

**2 AVIS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG (BCL) SUR LE PROJET DE LOI  
CONCERNANT LE BUDGET DES RECETTES ET DES DEPENSES DE L'ETAT POUR  
L'EXERCICE 2015**

1. Le contexte macroéconomique au Luxembourg et dans la zone euro	64
1.1. Le contexte macroéconomique depuis la crise financière	64
1.1.1. La croissance économique	64
1.1.2. Le revenu national brut	67
1.1.3. Le chômage	67
1.1.4. Les coûts salariaux unitaires	69
1.1.5. L'inflation	70
1.2. Les perspectives de croissance à court terme	71
1.2.1. La zone euro	71
1.2.2. Le Luxembourg	72
1.2.3. Les incohérences dans les données/hypothèses macroéconomiques	73
1.3. Les finances publiques	76
1.3.1. Les normes comptables et l'impact de la transition vers le SEC2010 sur les données de finances publiques	76
1.3.2. La politique budgétaire au cours des années récentes	78
1.3.3. La situation budgétaire: revue de l'année 2013	80
2. Les grandes lignes du projet de budget 2015	82
2.1. La présentation globale du projet de budget	82
2.2. L'analyse détaillée des recettes provenant des taxes directes et indirectes	86
2.2.1. La taxe d'abonnement	87
2.2.2. Les recettes des douanes et accises	90
2.2.3. Les recettes de TVA	94
2.2.4. L'impôt sur les personnes physiques et la non-indexation des barèmes	95
2.2.5. Les dépenses fiscales	97
2.3. L'analyse de la contribution de 0,5%	99
2.4. Le « Paquet pour l'avenir »	101
2.5. Les recettes en provenance des participations de l'État	104
2.6. Le fonds souverain	105
2.7. L'impact macroéconomique du projet de budget	108
3. La programmation pluriannuelle	112
3.1. Le volet macroéconomique	112
3.2. Le volet finances publiques	115

4. Les projections de finances publiques de la BCL de décembre 2014	119
4.1. Les recettes	119
4.2. Les dépenses	120
4.3. Les capacités ou besoins de financement	122
4.4. La dette publique : évolution récente et perspectives	124
4.5. La simulation des projections de finances publiques avec le scénario macroéconomique du Gouvernement	124
5. Le test de robustesse des finances publiques luxembourgeoises	126
5.1. Le scénario macroéconomique du test de résistance appliqué aux banques	126
5.2. Le scénario adverse avec l'outil de la BCL	127
5.3. L'exercice standardisé avec semi-élasticités	128
5.4. Conclusions	128
6. L'incertitude entourant l'estimation des soldes structurels	129
7. Les finances des Administrations locales	133
8. Les éléments additionnels	135
8.1. La Trésorerie de l'Etat et le Fonds de la dette	135
8.2. Le Conseil national des finances publiques	138
8.3. Le Comité économique et financier national	138

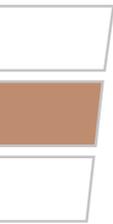
A l'issue des discussions du 28 novembre 2014, le Gouvernement a annoncé une série d'amendements au Projet de budget 2015 et au «Paquet pour l'avenir». Face à ces propositions venant à un stade très avancé de la rédaction de cet avis et compte tenu du manque de clarification et de chiffrage en début de la semaine du 1er décembre, la BCL n'a pas été en mesure de tenir compte de ces modifications dans les analyses chiffrées de cet avis. Les analyses et commentaires relatifs à ces amendements se limitent à quelques remarques ponctuelles.

Pour pouvoir mener à bien ses missions en matière d'analyse des finances publiques, la BCL doit bénéficier d'un accès continu à l'ensemble des statistiques de finances publiques.

Dans ce contexte, la BCL est actuellement engagée dans des discussions avec le Ministère des Finances en vue de la transmission de données. A terme, ces démarches devraient se concrétiser par des flux réguliers de données.

A ce stade, il apparaît que la mise à disposition des données par le Ministère est sur le point de s'améliorer. La BCL regrette néanmoins de ne pas pouvoir encore disposer de tout un ensemble de données qui lui aurait permis de faire une analyse circonstanciée. Le présent avis est donc basé sur les informations dont dispose la BCL à l'heure actuelle et qui constituent inévitablement un paquet d'informations incomplet. Par conséquent, il pourrait s'avérer *ex post* que certaines analyses soient erronées ou inexactes.

La BCL espère que cette remarque deviendra sans objet dans un prochain avenir.



## 1. LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO

Le contexte macroéconomique dans lequel s'insère la politique budgétaire pour les années 2015-2018 demeure difficile.

La croissance du PIB en volume demeure nettement en deçà des taux observés avant la crise financière doublée d'une crise économique qui a frappé de plein fouet la zone euro. La perte cumulée de l'activité économique depuis le début de la crise par rapport à un scénario hypothétique de croissance inchangée se chiffre à plus de 26 milliards d'euros ou  $\frac{3}{4}$  du PIB en volume de 2013.

Les revenus de la population résidente ont stagné par rapport à leur niveau atteint en 2008. La progression de l'emploi a été insuffisante pour freiner la progression du chômage. Le taux de chômage au sens large n'a cessé de progresser depuis 2008 de façon inquiétante dépassant actuellement les 9%.

Dans le contexte des deux récessions successives que l'Europe a connues depuis le début de la crise en 2008, les entreprises domestiques, traditionnellement orientées vers l'extérieur, sont confrontées à des marchés d'exportation qui se portent moins bien et à une intensification de la concurrence. Si les exportations de services ont pu résister relativement bien à la crise, les exportations de biens ont progressé de manière bien plus faible depuis 2008.

Dans une perspective européenne, la progression des coûts salariaux unitaires luxembourgeois par rapport aux autres pays de la zone euro, qui est un élément important de la compétitivité luxembourgeoise, est inquiétante.

Le décrochage de l'activité économique en 2008/2009 et l'abaissement de la croissance tendancielle ne pouvaient que se traduire par un impact négatif important sur les finances publiques. Dans le cadre de la politique budgétaire, certaines mesures de consolidation ont été mises en œuvre sur le volet des recettes. En revanche, les dépenses publiques ont poursuivi une trajectoire non corrigée, sans doute dans une présomption, non corroborée par la suite, que le ralentissement économique était un phénomène purement transitoire.

Si le solde des Administrations publiques est actuellement en équilibre, il le doit exclusivement aux excédents dégagés par la Sécurité Sociale dont la fragilité à moyen et long terme est pourtant connue. L'Administration centrale est déficitaire pour la 6<sup>e</sup> année consécutive et son déficit s'élève à 1,1% du PIB en 2013.

Il appartient à la politique budgétaire de mieux s'orienter selon ces faits saillants tout en intégrant, à côté des facteurs d'incertitude internationaux et européens, également les risques potentiels et nationaux.

### 1.1. LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE

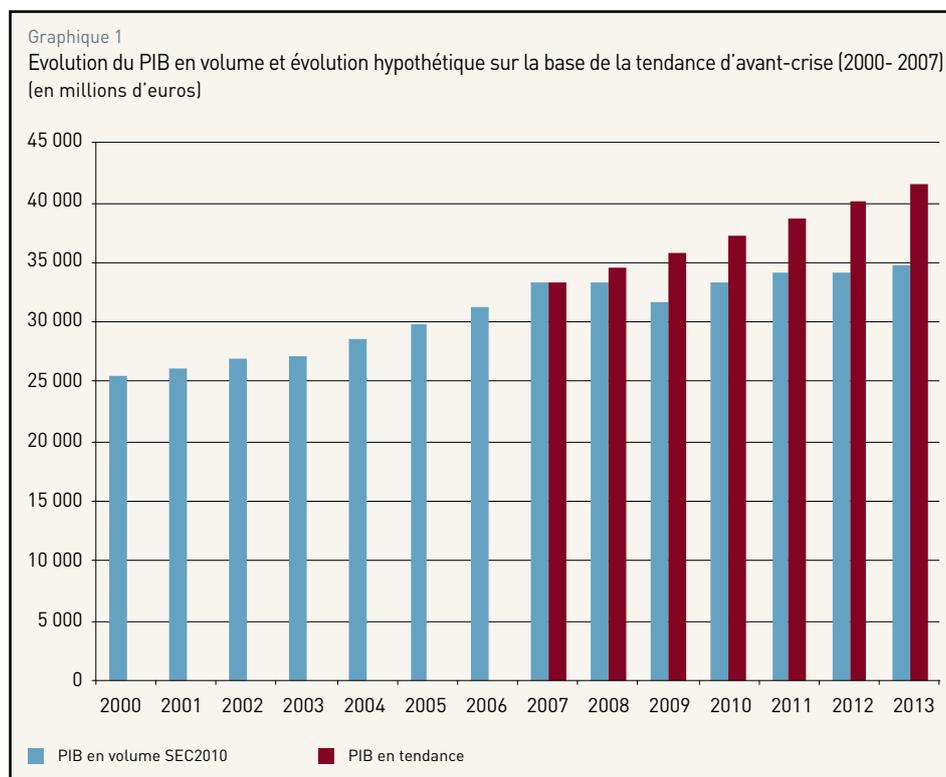
#### 1.1.1. La croissance économique

La crise financière et économique a eu un impact très important sur le niveau de l'activité économique au Luxembourg. Le niveau du PIB réel en 2013 ne dépasse que de 4% son niveau de 2008. Malgré le rebond conjoncturel considérable, en particulier en 2010, la croissance a été insuffisante pour combler cet affaissement.

Le taux de croissance moyen du PIB réel observé pendant la période 2008-2013 s'est établi à seulement 0,8%, bien en deçà du taux moyen respectivement de 3,8% observé sur la période 2000-2007, voire en deçà du taux de 4% observé sur la période 1960-2007.

Les barres bleues sur le graphique 1 affichent la trajectoire actuelle du PIB réel sur la période s'étalant de 2000 à 2013. Les barres en rouge représentent la trajectoire dans l'hypothèse où l'économie luxembourgeoise aurait maintenu son rythme de croissance d'avant la crise. Le différentiel entre la trajectoire tendancielle d'avant crise et la croissance réelle se creuse et s'établit à environ 17% en 2013.

La « perte » cumulée entre la trajectoire actuelle et hypothétique représente un montant de 26,7 milliards d'euros, ce qui correspond à environ trois-quarts du PIB en volume de l'année 2013<sup>1</sup>.



