



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg  
Section Communication  
2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg  
Télécopie : (+352) 4774-4910  
e-mail : [info@bcl.lu](mailto:info@bcl.lu)  
Luxembourg, le 27 janvier 2020

Achévé de rédiger le 13 décembre 2019

# SOMMAIRE

## 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1	La situation économique et financière dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.1.2	Les marchés obligataires	13
1.1.3	Les marchés d'actions	14
1.1.4	Les marchés de changes	14
1.1.5	Les prix à la consommation	15
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	15
1.1.7	Les projections de la zone euro	16
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	18
1.2	La situation économique et financière au Luxembourg	19
1.2.1	Les prix et les coûts	19
1.2.1.1	Les prix à la consommation	19
1.2.1.2	Les prix à la production et les prix immobiliers	32
1.2.1.3	Les coûts salariaux	33
1.2.2	Le marché du travail	34
1.2.2.1	L'emploi	34
1.2.2.2	Le chômage	37
1.2.3	Les activités sectorielles	38
1.2.3.1	L'industrie et la construction	38
1.2.3.2	Le commerce et les autres services non financiers	40
1.2.3.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	40
1.2.4	Le secteur financier	49
1.2.4.1	Les établissements de crédits	49
1.2.4.2	Les organismes de placement collectif	61
1.2.5	La croissance économique	65
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2019	69
1.2.6.1	Évolutions récentes	69
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	70
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	71
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	73
1.2.6.5	Les prix à la consommation	74
1.2.6.6	Les finances publiques	75
1.2.6.7	Analyse des risques	76
1.2.7	Le commerce extérieur	78
1.2.8	La balance des paiements	79
1.2.8.1	Le compte courant	79
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	80
1.2.9	La position extérieure globale	80

### Encadré 1 :

Incidence des mesures gouvernementales sur les indices des prix à la consommation	20
---	----

### Encadré 2 :

Premiers résultats de l'édition 2018 de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages au Luxembourg	42
--	----

### Encadré 3 :

La vulnérabilité financière des ménages au Luxembourg - mise au jour à partir de l'édition 2018 de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages	45
---	----

## **2 AVIS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG (BCL) SUR LES PROJETS DE LOI CONCERNANT LE BUDGET DES RECETTES ET DES DÉPENSES DE L'ÉTAT POUR L'EXERCICE 2020 ET LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE PLURIANNUELLE POUR LA PÉRIODE 2019-2023**

1	Le contexte macroéconomique au Luxembourg et dans la zone euro	86
1.1	Le contexte macroéconomique depuis la crise financière	86
1.1.1	La croissance économique	86
1.1.2	Le revenu national brut	91
1.1.3	Le revenu disponible brut des ménages	95
1.1.4	La balance courante	96
1.1.5	Le chômage et l'emploi	102
1.1.6	Les coûts salariaux unitaires et le coût salarial moyen	114
1.1.7	L'inflation	115
1.2	Les perspectives de croissance à court terme	119
1.2.1	La zone euro	119
1.2.2	Le Luxembourg	120
1.3	Les finances publiques	126
1.3.1	La politique budgétaire au cours des années récentes	126
1.3.2	La situation budgétaire : estimations pour l'administration centrale en 2019	130
2	Les grandes lignes du projet de budget 2020	131
2.1	La présentation globale du projet de budget 2020	131
2.2	L'analyse détaillée des recettes	134
2.2.1	Impôt sur le revenu des personnes physiques	136
2.2.2	Impôt sur le revenu des sociétés	139
2.2.3	Droits de douanes et accises	151
2.2.4	Taxe d'abonnement	156
2.2.5	TVA	160
2.2.6	Les recettes en provenance des participations de l'État	162
2.3	L'analyse détaillée des dépenses	164
2.3.1	Les dépenses directes	164
2.3.2	Les dépenses fiscales	183
3	La programmation pluriannuelle	186
3.1	Le volet macroéconomique	186
3.2	Le volet finances publiques	189
3.2.1	Les engagements nationaux	190
3.2.2	Les engagements européens	191
4	La Trésorerie de l'État et les transactions sur la dette publique	192
4.1	La Trésorerie de l'État	192
4.2	Les transactions sur la dette publique	194
5	Les administrations locales	195
6	Projections de finances publiques de la BCL couvrant la période 2019 à 2022	199

