

La vente de BNPP Fortis : l'Europe ou le symbolisme des chiffres ?

Version complète d'un article d'opinion publié dans l'Echo, le 19 novembre 2013.

Suite à la vente par l'Etat belge de sa participation dans BNP Paribas Fortis, des questions se sont posées sur les motivations de l'opération. Au-delà des considérations portant sur la vocation de l'Etat à être actionnaire d'une banque, l'objectif affiché était clairement d'ordre budgétaire. Il était question de dégager des surplus de trésorerie immédiats permettant de réduire le niveau d'endettement public. En particulier, la Belgique s'était fixé l'été dernier l'objectif de refaire passer la dette sous la barre des 100% du PIB cette année. Selon de nombreux commentaires, cette dernière motivation s'expliquerait par la pression exercée par l'Europe par l'entremise de la Commission européenne.

Pas une exigence européenne

Bien entendu, ce désendettement « accéléré » répond à une attente européenne de désendettement à long terme, l'objectif étant de ramener à terme le ratio dette-sur-PIB à 60%. Cependant, d'un point de vue formel et à plus court terme, dans le cadre de la procédure de déficit excessif auquel la Belgique est soumise, rien n'obligeait l'Etat belge à réduire sa dette en dessous de la barre symbolique des 100% du PIB. Selon les règles européennes, le cœur de l'effort budgétaire doit consister en une réduction du déficit structurel, qui correspond au déficit nominal corrigé non seulement des effets conjoncturels négatifs mais aussi des mesures ponctuelles (« one-shots »), notamment la cession d'actifs. Il ne sera donc pas tenu compte de la vente de BNPP Fortis dans le calcul du déficit structurel de 2013. Les efforts à entreprendre pour satisfaire aux exigences européennes sont donc inchangés, ou presque.

La logique financière...

Presque ? Presque, car certains effets sont à attendre de l'opération à moyen terme. Tout d'abord, d'un point de vue financier, si le taux d'endettement diminue, l'Etat devra dégager moins de moyens à l'avenir pour poursuivre l'effort de désendettement. En effet, l'opération permettra d'améliorer la balance budgétaire future, puisque la charge de la dette sera plus faible. Néanmoins, il faudra aussi tenir compte des dividendes désormais perdus des actifs cédés. Si l'on compare la moyenne des dividendes versés entre 2010 et 2012 par rapport la charge d'intérêt de la dette qui n'est désormais plus due (en partant de l'hypothèse que le coût de la dette se maintient à 2,5 %), l'effet positif de la vente domine mais n'est pas énorme : quelques 10 millions d'euro par an.

... et les attentes économiques

Par ailleurs, repasser sous la barre des 100% pourrait avoir d'autres vertus, et en premier lieu, favoriser la relative « confiance » des marchés financiers. Ce qui est espéré dans cette logique, c'est que le taux d'intérêt sur la dette se maintienne à un niveau soutenable, voire diminue. Si à priori un plus faible endettement rend plus crédible la promesse du remboursement des créiteurs de l'Etat, l'effet est incertain. La prime de risque associée aux emprunts belges dépend de nombreux facteurs. Les politiques monétaires poursuivies en Europe et ailleurs, et les efforts européens d'assainissement du secteur financier qui détient toujours plus de dette souveraine seront déterminants.

A moins qu'un plus faible endettement favorise la croissance, et par là-même le désendettement futur ? Peut-être, mais seulement à long-terme. Cette ligne de pensée rappelle certains travaux de Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart. Un de leur récent article avait fait l'objet de beaucoup de

critiques – et suscité des débats parfois caricaturaux – en raison de certaines erreurs et omissions. Leur analyse tendait à démontrer qu'au-delà d'un certain niveau d'endettement – il avaient choisis 90% du PIB dans le cadre de l'analyse –, la croissance a tendance à être plus faible. Mais contrairement à ce que certaines critiques ont pu affirmer, ils n'associaient aucun effet déclencheur à ce seuil spécifique : la croissance d'un pays franchissant le ratio de 90% de dette-sur-PIB ne s'effondre pas. La Belgique est bien placée pour le savoir.

Alors doit-on réellement considérer le seuil de 100% comme étant significatif - à l'instar du seuil de 90% par exemple - pour ces considérations de confiance de marché ou de croissance? Puisque le gouvernement s'est fixé l'objectif de maintenir la dette sous les 100% du PIB pour cette année sans y être contraint par des exigences européennes, il est difficile de ne pas voir dans la vente de BNPP Fortis un certain attachement à la symbolique des chiffres.

Xavier Vanden Bosch