Sources : STATEC, calculs BCL

Tableau 1

Evolution du PIB nominal et du PIB réel (base 2005 = 100 et en millions d'euros)

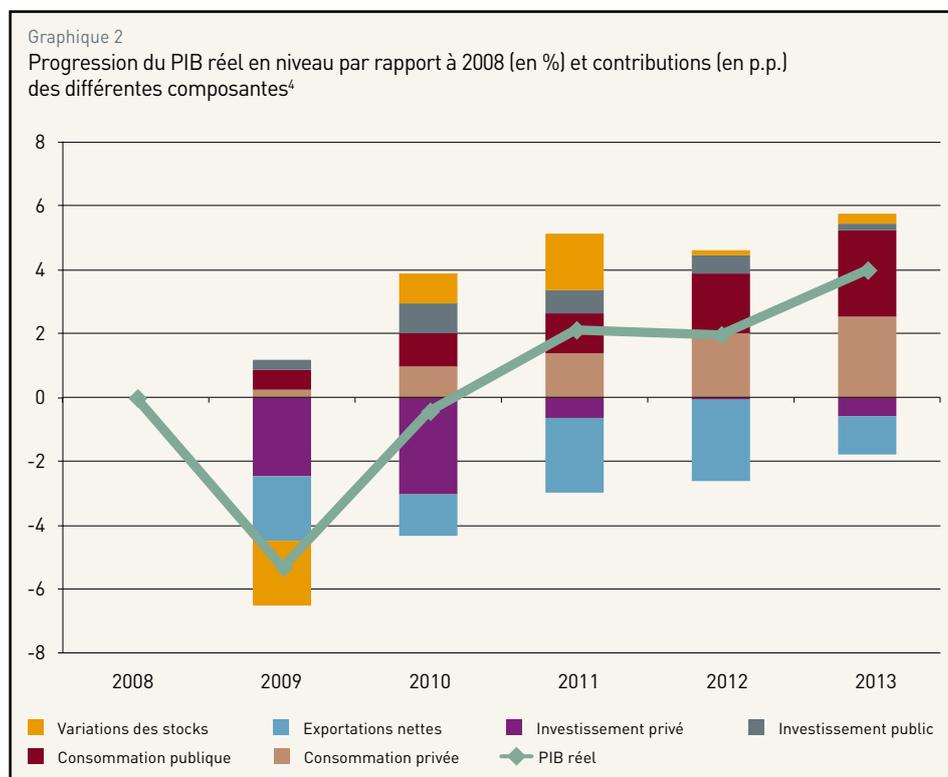
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB nominal	29 771	33 304	35 953	37 523	36 094	39 371	42 410	43 812	45 288
PIB réel	29 771	31 225	33 243	33 405	31 623	33 250	34 117	34 062	34 740

Source: STATEC.

La progression du PIB réel depuis l'année 2008, déjà faible, est quasi exclusivement due à la progression des dépenses de consommation publique et privée ainsi qu'aux investissements publics. Comme le montre le graphique 2, ces composantes ont contribué positivement à la progression du PIB réel, leurs niveaux en 2013 étant supérieurs à ceux de 2008<sup>2</sup> <sup>3</sup>.

1 En ce qui concerne le PIB nominal, le niveau en 2013 dépasse de 20% son niveau de 2008. La « perte » cumulée par rapport à la trajectoire tendancielle d'avant la crise est de 26 milliards d'euros, ce qui correspond à 58% du PIB nominal en 2013.  
2 Sur la période de 2008 à 2013, les consommations publique et privée ainsi que l'investissement public ont progressé de respectivement 18%, 8% et 7% par rapport à leurs niveaux de 2008.  
3 L'interprétation est différente pour la composante des « variations de stocks ». Premièrement, cette composante comprend aussi les "Acquisitions moins cessions d'objets de valeur" et la composante résiduelle des calculs. Deuxièmement, étant donné que cette composante est définie en "variation" et non en "niveau", un point de référence naturel n'existe pas pour les "stocks". On peut uniquement constater une accumulation ou un écoulement de "stocks" par rapport à une période choisie. Un écoulement de stocks, par rapport à l'année précédente, a par exemple été observé en 2009 et 2012.

Graphique 2  
Progression du PIB réel en niveau par rapport à 2008 (en %) et contributions (en p.p.)  
des différentes composantes<sup>4</sup>



Sources : STATEC, calculs BCL

En ce qui concerne tout d'abord la consommation privée, traditionnellement une composante assez stable et qui a progressé de 8% par rapport à son niveau de 2008, les transferts de l'Etat (chômage partiel, transferts sociaux) ont contribué à lisser le choc de la crise. Le rôle joué par les stabilisateurs automatiques est à ce titre particulièrement visible pour l'année 2009. Dans une approche prospective, cette relative « stabilité » de la consommation privée ne doit toutefois pas être considérée comme étant le garant d'une croissance future, surtout dans une très petite économie ouverte. Des ruptures sévères et inattendues sont tout à fait plausibles dans le cas d'une détérioration des finances publiques ou d'un scénario de croissance beaucoup moins favorable.

En ce qui concerne la consommation publique, elle a progressé de 18%<sup>5</sup> entre 2008 et 2013 sous l'influence de la masse salariale dans le secteur public et des transferts sociaux en nature. A l'instar de l'analyse pour la consommation privée, le constat que la consommation publique s'affiche graduellement en hausse par rapport à l'année 2008, ne doit pas induire en erreur. La poursuite d'une telle dynamique n'est pas acquise pour le futur et elle ne peut se faire que dans le respect des contraintes budgétaires.

Les exportations nettes et l'investissement privé demeurent en revanche inférieurs à leurs niveaux de 2008.

Ces évolutions sont loin d'être favorables pour une économie tournée vers l'extérieur. Le redressement de l'investissement privé, qui s'est entamé en 2011, doit impérativement se poursuivre afin de maintenir et d'élargir l'appareil productif.

Finalement, si la consommation publique a été la composante la plus dynamique sur cette période, il serait illusoire de compter sur la poursuite d'une telle composition de la croissance à l'avenir. Une composition équilibrée et soutenable de l'activité économique implique que la consommation publique progresse à un rythme similaire aux autres composantes. Aussi, une composition de la croissance du

4 La progression du PIB réel se calcule par la somme des contributions à la croissance des différentes composantes du PIB. La contribution à la croissance d'une composante se calcule par la multiplication de sa part relative  $\alpha$  dans le PIB et de son taux de progression. Puisqu'on prend l'année 2008 comme point de référence, tous les taux de croissance sont calculés par rapport à cette année.

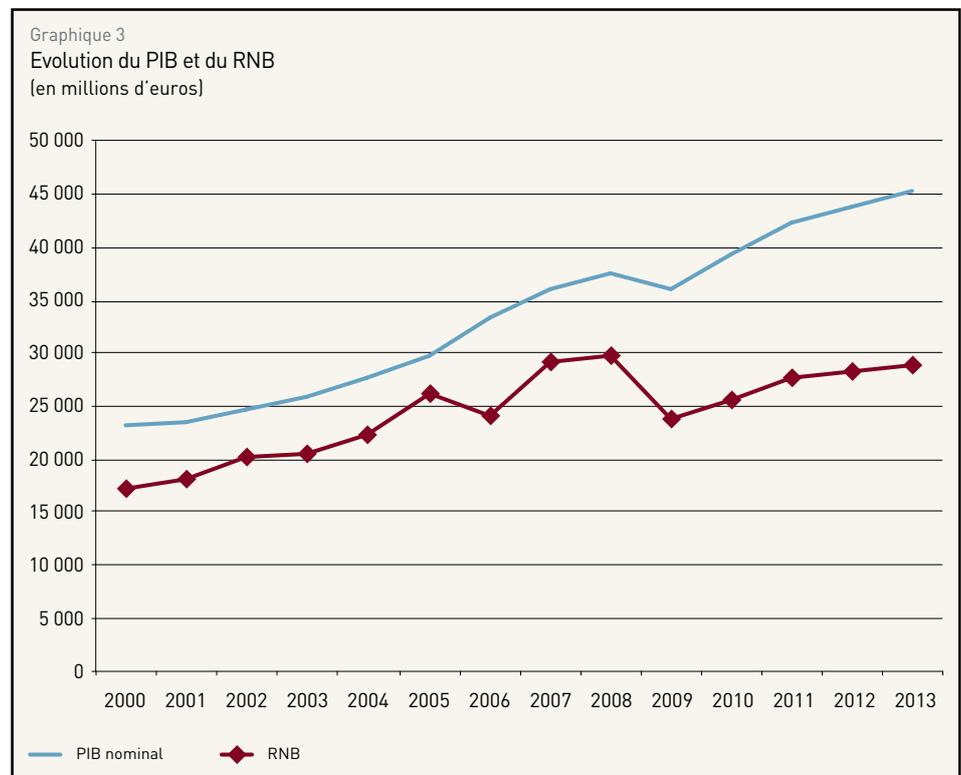
$$\frac{\text{PIB}_A - \text{PIB}_{2008}}{\text{PIB}_{2008}} = \sum_{D \in Z} \alpha_D \cdot \frac{D_A - D_{2008}}{D_{2008}}, \quad Z = \{C, G, I_{\text{privé}}, I_{\text{pub}}, X-M, \Delta \text{Stocks}\}$$

5 Etant donné que la part de la consommation publique dans le PIB est de 15%, la contribution de la consommation publique en 2013 à la progression de 4% du PIB en volume depuis 2008 est de 2,7 p.p.

PIB reposant principalement sur la consommation publique n'est pas naturelle et suggère que l'appareil productif ne se renouvelle pas assez vite, ce qui, à moyen terme, engendrerait des conséquences négatives pour le potentiel de croissance.

### 1.1.2. Le revenu national brut

Le graphique 3 compare le PIB nominal au revenu national brut (RNB), un indicateur conceptuellement plus proche de la notion de « bien-être » de la population résidente que le PIB. En sus de la différence de niveau entre le PIB et le RNB, la baisse du RNB<sup>6</sup> a été bien plus prononcée que celle du PIB nominal et est égale à 20% en 2009. Le redressement du RNB depuis le début de la crise a aussi été moins marqué que celui du PIB, restant inférieur en 2013 à son niveau de 2008.



Source : STATEC

Comme la croissance de la population est demeurée très élevée durant ces années et s'est même accélérée par rapport à la période pré-crise, sous l'influence notamment de l'immigration accrue, le RNB par tête a reculé de quelque 13% depuis l'année 2008.

### 1.1.3. Le chômage

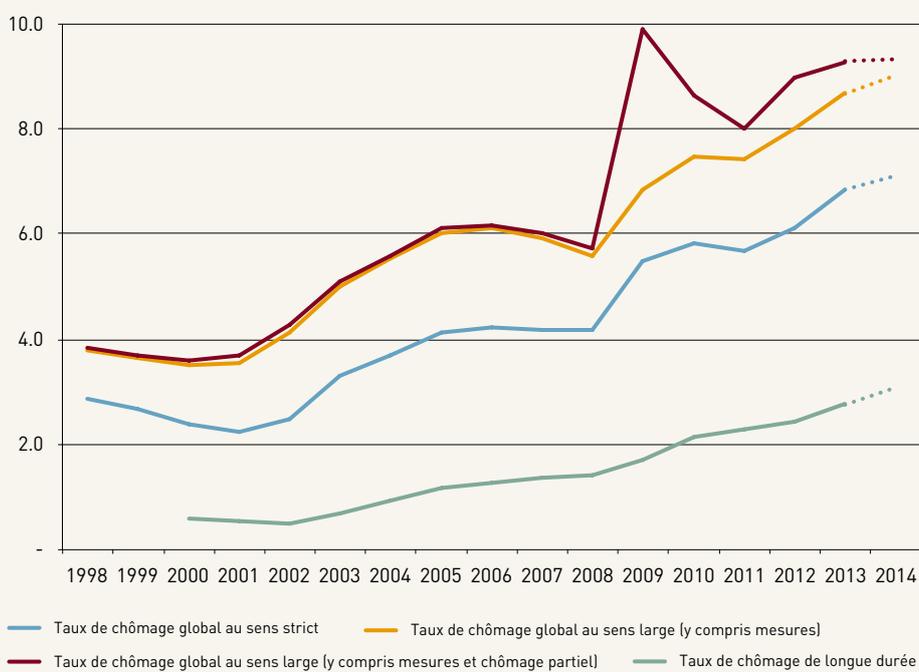
La crise financière et la récession ont eu des répercussions considérables sur le chômage. Selon le graphique 4, le taux de chômage au sens strict est passé de 4,2% en 2008 à 7,1% en 2014. A l'exception d'un repli temporaire en 2011, ce taux s'affiche en progression constante depuis 2008.

Ce taux n'offre toutefois qu'une vue partielle des effets de la crise. Il convient en effet d'y rajouter les personnes bénéficiant des mesures pour l'emploi ainsi que celles en chômage partiel: le taux de chômage au sens large s'établit alors à 9,3%. Hormis l'année 2009, qui correspond au point fort de la récession, il s'agit là d'un taux record pour le Luxembourg.