6.1	Les recettes	199
6.2	Les dépenses	203
6.3	Les capacités ou besoins de financement	205
6.4	La dette publique : évolution récente et perspectives	207
7	Analyse des risques et soutenabilité à long terme des finances publiques luxembourgeoises	211
7.1	Analyse des risques	211
7.2	Soutenabilité à long terme des finances publiques	212
7.2.1	Dépenses de pension	213
7.2.2	Dépenses en soins de santé	217
7.2.3	Conclusions	220
8	Éléments additionnels	221
8.1	La transformation du fonds de crise en fonds de rééquilibrage budgétaire	221
8.2	Les investissements publics au Luxembourg	226
8.2.1	Introduction	226
8.2.2	Définitions et méthodologie	226
8.2.3	Analyse des données de la comptabilité nationale	228
8.2.4	Analyse des données de la comptabilité de l'État (loi de 1999)	235
8.2.5	Conclusion	239
8.3	Garanties accordées par l'État	241
8.4	Ratio de la dette publique au Luxembourg - évolution et décomposition	244
8.4.1	Évolution historique de la dette	247
8.4.2	Défis pour le futur	249
8.5	Les effets des politiques budgétaires sur la dynamique économique au Luxembourg - simulations avec le modèle EAGLE	251
8.5.1	Présentation succincte du modèle LU-EAGLE	252
8.5.2	Effets d'une baisse des recettes fiscales	253
8.5.3	Effets d'une hausse des dépenses publiques	256
8.5.4	Discussion	258
8.6	Dépenses à long terme en matière de santé et assurance dépendance : l'approche de la micro-simulation	260
<u>Encadré 1 :</u>		
	Retour sur l'évolution du taux d'emploi au Luxembourg	107
<u>Encadré 2 :</u>		
	Aspects techniques pour l'interprétation du ratio des impôts sur le revenu payés par les sociétés	146
<u>Encadré 3 :</u>		
	Masse salariale du secteur public	167
<u>Encadré 4 :</u>		
	La gratuité du transport public	179
<u>Encadré 5 :</u>		
	Les opérations relatives au refinancement de la dette publique	209
<u>Encadré 6 :</u>		
	Dette et déficit au sens « Maastricht »	246

### **3** ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	270
2	Circulaires de la BCL	270
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	270
1	Statistiques de politique monétaire	270
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	270
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	270
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	271
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	271
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	271
7	Balance des paiements du Luxembourg	271
8	Commerce extérieur	271
9	Position extérieure globale	271
10	Avoirs de réserve	272
11	Établissements de crédit	272
12	Véhicules de titrisation	272
13	Fonds d'investissement	272
14	Professionnels du secteur financier	273
15	Sociétés de gestion	273
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	273
17	Indicateurs de solidité financière	273
18	Statistiques de paiement	273
4	Publications de la BCL	273
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	276
6	Liste des abréviations	277

## VUE D'ENSEMBLE

### Décisions de politique monétaire et situation économique et financière dans la zone euro

Lors de sa réunion du 12 décembre 2019, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt sur les opérations principales de refinancement, le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt, à des niveaux respectivement de 0,00 %, 0,25 % et -0,50 %.

