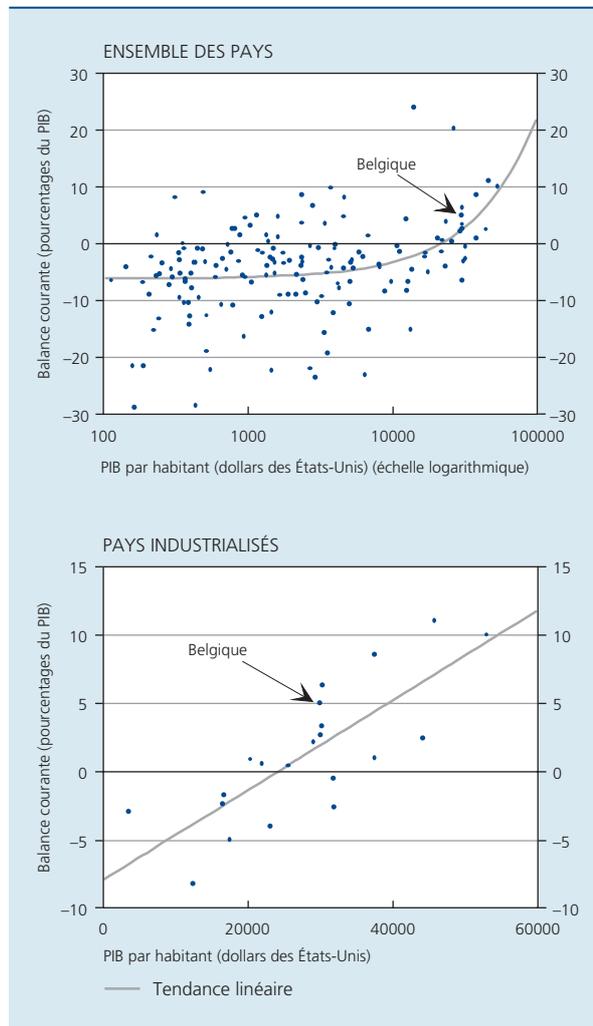
Ce mouvement de l'épargne s'est également manifesté dans le niveau du solde net de financement. Le facteur démographique permet d'expliquer en partie l'évolution de la capacité nette de financement de la Belgique ; il ne permet pourtant pas d'expliquer l'écart par rapport aux autres économies européennes, qui ont, à des degrés divers, également subi l'influence du « baby boom ».

NIVEAU DE DÉVELOPPEMENT DU PAYS

Dans les pays moins développés, le stock de capital est généralement moins important. La rentabilité marginale des investissements y est dès lors, au moins en théorie, plus élevée que dans les pays industrialisés. Pour autant que la mobilité du capital soit suffisante, il découle de l'objectif de maximisation des rendements sur investissement qu'une partie de l'épargne des pays industrialisés doit être investie dans les pays moins développés. Les premiers tendraient alors à afficher un solde net de financement positif aussi longtemps que la rentabilité marginale des investissements dans les pays moins développés n'a pas atteint le niveau des pays développés.

Considérant que le PIB par habitant permet d'approcher le degré de développement d'un pays, il apparaît graphiquement que les pays les moins développés affichent en effet en moyenne un besoin net de financement relativement important. Dans le même temps, les pays industrialisés mettent à leur disposition des capacités de financement ou, du moins, présentent un besoin moins élevé en moyenne. Ce constat reste valable au sein même des pays industrialisés. Le degré de développement relatif élevé de la Belgique est donc une autre explication partielle de sa capacité de financement structurellement élevée.

GRAPHIQUE 10 NIVEAU DE DÉVELOPPEMENT ET BALANCE COURANTE



Source : Banque mondiale.

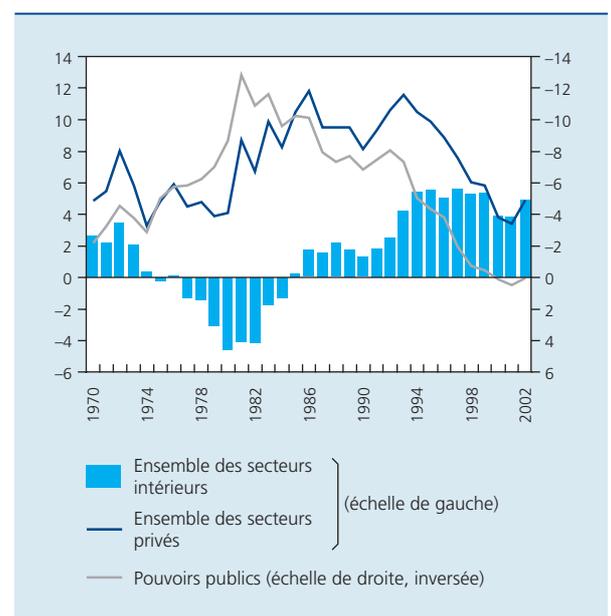
SITUATION DES FINANCES PUBLIQUES

Le lien entre le solde net de financement des pouvoirs publics et celui de l'ensemble de la nation est particulièrement marqué. Ainsi, le déficit public s'est dégradé de 10 points de PIB entre 1974 et 1981, passant de 2,9 p.c. à 12,8 p.c. Le redressement ultérieur a d'abord été progressif, jusqu'en 1990, puis marqué et systématique année après année à partir de 1993. Depuis 2000, le solde de financement des pouvoirs publics est de nouveau en équilibre, ou légèrement positif. L'évolution du solde de financement de l'ensemble de l'économie a globalement suivi les mêmes phases, à savoir une détérioration importante après la première crise pétrolière jusqu'au début des années quatre-vingt, à laquelle a succédé un redressement.