6 Le PIB est un indicateur de l'activité économique sur le territoire du Luxembourg, incluant donc la contribution des non-résidents. Le RNB exclut les revenus des non-résidents sur le territoire et il est un indicateur de revenu de la population résidente sur le territoire luxembourgeois. Il est obtenu en déduisant du PIB la rémunération des capitaux étrangers investis au Luxembourg (les revenus d'investissements nets versés à l'étranger) et la rémunération du travail payée aux non-résidents (masse salariale des frontaliers).

Graphique 4

Taux de chômage (nombre de chômeurs en % de la population active)



Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 5

Part des chômeurs de longue durée dans le chômage total (en % du nombre total de chômeurs)



Sources : ADEM, calculs BCL

Le taux de chômage global masque également l'impact disproportionné de la crise sur deux groupes, à savoir les jeunes générations et les chômeurs de longue durée.

Le **taux de chômage des jeunes** s'est établi à 17,4% en 2013, ce qui signifie que près de deux jeunes actifs sur dix étaient à la recherche d'un emploi. L'incidence du chômage chez les jeunes, mesurée par le rapport entre chômage des jeunes et chômage des adultes, est par ailleurs bien plus importante au Grand-duché (3,5) que dans la zone euro (2,2 en moyenne).

Le **chômage de longue durée**, a progressé de manière quasi-ininterrompue depuis l'année 2000 (graphiques 4 et 5), corollairement à l'emploi (+122 600 emplois), ce qui est symptomatique de l'existence de problèmes structurels sur le marché du travail (inadéquation entre l'offre et la demande de travail).

La part des chômeurs de longue durée dans le chômage au sens strict est passée d'environ 23% en 2000 à plus de 40% à l'heure actuelle. Même en excluant les chômeurs souffrant d'un handicap (SH) ou d'une incapacité de travail partielle (CTR) – qui sont caractérisés par une employabilité très faible – on constate qu'en 2013, 30% des demandeurs d'emplois étaient au chômage depuis plus de douze mois.

Le chômage de longue durée touche principalement des populations vulnérables et défavorisées. Les jeunes sont particulièrement touchés par ce phénomène, surtout si l'on compare leur poids

dans le chômage de longue durée à celui dans l'emploi. En effet, s'ils ne représentent que 5,2% de l'emploi total, ils constituent près de 10% des chômeurs de longue durée.

Le chômage des jeunes et le chômage de longue durée sont un fléau lourd de conséquences économiques, financières et sociales, tant au niveau individuel que collectif et impliquent l'introduction de mesures aussi multiples que variées. Sur base de la théorie économique et de recommandations/expériences internationales, le combat du chômage des jeunes ou de longue durée passe par des mesures d'incitation, censées favoriser une réinsertion rapide des demandeurs d'emploi, et couplées à des actions visant à améliorer leur employabilité (éducation, formation). La « garantie pour la jeunesse » introduite en juin dernier par le Gouvernement, s'adresse aux jeunes chômeurs et constitue sans doute un pas dans la bonne direction. La lutte contre le chômage en général passe cependant aussi par une politique de prévention censée réduire *ex ante* le risque de perte d'emploi et d'enlèvement dans le chômage (faciliter le redéploiement des salariés vers des activités de croissance, identifier les besoins actuels et futurs en compétences etc.). A cela s'ajoute la croissance économique, une condition *sine qua non* à la résorption graduelle du chômage.

De même, selon la littérature économique, la dualité du marché du travail bénéficierait aux salariés disposant d'un emploi stable (les « *insiders* ») aux dépens des travailleurs temporaires et chômeurs (« *outsiders* »). Selon la théorie économique, les coûts de rotation de la main d'œuvre (coût de recrutement, de formation, de licenciement, etc.) conférerait aux *insiders* un pouvoir de négociation important, même en cas de chômage élevé. Ce pouvoir constituerait un frein à l'ajustement du marché du travail lors d'un choc économique, ce qui empêcherait la baisse du chômage. Ce dualisme bénéficie aux *insiders* aux dépens des *outsiders* qui se retrouveraient souvent piégés dans des contrats de travail précaires ou du chômage de longue durée. Cette problématique mérite donc analyse et discussion.

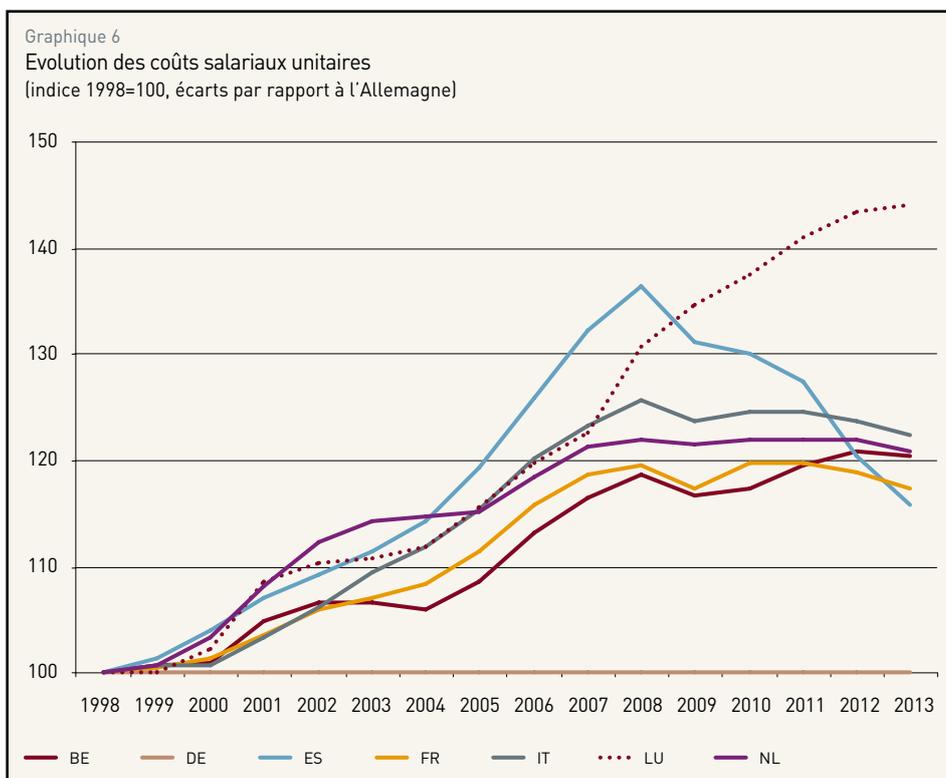
Les implications du chômage sont évidemment directes pour les personnes à la recherche d'un emploi qui subissent un impact négatif direct de la crise sur leurs revenus. Les répercussions sont aussi directes pour les finances publiques: le coût budgétaire associé à toutes les mesures de soutien à l'emploi a fortement progressé au cours des dernières années et les dépenses du fonds pour l'emploi prévues pour 2015 sont de 1,5% du PIB, contre 1,0% en 2007. Le chômage partiel est censé être un outil temporaire d'aide aux entreprises et aux employés lors d'un passage à vide de la conjoncture. Or, cet outil a été reconduit pour la 7<sup>e</sup> année consécutive en 2014, ce qui suggère que la récession a eu des répercussions structurelles sur les entreprises et le marché de l'emploi.

#### 1.1.4. Les coûts salariaux unitaires<sup>7</sup>

Dans une perspective européenne, la progression des coûts salariaux unitaires luxembourgeois par rapport aux autres pays de la zone euro, qui est un élément important de la compétitivité luxembourgeoise, est inquiétante. Le graphique 6 compare l'évolution des coûts salariaux unitaires au Luxembourg et d'autres pays par rapport à l'Allemagne. On constate que, sur la période 1998-2007, la dynamique des coûts salariaux unitaires au Luxembourg était en phase avec les évolutions des autres pays dans lesquels les coûts salariaux unitaires progressaient plus vite qu'en Allemagne. Le point de repère sur le graphique est l'Allemagne puisqu'à l'époque elle était caractérisée par des dynamiques atypiques. Afin de relancer la croissance et l'emploi, elle a mis en place un processus d'ajustement consistant principalement en une modération salariale liée aux réformes du marché du travail. *Ex post*, ce processus a effectivement permis à l'Allemagne de relancer sa croissance économique, de réduire sensiblement le taux de chômage, le tout dans un contexte de finances publiques relativement

<sup>7</sup> Le coût salarial unitaire nominal (CSU) permet de mesurer la compétitivité-coût d'une économie. Il est calculé en rapportant le coût salarial moyen (rémunération des salariés divisée par le nombre de salariés) à la productivité du travail (PIB en volume divisé par l'emploi total). L'indicateur des CSU n'est pas une statistique parfaite et son évolution est conditionnée par divers aspects d'ordre méthodologique. Néanmoins, il nous semble que les différentes qualifications ne remettent pas en cause les tendances de long terme de cet indicateur ainsi que les implications qui en découlent.

équilibrées. Ce processus d'assainissement permet aussi à l'Allemagne de connaître de nos jours une progression des salaires supérieure à celle des années précédentes et, de surcroît, supérieure à la progression moyenne dans la zone euro.



Sources : Eurostat, calculs BCL

Sous la pression des conséquences de la crise et de la récession, tous les pays, hormis le Luxembourg, ont entamé un processus d'ajustement de sorte que le Luxembourg fait figure d'exception, comme le fait ressortir le graphique ci-après.

Ce graphique amène à penser que le marché de l'emploi au Luxembourg ne s'est pas encore ajusté au décrochage de l'activité et à la croissance tendanciellement plus faible.

### 1.1.5. L'inflation

Un fait saillant des derniers mois est le recul considérable de l'inflation. Dans le contexte de la chute du prix du pétrole et du recul de l'inflation dans les pays limitrophes, les projections d'inflation pour le Luxembourg ont été successivement revues à la

baisse. Malgré l'ajustement à la hausse des taux de la TVA<sup>8</sup> pour l'année prochaine, la progression annuelle de l'indice des prix à la consommation ne serait plus que 1,4% en 2015, selon les projections les plus récentes du STATEC, alors que le projet de budget est encore basé sur une hypothèse d'inflation de 2,1%. La BCL projette actuellement un taux de 1,3% seulement. Cette projection est inférieure à celles des autres institutions parce qu'elle intègre des hypothèses plus récentes et donc plus basses sur le prix du pétrole ainsi que les projections d'inflation les plus récentes pour les pays limitrophes.

Tableau 2

Indice des prix à la consommation national et prévisions y afférentes (en taux de variation annuel)

	2013	2014	2015	2016
IPCN	1,7			
Programme pluriannuel (prévisions de mai 2014)	1,7	1,0	2,2	1,7
Projet de budget 2015	1,7	0,9	2,1	
STATEC (novembre 2014)	1,7	0,7	1,4	
BCL (décembre 2014)	1,7	0,7	1,3	1,8

Sources : STATEC, projet de budget, PSC.