En septembre 2019, le Conseil des gouverneurs avait baissé le taux de la facilité de dépôt et également pris plusieurs mesures non conventionnelles de politique monétaire, à savoir :

- La reprise des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1<sup>er</sup> novembre 2019. Ces achats devraient continuer aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs et prendre fin peu avant le relèvement de ces derniers.
- La poursuite des réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil des gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.
- La modification des modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) afin de préserver des conditions de prêts bancaires favorables, d'assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire et d'appuyer davantage l'orientation accommodante de la politique monétaire.
- La mise en place d'un système de rémunération des réserves à deux paliers, dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques ne sera pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt.

Lors de sa dernière réunion du 12 décembre 2019, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il prévoit que ces taux d'intérêt directeurs resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il constate que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil de gouverneurs a estimé que les informations les plus récentes continuent d'indiquer des tensions modérées sur les prix et une croissance faible dans la zone euro, malgré des premiers signes de stabilisation du ralentissement de la croissance et d'une légère accélération de l'inflation sous-jacente. Les décisions de politique monétaire adoptées visent à maintenir une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée afin d'affermir les tensions inflationnistes et de soutenir l'inflation globale à moyen terme. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs a déclaré être déterminé à agir en cas d'évolutions défavorables et de se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.



En ce qui concerne les données les plus récentes, la croissance du PIB en volume de la zone euro en glissement trimestriel s'est établie à 0,2 % au troisième trimestre 2019, sans changement par rapport au trimestre précédent. Les données économiques et les résultats d'enquête restent globalement faibles, mais indiquent une certaine stabilisation du ralentissement de la croissance économique dans la zone euro. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2019, établies par l'Eurosystème pour la zone euro, la hausse du PIB annuel en volume devrait s'élever à 1,2 % en 2019, 1,1 % en 2020 et 1,4 % en 2021 et en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2019, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées légèrement à la baisse pour 2020.

Selon le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, demeurent orientés à la baisse, mais se sont légèrement atténués.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro est passée de 0,7 % en octobre 2019 à 1,0 % en novembre, en raison principalement d'une hausse plus forte des prix des services et des produits alimentaires. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait s'accélérer légèrement pendant les prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, mais celle-ci devrait se renforcer à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire, la poursuite de la croissance économique et une croissance vigoureuse des salaires. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de décembre 2019, l'IPCH devrait croître de 1,2 % en 2019, 1,1 % en 2020, 1,4 % en 2021 et 1,6 % en 2022. Par comparaison avec les projections de septembre 2019, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues légèrement à la hausse pour 2020 et à la baisse pour 2021, en raison principalement des prévisions relatives à la trajectoire future des prix de l'énergie.

### Situation économique et financière au Luxembourg

Au Luxembourg, selon les estimations de la comptabilité nationale d'octobre 2019, la croissance du PIB en volume pour 2018 aurait été de 3,1 %, après une hausse de 1,8 % l'année précédente. L'estimation du taux de croissance du PIB en volume a ainsi été révisée à la hausse, de 0,5 p.p. pour l'année 2018 et de 0,8 p.p. en moyenne sur la période 2015-2018. Ce niveau de croissance en 2018, qui dépasse légèrement les attentes, est supérieur à la croissance dans la zone euro, mais demeure plutôt bas en comparaison avec les données historiques du Luxembourg. Les révisions des données sur les années récentes seraient imputables à un retraitement statistique de quelques opérations exceptionnelles de groupes multinationaux présents sur le territoire du Grand-Duché. Eu égard au caractère provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux, susceptibles de faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

Les évolutions conjoncturelles durant l'année en cours ont été mitigées. Le marché du travail atteste d'une croissance dans l'ensemble de l'économie, mais l'emploi n'a plus accéléré et le taux de chômage peine à baisser. Dans le contexte d'une croissance hésitante dans la zone euro, les résultats des enquêtes d'opinion dans l'industrie luxembourgeoise se sont dégradés ces derniers mois, tout en restant à des niveaux élevés. La contribution du secteur financier à la croissance économique pourrait être plus modérée que durant les années précédentes. Malgré la hausse des marchés boursiers, l'augmentation annuelle de la valeur nette d'inventaire des OPC est restée en-deçà des taux observés en 2018. Le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit montre une progression des revenus nets sur commissions et une stabilisation de la marge d'intérêt des banques.