Les mouvements du solde de financement du secteur public n'expliquent toutefois pas la totalité de l'évolution de celui de l'ensemble de l'économie, puisque, au total, le recul de ce dernier dans les années septante, et son redressement par la suite, ont été d'une ampleur légèrement moindre. En effet, le solde de financement du secteur privé a, durant certaines périodes, évolué en sens opposé de celui des pouvoirs publics. Ces mouvements contraires, qui se traduisent par une stabilisation du solde de l'ensemble de l'économie, s'observent notamment dans la première moitié des années quatre-vingt et depuis 1993, périodes pour lesquelles la trajectoire des finances publiques est accentuée.

Ce phénomène résulte du fait que les ménages qui adoptent un comportement rationnel et qui ne sont pas soumis à des contraintes de financement fondent leurs décisions de consommation en tenant compte de l'ensemble de leurs revenus futurs. Dans ce contexte, ils prennent en considération la contrainte budgétaire des pouvoirs publics : lorsque le déficit public augmente, ils réalisent que la dette supplémentaire qu'il implique sera la source d'impôts supplémentaires à venir et, en conséquence, revoient immédiatement leur épargne de précaution à la hausse. Il semble d'ailleurs que l'économie serait d'autant plus sujette à cette « équivalence ricardienne » que le niveau de la dette est élevé, la

GRAPHIQUE 11 CAPACITÉ NETTE OU BESOIN NET (-) DE FINANCEMENT DES POUVOIRS PUBLICS ET DES SECTEURS PRIVÉS.
(pourcentages du PIB)



Source : ICN.

problématique budgétaire et ses conséquences sur les revenus futurs étant perçues de façon plus aiguë⁽¹⁾. Le même principe peut s'appliquer aux entreprises, les risques de pression fiscale accrue pesant également sur leurs investissements, ce qui, mécaniquement, favorise leur capacité de financement.

4. Conclusion

Au cours des cinquante dernières années, à l'exclusion de la période 1975-1985, la Belgique a dégagé de manière structurelle, année après année, un solde net de financement positif. Depuis 1994, la capacité de financement de l'économie atteint quelque 5 p.c. du PIB, soit l'un des niveaux les plus élevés de la zone euro.

De manière générale, la position du solde net de financement d'un pays doit être appréciée en tenant compte de la situation économique générale: un déficit n'est pas nécessairement un inconvénient pour l'économie, comme un surplus n'est pas a priori un avantage. Il faut plutôt déterminer si le niveau du solde net de financement n'indique pas des déséquilibres dans la situation de l'économie en question, par exemple en matière de position concurrentielle ou de capacité de financer de manière durable un déficit.

Dans une union monétaire, la persistance d'une capacité nette de financement de l'ordre de celle observée en Belgique ne pose pas de problèmes particuliers. Les capacités de financement dégagées par la Belgique et d'autres pays répondent globalement aux besoins de financement des autres pays de la zone. Au niveau national, ce solde positif n'indique pas de détérioration de la position concurrentielle de l'économie. La compétitivité des entreprises doit cependant être appréciée à l'aune de nombreux autres indicateurs. Enfin, la capacité nette de financement indique que, globalement, les secteurs intérieurs ne font pas face à une détérioration de leur endettement ou de leur solvabilité.

Considérée sous l'angle des principales catégories de transactions avec le reste du monde, l'évolution du solde courant est principalement déterminée par les exportations nettes de biens et services. Celles-ci sont en grande partie à l'origine de la détérioration du solde de financement entre 1973 et 1980, et de son amélioration depuis 1981. L'excédent dégagé par les échanges extérieurs de biens et services est renforcé, de manière stable depuis 1995, par le surplus des revenus primaires, à concurrence de

quelque 2 p.c. du PIB. Les transferts courants nets présentent un déficit de l'ordre de 1 p.c.

Pour tenter d'expliquer le solde de financement positif persistant et important, il est utile d'envisager la capacité de financement de l'ensemble de l'économie comme la différence entre l'épargne et l'investissement des secteurs intérieurs. Par comparaison avec les pays voisins, l'excédent de l'épargne sur les investissements des secteurs intérieurs résulte d'une épargne brute élevée, en particulier des secteurs privés, plutôt que d'investissements faibles. Ces derniers sont toutefois marqués par le faible taux d'investissement des pouvoirs publics.

En outre, différentes caractéristiques de l'économie belge sont susceptibles de contribuer à dégager un solde net de financement positif: la part de la population en âge de constituer une épargne importante est croissante, la rentabilité marginale du capital pourrait être moins élevée en Belgique que dans les économies dont le degré de développement est actuellement plus faible et la situation des finances publiques s'améliore. Cette amélioration, qui se marque notamment par une diminution de la dette en proportion du PIB depuis 1993, n'aurait à ce stade donné lieu qu'à un ajustement partiel de l'épargne des secteurs privés par rapport à l'accroissement de celle du secteur public.

L'évolution attendue en tenant compte de ces facteurs, notamment le vieillissement de la population et la réduction de la dette publique, pourrait contribuer à réduire l'épargne du secteur privé, alors que celle du secteur public ne montrerait plus d'accroissement aussi important que celui réalisé durant les dix dernières années, même si, comme l'a indiqué le Conseil supérieur des finances, une augmentation reste nécessaire pour faire face aux conséquences du vieillissement. Ces éléments pourraient, à terme, peser sur l'excédent des opérations courantes de la Belgique avec le reste du monde. À l'inverse, l'accroissement des avoirs extérieurs nets de l'économie, et des revenus qu'ils génèrent, le soutiendraient, en particulier si les taux de rendement s'élevaient.

(1) Voir aussi Banque nationale de Belgique (2002) « L'évolution du taux d'épargne en Belgique », Revue économique 2002-III, 8^e année.