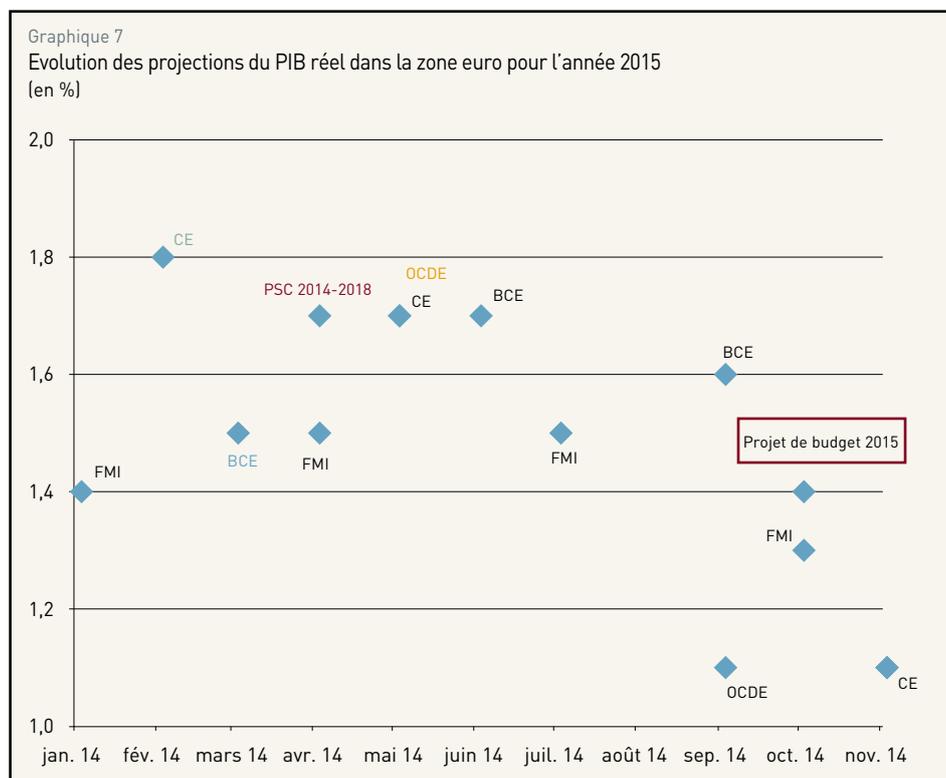
<sup>8</sup> Cette mesure pourrait provoquer un comportement anticipatif de la part des consommateurs. Ces derniers pourraient avancer à la fin de l'année 2014 certains achats prévus pour l'année 2015, notamment les achats de biens durables tels que les automobiles, afin de pouvoir bénéficier des conditions plus avantageuses.

## 1.2. LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À COURT TERME

### 1.2.1. La zone euro

Les prévisions de croissance pour la zone euro ont été nettement revues à la baisse depuis juillet de cette année. Le graphique 7 révèle que la projection de la Commission européenne (datant du 4 novembre 2014) fait état d'une progression de l'activité économique en 2015 de seulement 1,1%, donc 0,3 point de pourcentage (p.p.) de moins que l'hypothèse du Gouvernement servant à la préparation du projet de budget.

Selon les projections de l'Euro-système de décembre 2014, la croissance du PIB réel pour la zone euro s'établirait à 0,8% en 2014, 1,0% en 2015 et 1,5% en 2016 (voir tableau 3). Par rapport à l'exercice précédent de septembre 2014, la projection est restée inchangée pour 2014, mais elle a été nettement revue à la baisse pour les années 2015 et 2016. En ce qui concerne la croissance économique, ces projections sont assez proches des estimations de la Commission européenne telles que publiées en novembre 2014.



Sources : BCE, Commission Européenne, FMI, OCDE, Projet de budget 2015, STATEC, calculs BCL

Tableau 3

Projections de l'Eurosystème de décembre 2014 pour la zone euro (en %) et révisions par rapport à l'exercice de septembre 2014 (en p.p.)

	PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME DE DÉCEMBRE 2014			RÉVISIONS DEPUIS SEPTEMBRE 2014		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB réel	0,8	1,0	1,5	-	-0,6	-0,3
IPCH	0,5	0,7	1,3	-0,1	-0,4	-0,1
Emploi	0,4	0,6	0,5	0,1	-	-0,2
Taux de chômage	11,6	11,2	10,9	-	-	-0,2
Déficit public (en % du PIB)	-2,6	-2,5	-2,2	-	-0,1	-0,3

Source : BCE.

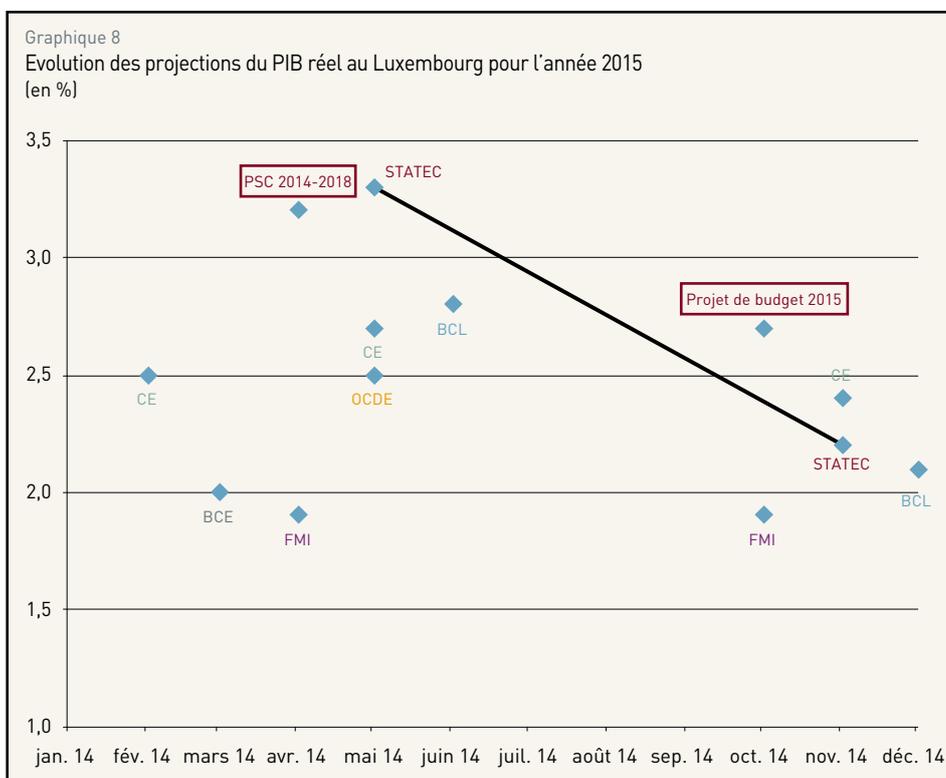
## 1.2.2. Le Luxembourg

Si la conjoncture au Luxembourg a été assez robuste au premier trimestre 2014, elle s'est ensuite et de manière inattendue progressivement dégradée, notamment dans un contexte de ralentissement européen. Dans cet environnement, les demandes de chômage partiel se sont à nouveau orientées à la hausse depuis le mois de septembre et avoisinent désormais leurs niveaux de début 2014.

Ces tendances sont le reflet d'un déclin de la demande internationale adressée au Luxembourg et elles présagent un affaissement de la production industrielle au Luxembourg lors de la 2<sup>e</sup> moitié de l'année 2014.

La dégradation de la conjoncture et les révisions à la baisse des perspectives de croissance ne sont pas sans rappeler l'expérience de 2011. A l'époque, on s'accordait sur la sortie de crise et interprétait la baisse de la conjoncture telle qu'elle s'annonçait dans les enquêtes comme un phénomène purement temporaire. Alors que les projections présentées étaient encore très favorables au printemps, elles étaient sévèrement ajustées à la baisse en automne 2011.

Le ralentissement en fin d'année 2014 se répercuterait sur la projection moyenne pour l'année 2015, qui ne serait désormais plus que de 2,4% selon la Commission européenne (voir graphique 8). Cette estimation est déjà inférieure à l'hypothèse de 2,7% du Gouvernement retenue dans son projet de budget. Mais elle semble encore optimiste à l'aune des développements les plus récents. Le STATEC, qui a présenté une révision de son scénario macroéconomique à la Commission parlementaire des Finances et du Budget, ne table plus que sur 2,2% en 2015. La projection de la BCL se limite à 2,1% ; elle intègre les données les plus récentes, la forte révision à la baisse des projections de l'Eurosystème pour la zone euro, mais également les mesures annoncées dans le projet de budget 2015.



Il est quelque peu étonnant de constater que la présentation du projet de budget s'est faite sur la base d'un scénario macroéconomique datant du 19 septembre et que le 11 novembre, soit seulement quelques jours après la présentation du projet de budget, ce scénario macroéconomique ait été nuancé à la Commission parlementaire des Finances et du Budget par le STATEC, une correction confirmée par les projections officielles du STATEC, en date du 26 novembre. Les projections sont ainsi révisées endéans quelques semaines, alors qu'aucune révision n'a été faite pendant toute la période de mai à septembre, période durant laquelle les institutions internationales étaient en train de réviser leurs projections de croissance pour la zone euro. On est dès lors en droit

Sources : BCE, Commission Européenne, FMI, OCDE, Projet de budget 2015, STATEC, calculs BCL

de se demander s'il n'eut pas été indiqué d'adapter en temps utile le scénario macroéconomique du projet de budget.

La révision à la baisse de la projection du PIB réel de 2,7% du projet de budget à 2,2% ne peut ne pas jeter un doute sur les estimations sous-jacentes au projet de budget.

De manière plus générale, étant donné l'absence d'implication du Comité de prévision dans les travaux préparatoires, on peut s'interroger quant au rôle effectif des projections macroéconomiques dans le cadre du projet de budget et partant du programme pluriannuel ou s'agit-il plutôt de deux volets qui demeurent déconnectés l'un de l'autre ?

Le tableau 4 présente les hypothèses sous-jacentes au projet de budget et les projections les plus récentes de la Commission européenne. L'hypothèse du Gouvernement pour une croissance de 4% du PIB nominal est plus prudente que celle de la Commission européenne (CE). Cette hypothèse du Gouvernement est assez proche du scénario de la BCL qui prévoit actuellement une croissance du PIB nominal de 3,5%. La divergence principale entre l'hypothèse du projet de budget et la projection de la CE réside principalement du côté du déflateur du PIB : la projection de la CE ne semble pas intégrer l'impact de la déperdition des recettes de TVA du commerce électronique sur le PIB nominal<sup>9</sup>.

Tableau 4

**Comparaison des projections macroéconomiques pour le Luxembourg (pour l'année 2015)**

	PROJET DE BUDGET - OCTOBRE 2014	COMMISSION EUROPÉENNE - NOVEMBRE 2014
PIB réel	2,7	2,4
PIB nominal	4,0	5,0
Déflateur du PIB	1,2	2,6
Emploi	2,1	2,1
Coût salarial moyen	2,8	3,0
Solde des administrations publiques	-0,2	-0,4

Sources: *Projet de budget 2015, Commission européenne.*

### 1.2.3. Les incohérences dans les données/hypothèses macroéconomiques

Dans le cadre du « Two-pack », le Gouvernement est obligé de soumettre son projet de budget pour approbation à la Commission européenne (CE). Ce document a été soumis à la CE le 15 octobre<sup>10</sup> (« Note à la CE »). L'introduction du programme pluriannuel, qui répond à une obligation contenue dans la loi du 12 juillet 2014, rajoute également un volet supplémentaire au projet de budget.

Dans ce contexte, nous présentons dans les tableaux 5-7 les données officielles du PIB nominal, du PIB réel et du déflateur du PIB telles qu'elles ont été publiées par le STATEC en avril et en octobre 2014, ainsi que les projections y afférentes de la CE, du projet de budget, du programme pluriannuel, de la note du Gouvernement soumise à la CE et du STATEC.

<sup>9</sup> La perte de ces recettes aura un impact négatif sur le PIB nominal. Selon le STATEC, cet impact constituerait un effet « prix » plutôt qu'un effet « volume » et il serait donc répercuté sur le déflateur du PIB et non sur le PIB en volume. Voir à cet effet la note de conjoncture N°1 de 2014 du STATEC, pp.136-137. L'hypothèse du Gouvernement d'une perte de 750 millions d'euros sur les recettes de TVA du commerce électronique en 2015 constitue un scénario central. Cette hypothèse pourrait être dépassée vers le haut dans un scénario alternatif.