Les projections de la BCL de décembre 2019 ont été adaptées sur la base de ces évolutions conjoncturelles et au vu de l'évolution moins favorable de l'environnement européen et international. Ces projections confirment pour l'essentiel celles de juin 2019 et font état d'une progression du PIB réel en 2019 de l'ordre de 2,8 %, soit un niveau de croissance en-dessous de la moyenne historique et aussi en retrait par rapport à l'estimation provisoire du PIB pour l'année 2018. L'expansion attendue dans la zone euro devrait ensuite donner lieu à des effets positifs sur la croissance au Luxembourg au cours de la période de projection. La croissance de l'économie luxembourgeoise pourrait ainsi se stabiliser en 2020 et légèrement accélérer par la suite.

Au cours des onze premiers mois de 2019, le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national s'est établi à 1,7 %, soit au-delà du niveau moyen de 1,5 % en 2018. Selon les projections de la BCL, l'inflation serait de 1,3 % en 2020, de 1,6 % en 2021 et 1,8 % en 2022. Ce scénario est basé sur une contribution négative des prix de l'énergie dans le contexte du recul observé du prix du pétrole. L'inflation sous-jacente, qui s'est fortement accélérée en 2019, ralentirait en 2020 sous l'effet de l'introduction de la gratuité des transports publics en mars. Ensuite, dans un contexte économique plus favorable et face à une croissance des salaires réels qui demeurerait robuste, l'inflation sous-jacente s'accélélerait pour atteindre 2,0 % en 2022.

En comparaison avec l'exercice de juin 2019, les projections de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente ont été revues à la baisse pour les années 2019 à 2021. Ces adaptations s'expliquent principalement par la surestimation récente de l'inflation et par des hypothèses plus faibles quant à la progression du prix du pétrole exprimé en euros. Selon les dernières données disponibles, la prochaine tranche d'indexation est anticipée pour janvier 2020 au plus tôt. La tranche indiciaire subséquente serait due pour le troisième trimestre 2021.

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé une situation excédentaire à hauteur de 2,7 % du PIB pour l'année 2018. Selon les projections de la BCL, cet excédent devrait progressivement diminuer, passant de 2,5 % en 2019, à 1,2 % en 2021 avant de remonter à 1,3 % en 2022. Le ratio de dette publique devrait diminuer, passant de 22 % du PIB en 2019 à un niveau proche de 18 % du PIB en 2022.

Ce bulletin comprend trois encadrés dédiés à des sujets spécifiques. Un premier encadré analyse la contribution des mesures gouvernementales à l'inflation au Luxembourg, dans les pays limitrophes et au niveau de la zone euro. Les mesures gouvernementales concernent les adaptations des prix administrés et les changements relatifs à la taxation indirecte. Le deuxième encadré présente les principaux résultats pour le Luxembourg de l'édition 2018 de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages. L'objectif est de recueillir des informations détaillées sur les bilans des ménages (leurs actifs et leurs passifs) ainsi que sur leurs revenus et leur consommation. Finalement, un troisième encadré utilise les résultats de cette enquête pour analyser la vulnérabilité financière des ménages résidant au Luxembourg, en les classant selon différentes caractéristiques. La vulnérabilité financière est liée au risque qu'un ménage individuel ne soit pas en mesure d'assurer les paiements réguliers de sa dette, mais aussi au rapport entre le montant de la dette du ménage et le niveau de ses actifs ou de ses revenus.

Dans la deuxième partie, ce bulletin reprend l'avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2020 et la programmation financière pluriannuelle pour la période 2019-2023. Cet avis a été présenté le 2 décembre 2019 à la Commission des Finances et du Budget de la Chambre des députés.