<sup>10</sup> Voir à cet effet [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/dbp/2014/2014-10-15\\_lu\\_dbp\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2014/2014-10-15_lu_dbp_en.pdf)  
Le 28 novembre, la Commission européenne a estimé que, sur base de cette note, le projet de budget 2015 est conforme aux dispositions du Pacte de stabilité et de croissance.

La révision des données de la comptabilité nationale en octobre par rapport à avril 2014 a eu un effet non-négligeable sur les estimations du PIB nominal dont la progression n'est plus que 3,4% en 2013, donc 2,6 p.p. de moins qu'encore estimée en avril (voir tableau 5).

Tableau 5

**PIB nominal et projections (en taux de variation annuel)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SEC1995 - avril 2014	10,5	6,2	2,8	6,0			
SEC2010 - octobre 2014	9,1	7,7	3,3	3,4			
Projet de budget				3,4	5,4	4,0	
Programme pluriannuel				6,0	5,4	5,1	5,7
Note à la CE				3,4	5,4	4,0	
Commission européenne				3,4	4,9	5,0	5,9
STATEC				3,4	4,0	3,5	

Si les estimations de la note soumise à la Commission et celles du projet de budget sont identiques, les divergences entre le projet de budget et le programme pluriannuel sont toutefois considérables. Ces divergences existent pour les années 2013 et 2015, mais étonnamment pas pour l'année 2014. Les écarts pour l'année 2013 sont évidemment très regrettables, ceci d'autant plus qu'ils ne portent pas sur des hypothèses ou des projections, mais sur des données historiques. Les projections les plus récentes du STATEC pour les années 2014 et 2015 sont nettement plus basses que celles du Gouvernement.

Sur la base du tableau 6, on remarque que les divergences sur les estimations/projections du PIB en volume sont négligeables pour les années 2013 et 2014, mais sont plus importantes pour l'année 2015. Selon le programme pluriannuel, la progression du PIB en volume serait de 3,3%, alors que selon le projet de budget, elle ne serait plus que de 2,7%. Les projections les plus récentes du STATEC sont assez proches de celles du Gouvernement pour l'année 2014, mais sont nettement plus basses pour l'année 2015.

Tableau 6

**PIB en volume et projections (en taux de variation annuel)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SEC1995 - avril 2014	3,1	1,9	-0,2	2,1			
SEC2010 - octobre 2014	5,1	2,6	-0,2	2,0			
Projet de budget				2,0	2,8	2,7	
Programme pluriannuel				2,1	2,9	3,3	3,7
Note à la CE				2,0	2,8	2,7	
Commission européenne				2,0	3,0	2,4	2,9
STATEC				2,0	2,9	2,2	

Sur la base du tableau 7, on remarque que les divergences sur le PIB nominal relevées précédemment, proviennent principalement des divergences quant aux hypothèses du déflateur du PIB.

En ce qui concerne l'année 2013, la progression du déflateur du PIB est en effet estimée à 1,4% dans le projet de budget, ce qui correspond à la dernière estimation du STATEC. Dans le programme pluriannuel et la note adressée à la CE, cette progression est de 3,7%, ce qui correspond à l'estimation du STATEC du mois d'avril.

Pour l'année 2015, le projet de budget est en phase avec la note pour la CE, mais tous les deux présentent une estimation (1,2%) qui est inférieure à celle du programme pluriannuel (1,8%). Les projections les plus récentes du STATEC pour les années 2014 et 2015 sont nettement plus basses que celles du Gouvernement.

Tableau 7

**Déflateur du PIB et projections (en taux de variation annuel)**

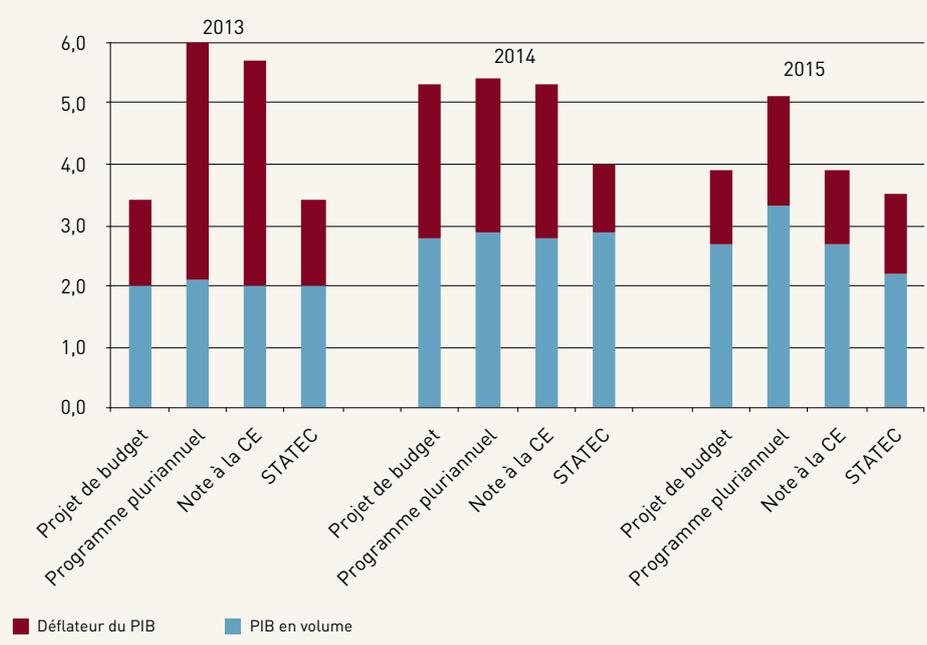
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SEC1995 - avril 2014	7,2	4,2	3,0	3,7			
SEC2010 - octobre 2014	3,7	5,0	3,5	1,4			
Projet de budget				1,4	2,5	1,2	
Programme pluriannuel				3,7	2,5	1,8	2,0
Note à la CE				3,7	2,5	1,2	
Commission européenne				1,4	1,9	2,6	3,0
STATEC				1,4	1,1	1,3	

La multiplication des documents officiels à produire peut aboutir à des incohérences techniques. Il s'agit d'un simple lapsus lorsque ces incohérences portent sur des variables ou postes mineurs. Lorsqu'elles portent toutefois sur des agrégats qui sont le fondement de toutes les estimations budgétaires importantes, on peut douter de la pertinence des estimations de l'entièreté du projet de budget.

Sont concernées évidemment en premier lieu les recettes de l'Etat<sup>11</sup>. Celles-ci sont estimées sur base des hypothèses/projections du PIB nominal, la décomposition en PIB en volume et déflateur du PIB n'étant pas d'une importance capitale à cet effet. Afin de pouvoir identifier les impacts des incohérences relevées ci-dessus pour l'estimation de recettes des années 2015-2018, il

Graphique 9

**PIB nominal et décomposition en déflateur du PIB et PIB en volume (en taux de variation annuel)**



Sources : STATEC, Projet de budget 2015, Commission européenne

11 Les dépenses, à l'exception des dépenses liées aux indemnités de chômage, ne sont pas de nature « cyclique », mais elles sont davantage déterminées par les décisions afférentes du Gouvernement.



conviendrait d'identifier le scénario macroéconomique qui a effectivement été utilisé pour construire les bases imposables<sup>12</sup>.

### 1.3. LES FINANCES PUBLIQUES

#### 1.3.1. Les normes comptables et l'impact de la transition vers le SEC2010 sur les données de finances publiques

##### **Les normes comptables**

Le projet de budget est présenté selon deux normes comptables: d'une part, selon la logique de la « comptabilité publique luxembourgeoise », à savoir la présentation dite « administrative », et, d'autre part, la logique du SEC2010.

Nous privilégions les normes comptables telles que retenues par la législation européenne et adoptées également dans la législation luxembourgeoise (la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques). Toutes les références dans le présent avis se font donc par rapport à des données calculées selon les normes du SEC2010.

Si la présentation « administrative » du budget de l'Etat s'impose dans le cadre de la législation luxembourgeoise, la présentation selon les normes européennes importe d'un point de vue économique et de finances publiques pour les raisons suivantes.

Premièrement, les valeurs de référence du Traité de Maastricht et les objectifs tels qu'introduits par la loi du 12 juillet 2014, à savoir le respect de l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT) et de la norme des dépenses, sont définis par rapport aux normes comptables du SEC2010.

Deuxièmement, la logique européenne « SEC2010 » enregistre les opérations de recettes et de dépenses sur la base des droits constatés (c'est-à-dire qu'elle donne la priorité au fait générateur sous-jacent à l'enregistrement des recettes ou des dépenses), alors que la logique « administrative » enregistre les recettes et les dépenses en « base caisse », c'est-à-dire lorsque ces dernières sont effectivement perçues ou déboursées.

Ensuite, la logique européenne consolide les opérations à l'intérieur des sous-secteurs des Administrations publiques. Du fait de l'appartenance des fonds spéciaux et de l'Etat au sous-secteur de l'Administration centrale, il en résulte que les transferts entre l'Etat et les fonds spéciaux sont consolidés pour ne plus afficher que les dépenses effectives des fonds et non plus les dotations de l'Etat vers ces mêmes fonds.

Enfin, au niveau du secteur des Administrations publiques prises dans leur ensemble, les transferts entre sous-secteurs (paiements d'intérêts, transferts courants et transferts en capital) sont également consolidés.

##### **L'impact de la transition vers le SEC2010 sur les données de finances publiques**

L'introduction du SEC2010 en septembre 2014 résulte d'une obligation légale pour tous les États membres de l'Union Européenne (UE) et a donné lieu à des révisions *ex post* des données de la comptabilité

<sup>12</sup> Le chapitre 4.5 présente une simulation des projections de finances publiques sur base des hypothèses macroéconomiques du Gouvernement. Cet exercice utilise l'hypothèse du Gouvernement d'une progression de 4% du PIB nominal, le scénario le plus proche du scénario de la BCL. Si sur cette base, les estimations de la BCL ne sont que légèrement moins favorables que celles du Gouvernement pour l'année 2015, l'écart se creuse toutefois en 2016.

nationale à partir de 2000. Si les grands principes méthodologiques sous-jacents au SEC2010 sont similaires à ceux qui prévalaient dans le SEC95, le SEC2010 introduit néanmoins quelques changements méthodologiques importants. Citons notamment le reclassement en dépenses d'investissement des dépenses de recherche et développement (R&D), qui étaient comptabilisées en consommation intermédiaire sous le SEC95, avec à la clé un effet positif sur le PIB, ainsi que l'affinement du mode de calcul des services d'intermédiation financières indirectement mesurés (SIFIM)<sup>13</sup>. Il est également important de noter que la définition du secteur des Administrations publiques, telle que retenue dans le SEC2010, a engendré la reclassification de certaines institutions monétaires et financières (IMF) du secteur des institutions monétaires (S12) vers le secteur des Administrations publiques (S13).

En ce qui concerne le Luxembourg, outre le reclassement des dépenses de R&D en dépenses d'investissement et l'impact positif sur le PIB provenant de l'affinement du mode de calcul des SIFIM<sup>14</sup>, les principales modifications imputables à l'introduction du SEC2010 sur les comptes des Administrations publiques concernent précisément les reclassifications de la Société Nationale de Crédit et d'Investissement (SNCI) et de deux FIS-SICAV du Fonds de Compensation au sein des administrations publiques (S13).

La décision de reclasser la SNCI se base sur le fait que le SEC2010 ne relie plus la classification sectorielle des IFM à la liste définie par la Banque centrale européenne qui a succédé à l'Institut monétaire européen (IME)<sup>15</sup>, ce qui a dès lors soulevé la question d'une reconsidération de la classification de la SNCI à la lumière des règles du SEC2010. La BCL s'abstient de commenter la décision de reclassement prise par Eurostat sur base d'une analyse du STATEC.

Selon le tableau ci-dessous, le passage au SEC2010 a eu un impact relativement mineur sur les comptes des Administrations publiques luxembourgeoises. En se limitant révisions attribuables au SEC2010, le surplus public et la dette publique pour l'année 2013 ont été ajustés à la hausse à concurrence de 0,1% du PIB<sup>16</sup>. Ces reclassifications entre autres sur la base des éléments avancés par le Luxembourg ne sont pourtant pas anodines et, au-delà de leur impact sur les ratios de finances publiques, soulèvent également d'autres interrogations dont la nature dépasse le cadre de cet avis.

13 Les services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) représentent la part des services rendus par les intermédiaires financiers qui n'est pas facturée à la clientèle. Pour ces services, les intermédiaires financiers se rémunèrent en prenant une marge de taux d'intérêt sur les dépôts de leurs clients et sur les crédits qu'ils leur accordent. L'autre partie des services rendus par les intermédiaires financiers est facturée sous diverses formes: commissions de transfert, frais de tenue de compte, etc.

14 Le SEC 1995 précisait qu'il ne fallait pas calculer de SIFIM entre institutions financières résidentes. Le SEC 2010 ajoute que par convention, il ne faut pas non plus calculer de SIFIM interbancaires entre les institutions financières résidentes et non-résidentes. Les SIFIM sont calculés uniquement vis-à-vis des secteurs institutionnels utilisateurs non bancaires. Le Luxembourg ayant été importateur net de SIFIM dans l'interbancaire avec le reste du monde, la disparition de ces importations fait augmenter mécaniquement le PIB luxembourgeois.

15 Selon le SEC95 (paragraphe: 2.49), «les IFM englobent les sous-secteurs de la banque centrale (S121) et des autres IFM (S122) et coïncident avec les IFM à des fins statistiques telles que définies par l'IME.

16 Par exemple, une note d'Eurostat révèle que ce changement méthodologique a relevé pour l'année 2013 le déficit public de la Lituanie de 0,5 p.p. du PIB, et la dette publique de l'Autriche de 8,7 p.p. du PIB. Voir à cet effet [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/documents/Revisions-gov-deficit-debt-2010-2013.pdf](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/documents/Revisions-gov-deficit-debt-2010-2013.pdf)

Tableau 8

## Révisions du solde et de la dette des Administrations publiques au Luxembourg pour 2013 (en % du PIB)

	RATIO AVRIL 2014 (SEC 95)	RÉVISIONS D'AVRIL À OCTOBRE 2014				RATIO RÉVISÉ OCTOBRE 2014 (SEC 2010)
		RÉVISIONS DUES AU SEC 2010	AUTRES RÉVISIONS <sup>17</sup>	RÉVISIONS DU PIB (DÉNOMINATEUR)	RÉVISIONS TOTALES	
Solde	0,1	0,1	0,5	0,0	0,6	0,6
Dette	23,1	0,1	0,2	0,1	0,4	23,6

Source : Eurostat. Note : la colonne « Révisions totales » est à l'arrondi près.

## 1.3.2. La politique budgétaire au cours des années récentes

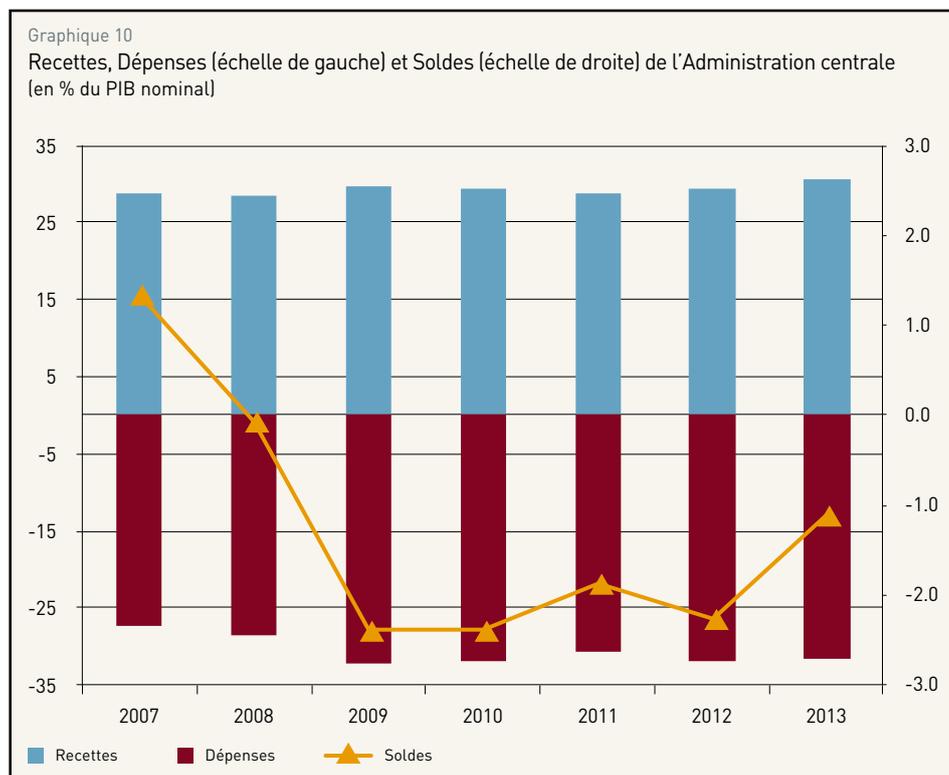
Le graphique 1 illustre l'ampleur des défis que le Luxembourg a dû et doit encore relever. En partant du constat que le PIB nominal reflète l'activité économique et est donc également une première approxi-

mation de la base imposable, cela implique qu'afin de respecter des objectifs budgétaires inchangés, tout décrochage du PIB devra se traduire soit par un ajustement des dépenses publiques, soit par une hausse de la ponction fiscale.

Ainsi, dans le cadre de la politique budgétaire, quelques efforts de consolidation ont été fournis au cours des dernières années, principalement sur le versant des recettes. Des hausses d'impôts ont été mises en œuvre via notamment l'augmentation en 2011 et 2013 de l'impôt de solidarité sur les ménages et les entreprises, ainsi que par l'impôt de crise qui, introduit en 2011, fut toutefois aboli l'année suivante.

Des efforts de consolidation visant à une réduction des dépenses n'ont en revanche été annoncés qu'en 2012 et dans une moindre mesure en 2013. Ces efforts

d'ajustement sont cependant restés trop timides pour remédier significativement à la vulnérabilité des finances publiques. C'est ce qui ressort d'une analyse *ex post* des données de comptabilité nationale portant sur les recettes, les dépenses et les soldes de l'Administration centrale (voir graphique 10).



Sources : STATEC, calculs BCL

Si le ratio des recettes par rapport au PIB a augmenté de 2 p.p. de PIB entre 2008 et 2013, la hausse enregistrée par le ratio des dépenses fut toutefois supérieure, ce qui a contribué à creuser le déficit de l'Administration centrale.

Tableau 9

**Evolution des recettes, dépenses et soldes de l'Administration centrale (en % du PIB nominal)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	DIFFÉRENCE 2008-2013
Recettes	28,6	29,8	29,4	28,7	29,5	30,6	2,0
Dépenses	28,6	32,2	31,8	30,6	31,8	31,7	3,1
Solde	-0,1	-2,4	-2,4	-1,9	-2,3	-1,1	-1,0

Sources: STATEC, calculs BCL.

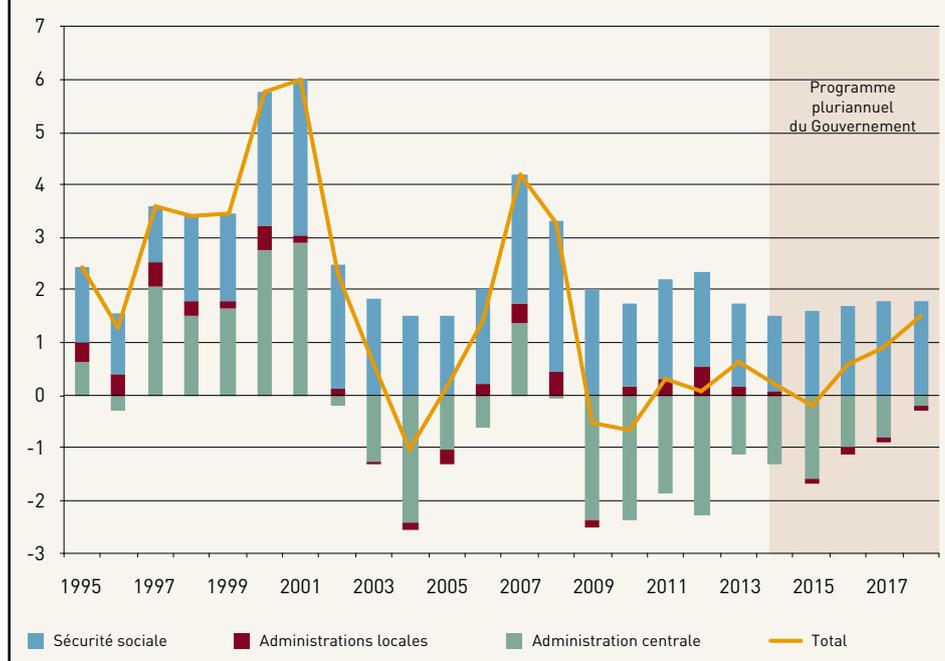
En 2008, les ratios des recettes et des dépenses par rapport au PIB affichaient des ordres de grandeur comparables et le solde de l'Administration centrale était en équilibre. Alors que le ratio des recettes a progressé de 2,0 p.p. du PIB sur la période allant de 2008 à 2013, témoignant d'une hausse de la ponction fiscale dans un contexte de décrochage de l'activité et d'abaissement de la croissance tendancielle, le ratio des dépenses progresse quant à lui de 3,1 p.p. du PIB sur la même période, avec à la clé un creusement du déficit. Si la forte progression du ratio des dépenses, engendrée en 2009 peut se justifier par les mesures mises en œuvre eu égard à l'ampleur de la récession, force est de constater que depuis lors, le ratio n'affiche qu'une baisse modeste de 0,5 p.p. de PIB, ce qui correspond à une hausse de 3,1 p.p. du PIB par rapport à l'année 2008.

Le solde budgétaire enregistré par l'Administration centrale en 2013 a été déficitaire, à concurrence de 1,1% du PIB, pour la sixième année consécutive. Pendant plusieurs années, la hausse de la fiscalité couplée à la non-indexation des barèmes fiscaux ainsi que la dynamique affichée sur le marché de l'emploi ont en effet permis de générer des recettes supplémentaires. Néanmoins, celles-ci ne justifient pas de faire l'impasse sur un ajustement des dépenses de l'Etat. Il est donc regrettable qu'en matière de dépenses, la politique budgétaire ne se soit pas encore adaptée à la chute du niveau et à la réduction de la croissance tendancielle de l'activité économique.

Considérant ces chiffres, les efforts visant à rétablir l'équilibre des finances de l'Administration centrale devraient impérativement privilégier le ralentissement des dépenses. Cela pourrait se faire à travers une réduction du rythme de certaines dépenses, une baisse ou une suppression éventuelle de certaines dépenses.

Cette approche, en parfaite symbiose avec les prescriptions incluses dans le Pacte de stabilité et de croissance, est essentielle. Tout d'abord, le caractère durable de certaines recettes est incertain (vente de carburants, TVA du commerce électronique, secteur financier). Ensuite, en vertu de l'introduction de la norme européenne des dépenses et en accord avec les observations antérieures de la BCL, la progression des dépenses ne peut à moyen terme être supérieure à la croissance tendancielle attendue de l'économie. Finalement, des hausses permanentes implicites de la fiscalité directe auraient un effet négatif sur l'offre et la demande de travail, ainsi que sur le potentiel de croissance.

Graphique 11  
Décomposition du solde des Administrations publiques par sous-secteurs  
(en % du PIB)



Sources : STATEC, *Projet de Budget 2015*, calculs BCL

### 1.3.3. La situation budgétaire: revue de l'année 2013

Le solde des Administrations publiques luxembourgeoises pour l'année 2013, publié début octobre 2014 avec les comptes nationaux annuels, a révélé un excédent de l'ordre de 0,6% du PIB, en hausse par rapport au solde dégagé pour l'année 2012 (excédent de 0,1% du PIB).

Ce solde positif de 2013 est plus favorable que celui prévu dans la 15<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité et de Convergence (PSC) publiée par le Gouvernement en avril 2014, qui envisageait alors un excédent pour 2013 de l'ordre de 0,1% du PIB. Le dynamisme observé sur le front des recettes en provenance de l'impôt sur les personnes physiques et partant de l'impôt de solidarité dont le taux a été aug-

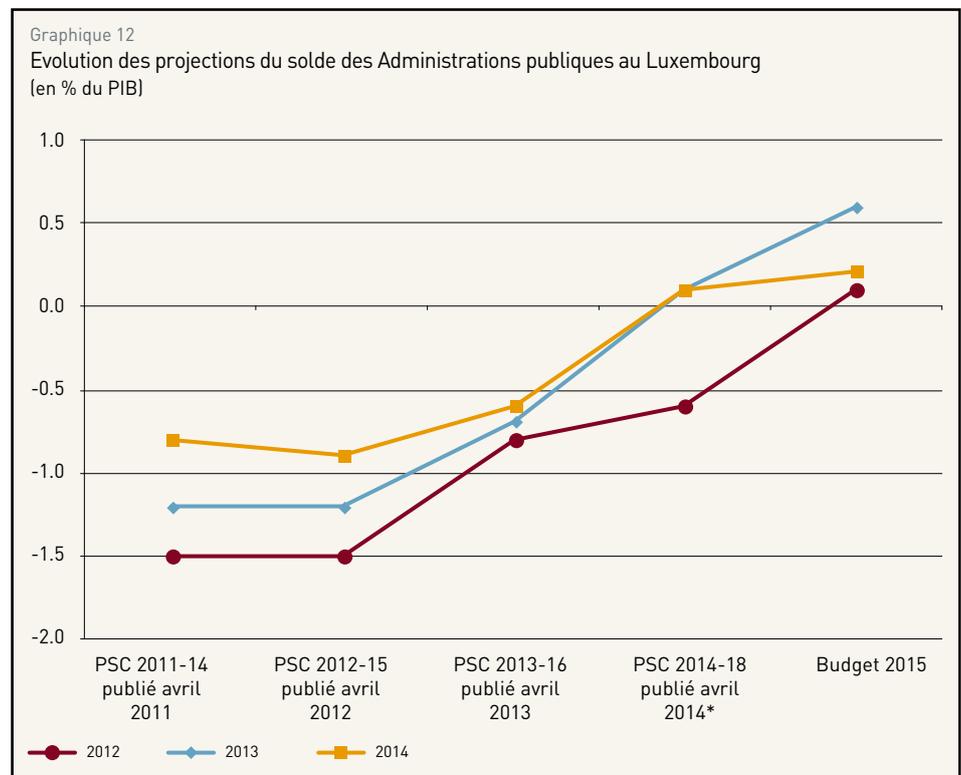
menté et des recettes de TVA, liées notamment au commerce électronique, a joué un rôle prépondérant dans l'amélioration du solde. De plus, les données du PSC d'avril 2014 étaient compilées en format SEC95 alors que celles publiées dans la notification d'octobre 2014 sont en format SEC 2010<sup>18</sup>.

Le graphique 11 illustre que, depuis 2009, les excédents réalisés par la Sécurité sociale et accessoirement par les autorités locales ont plus que compensé le déficit enregistré par l'Administration centrale.

Les surplus de la Sécurité sociale sont générés par des recettes de cotisations sociales et des transferts en provenance de l'Administration centrale d'une ampleur supérieure aux prestations sociales versées. La crise de 2009 n'a pas contribué à altérer ce schéma du fait de la résilience de la masse salariale et des transferts en provenance de l'Administration centrale qui ont continué à alimenter les caisses de la Sécurité sociale. En revanche, en ce qui concerne l'Administration centrale, la crise de 2009 a eu pour effet de voir les transferts à la Sécurité sociale maintenus à un niveau élevé (dépenses liées au chômage). De plus l'Administration centrale, dans un souci de maintenir l'activité économique, n'a pas réduit ses programmes d'investissement (à l'exception de 2013). Ces deux éléments ont donc contribué à creuser le déficit de l'Administration centrale.

18 Voir chapitre 1.3.1 concernant l'impact de la transition vers le SEC2010 pour l'année 2013.

Les déficits récurrents au niveau de l'Administration centrale constituent donc une spécificité structurelle du Luxembourg. La logique des normes européennes, dont l'analyse se base sur les soldes affichés au niveau des Administrations publiques prises dans leur ensemble, contribue ainsi à donner une image positive des finances publiques luxembourgeoises. Cette analyse ne doit cependant pas induire en erreur. Puisque les surplus dégagés par la Sécurité sociale, dont la fragilité a été mise en avant dans de nombreux avis de la BCL, servent exclusivement à alimenter le Fonds de compensation de la Sécurité sociale, destiné à financer les paiements futurs liés aux pensions et non pas à combler les déficits de l'Administration centrale, ce sont bien ces derniers qui doivent être mis en lumière, car ce sont par ailleurs eux qui alimentent l'augmentation de la dette publique luxembourgeoise.



Sources : *Projet de budget 2015, Programmes de Stabilité et de Convergence, STATEC*  
Note : (\*) le solde de l'année 2012 provient du STATEC.

La dette publique atteignait 23,6% du PIB à la fin de l'année 2013, soit une hausse de 2,2 p.p. du PIB par rapport au ratio observé en 2012.

Les premières données concernant l'année 2014 suggèrent un surplus au niveau des Administrations publiques avoisinant les 0,2% du PIB. Malgré la conjoncture actuelle moins propice, le point de départ des finances publiques pour l'année 2015 est donc, *ceteris paribus*, légèrement plus favorable qu'anticipé il y a quelques mois. Le graphique 12 indique que les prévisions de déficit dans les PSC successifs ont, en général, été plutôt conservatrices. Les révisions subséquentes des prévisions sont principalement dues à deux facteurs : une conjoncture plus favorable que prévue et les mesures correctrices prises en matière de politique budgétaire.

## 2. LES GRANDES LIGNES DU PROJET DE BUDGET 2015

### 2.1. LA PRÉSENTATION GLOBALE DU PROJET DE BUDGET

Le tableau 10 présente les grandes lignes du projet de budget 2015 et compare ces dernières aux projections réalisées antérieurement, à savoir celles présentées par le Comité de prévision (Comprév) au mois d'avril 2014<sup>19</sup> et du Programme de stabilité et de convergence (PSC) du 25 avril 2014.

Tableau 10

#### Projet de budget pour l'année 2015 (montants aux arrondis près)

	NOTE	ADMINISTRATION CENTRALE		ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	
		EN MIO D'EUROS	EN % DU PIB	EN MIO D'EUROS	EN % DU PIB
Recettes projet de budget 2015	1	14 842	29,5	22 236	44,1
Dépenses projet de budget 2015	2	15 658	31,1	22 311	44,3
Solde projet de budget	3=1-2	-817	-1,6	-75	-0,2
Recettes Note Comprév avril 2014	4	14 142	27,5	21 028	40,9
Dépenses Note Comprév avril 2014	5	15 709	30,5	21 842	42,5
Solde Note Comprév avril 2014	6=4-5	-1 567	-3,0	-815	-1,6
Différences entre Note Comprév avril 2014 et Projet de budget 2015	7=3-6 = 13	750	+1,4	738	+1,4
Différences dues aux facteurs:					
Transition vers le SEC 2010	8	42	0,08	42	0,1
Ajustement des estimations de recettes et de dépenses	9	193	0,39	136	0,27
Nouvelles mesures, dont :					
Paquet pour l'avenir	10	146	0,29	191	0,38
Contribution de 0,5% avenir des enfants	11	119	0,24	119	0,24
Augmentation TVA	12	250	0,50	250	0,50
	13=8+...+12	750	1,4	738	1,4
Recettes PSC	14	x	x	21 409	41,4
Dépenses PSC	15	x	x	21 679	41,9
Solde PSC	16 = 14-15	-1 055	-2,0	-270	-0,5
Différences entre PSC et Projet de budget 2015	17=3-16	238	0,4	194	0,3

Sources: *Projet de budget 2015, Note Comité de prévision 2014, PSC 2014, calculs BCL.*

<sup>19</sup> Voir à cet effet : [http://www.mf.public.lu/publications/fin\\_pub/note\\_comite\\_prev\\_090414.pdf](http://www.mf.public.lu/publications/fin_pub/note_comite_prev_090414.pdf)

## ASPECTS TECHNIQUES

Nous privilégions la comparaison par rapport à la note du Comité de prévision plutôt que par rapport à la 15<sup>e</sup> actualisation du Programme de Stabilité et de Convergence (PSC) présenté par le Gouvernement le 25 avril 2014 dans la mesure où la note du Comité de prévision présentait un scénario macroéconomique et de finances publiques « à politique inchangée » et constitue ainsi une base de comparaison plus appropriée pour le projet de budget 2015. En effet, le PSC incorporait la hausse de la TVA ainsi que des « mesures additionnelles » sans que le Gouvernement n'ait toutefois spécifié la nature de ces mesures.

La différence des soldes pour l'Etat central, entre le projet de budget 2015 et la 15<sup>e</sup> actualisation se limite aux arrondis près à 0,4% du PIB (ligne 17 du tableau 6), ce qui suggère que le projet de budget en lui-même ne contient pas beaucoup d'éléments nouveaux par rapport au PSC. D'un point de vue économique il convient néanmoins d'analyser l'ensemble des mesures décidées depuis avril de cette année.

Notons que la présentation du projet de budget incluse dans le projet de loi N°6720 diffère de la note soumise le 15 octobre par le Gouvernement à la Commission européenne (CE) dans le cadre de ses obligations liées à l'entrée en vigueur du « Two-pack<sup>20</sup> ». Si la note soumise à la CE présente correctement la comparaison du projet de loi par rapport à la 15<sup>e</sup> actualisation, le projet de budget prétend inclure des comparaisons à cette 15<sup>e</sup> actualisation, alors qu'il s'agit en fait de différences par rapport à la note du Comité de prévision. Ces comparaisons peuvent donc induire le lecteur en erreur.

Les estimations présentées sont celles du Gouvernement et sont conditionnelles au vote par le Parlement des trois projets de loi, à savoir les documents législatifs N°6720 (projet de budget 2015), 6721 (projet de loi relatif à la programmation budgétaire pluriannuelle) et 6722 (« Paquet pour l'avenir »). Toutefois, en fonction de l'importance des amendements et autres décisions que le Gouvernement ou le Parlement comptent introduire, il faudra adapter les estimations faites dans ces projets de loi. Cette remarque vaut en particulier pour les estimations concernant les nombreuses mesures contenues dans le « Paquet de l'avenir ».

Les recettes de l'Administration centrale pour l'année 2015 se chiffraient à 14842 millions d'euros, soit 29,5% du PIB (ligne 1 du tableau 10). Les dépenses se chiffraient quant à elles à 15658 millions d'euros, soit 31,1% du PIB. Il en résulterait un déficit en hausse de 31% et égal à 817 millions d'euros, soit 1,6% du PIB.<sup>20</sup>

Par rapport à la projection présentée dans le cadre de la 15<sup>e</sup> actualisation, le solde de l'Etat central s'améliorerait donc à concurrence de 238 millions d'euros (soit 0,4% du PIB) (ligne 17) tandis qu'on observe une amélioration de 750 millions d'euros (soit 1,4% du PIB) par rapport à la note du Comité de prévision (ligne 7), qui tablait encore sur un déficit de 1567 millions d'euros ou 3% du PIB (ligne 6).

La différence par rapport à la note du Comité de prévision s'explique par trois effets, à savoir i) un effet méthodologique à concurrence de 0,1% du PIB dû au passage au SEC2010 (ligne 8), ii) un effet résultant de la mise à jour du scénario « à politique inchangée » égal à 0,39% du PIB (ligne 9), iii) ainsi qu'un effet dû aux mesures discrétionnaires adoptées par le Gouvernement à concurrence de 1,04% du PIB (lignes 10-12).

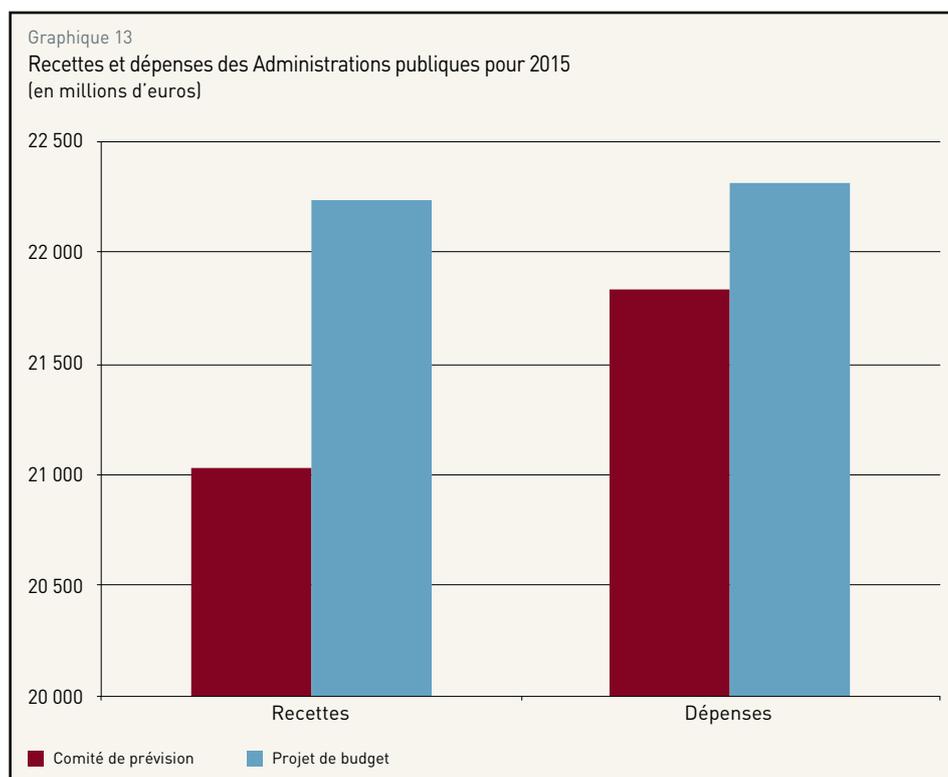
L'effet imputable au scénario « à politique inchangée » résulte des ré-estimations des recettes (0,2% du PIB), qui émanent d'une conjoncture plus favorable et des dépenses (- 0,2% du PIB).

<sup>20</sup> Voir les règlements (UE) n° 472/2013 et (UE) n° 473/2013.

L'effet des mesures discrétionnaires du Gouvernement concerne a) le rehaussement de 2 p.p. de tous les taux de TVA à l'exception du taux super-réduit à 3% (recettes supplémentaires de l'ordre de 0,5% du PIB), b) l'introduction d'une contribution de 0,5% sur le revenu des personnes physiques (0,24% du PIB) et c) l'ensemble de mesures, principalement sur le volet des dépenses, dit « Paquet pour l'avenir » (0,29% du PIB).

En ce qui concerne l'ensemble des Administrations publiques, le déficit pour l'année 2015, encore estimé à 1,6% en avril, ne serait plus que de 0,2% du PIB selon le projet de budget. Par rapport au surplus de 0,2% du PIB projeté actuellement pour l'année 2014, il s'agirait toutefois d'une dégradation de 0,4 p.p. du PIB.

L'effort de consolidation en 2015 porte majoritairement sur les recettes (75% de l'effort de consolidation). L'ajustement des dépenses, qui, selon les intentions annoncées par le Gouvernement, devrait s'opérer à travers le « Paquet pour l'avenir », ne compte néanmoins que pour 25% dans le total des mesures de consolidation en 2015.



Sources : *Projet de budget 2015, Note du Comité de prévision 2014*

tions du Comité de prévision concernant l'année 2015, effectuées selon un scénario à politique inchangée (n'incluant donc aucune mesure de consolidation) avec les estimations de recettes et de dépenses incluses dans le Projet de Budget 2015, qui elles prennent en compte toutes les mesures proposées par le Gouvernement, on note que l'augmentation des recettes observée entre les deux jeux de projection est de plus grande ampleur que celle affichée sur les dépenses. Cela permet donc de conclure que l'effort de consolidation pour l'année 2015 portera principalement sur le versant des recettes<sup>21</sup>.

Ce constat n'est pas mis en cause à l'aune des mesures décidées le 28 novembre. Au contraire, la perte de 40 millions d'euros de recettes qui résulte du remplacement de la contribution par un impôt d'équilibrage budgétaire temporaire est plus que compensée par des recettes supplémentaires, mais non-récurrentes, de 90 millions d'euros en provenance d'un remboursement du budget de l'Union européenne. En conséquence, en 2015, la part de l'ajustement sur les recettes est encore plus élevée qu'estimée sur base du projet de budget. En revanche, en 2016, cette part est réduite puisque le remboursement en provenance du budget de l'Union européenne n'y figure a priori plus.

Le graphique 13 illustre la situation décrite ci-dessus. En effet, lorsque l'on compare les estima-

21 Les dépenses progressent dans le projet de budget par rapport à la note du Comité de prévision. Une partie de cette révision à la hausse est toutefois liée au changement de méthodologie et au passage du SEC95 vers le SEC2010.

Le tableau 11 présente les évolutions des recettes et des dépenses ainsi que les soldes des Administrations publiques et de l'Administration centrale telles que projetées dans le projet de budget et le programme pluriannuel.

Tableau 11

**Évolutions des recettes, des dépenses et des soldes (en millions d'euros, en taux de variation annuel)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Administration centrale</b>						
Total des recettes	13 851	14 428	14 842	15 738	16 495	17 466
Taux de croissance		4,2	2,9	6,0	4,8	5,9
Total des dépenses	14 356	15 051	15 658	16 272	16 933	17 583
Taux de croissance		4,8	4,0	3,9	4,1	3,8
Solde	-505	-623	-817	-534	-438	-117
<b>Administrations publiques</b>						
Total des recettes	20 136	20 955	22 236	-	-	-
Taux de croissance		4,1	6,1			
Total des dépenses	19 850	20 859	22 311	-	-	-
Taux de croissance		5,1	7,0			
Solde	286	92	-75	309	516	904

Sources: *Projet de budget 2015, Note du Comité de prévision 2014, PSC 2014.*

En analysant les évolutions des recettes à moyen terme au niveau de l'Administration centrale, force est de constater que les taux de croissance des recettes prévus par le Gouvernement (outre la faible croissance prévue pour 2015 et qui trouve son origine dans la perte d'une partie substantielle des recettes de TVA) sont inférieurs aux moyennes historiques calculées, tant sur la période 2000-2013 (6,3%) que sur la période 2010-2013 (6,6%). Il semble donc que le Gouvernement ait fait preuve d'une certaine prudence dans ses projections de recettes, du moins prise dans leur ensemble.

Si, *ex post*, les recettes connaissent une dynamique plus favorable et eu égard aux facteurs d'incertitude qui persisteront dans un avenir proche, plutôt que de relâcher ses efforts, le Gouvernement en devrait impérativement profiter afin d'assainir plus rapidement les finances publiques et se créer ainsi des « marges de manœuvre » qui pourraient s'avérer utiles.

Les taux de croissance projetés des dépenses (+4% en moyenne sur la période 2015-2018) sont largement inférieurs aux moyennes historiques, tant sur la période 2000-2013 (7,3%) que sur la période s'étalant de 2010 à 2013 (5,5%). La période actuelle de faible inflation impliquant des indexations des dépenses (salaires, pensions, frais de fonctionnement) moins fréquentes que par le passé contribuera certainement au ralentissement de la progression des dépenses. Néanmoins, ces taux de croissance semblent optimistes au regard des engagements futurs du Gouvernement (dépenses récurrentes notamment en ce qui concerne les transferts sociaux, nombreuses dépenses en capital prévues...). De ce fait, il aurait été souhaitable d'adopter des hypothèses plus conservatrices lors de l'élaboration des projections de dépenses à moyen terme. Cette analyse suggère aussi que seule une mise en œuvre stricte du budget excluant tout dérapage ne pourra permettre d'atteindre cet objectif de 4%. Enfin, on ne peut qu'encourager le Gouvernement à poursuivre sur la voie des procédures récemment mises en œuvre, notamment les exercices visant à « renforcer la qualité de la dépense publique » et ceci dans le but de freiner la dynamique des dépenses et afin de pouvoir faire face aux défis futurs.

Au niveau des Administrations publiques prises dans leur ensemble, la BCL déplore le manque d'informations, au-delà de 2014, concernant les montants totaux tant des recettes que des dépenses, le Gouvernement ne publiant que les soldes (en nominal et en % du PIB). Les montants pour 2015 affichés dans le tableau 10 ont été calculés par la BCL.

Le manque de données disponibles de la part des communes est une des causes de la non-publication des montants totaux de recettes et de dépenses au niveau des Administrations publiques. Nonobstant le fait qu'il est indispensable d'obtenir les chiffres en provenance des Administrations locales de manière beaucoup plus rapide que ce n'est actuellement le cas, le Gouvernement devrait être néanmoins en mesure de procéder à certaines estimations concernant les recettes et les dépenses de ces administrations et ceci afin de lever le doute sur les soldes des Administrations publiques. La présentation du Projet de budget pluriannuel y gagnerait en transparence.

Le tableau 12, qui décrit les évolutions des recettes et des dépenses entre 2013 et 2018, indique qu'à l'horizon 2018, le déficit de l'Administration centrale serait ramené à 0,2% du PIB contre un déficit de 1,1% du PIB en 2013. Contrairement aux années récentes, le ratio des recettes reculerait, passant de 30,6% à 29,8% du PIB, soit une baisse de 0,8 p.p. du PIB. L'effort de consolidation porterait principalement sur les dépenses, dont la part dans le PIB reculerait de 31,7% à 30%, soit une baisse de 1,7 p.p. du PIB. La tendance à la hausse des recettes et des dépenses dans le PIB s'inverserait donc par rapport aux années précédentes et ce revirement serait surtout marqué sur le volet des dépenses.

Tableau 12:

**Évolutions des recettes, des dépenses et des soldes de l'Administration centrale (en % du PIB)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	DIFFÉRENCE 2013-2018
Recettes	30,6	30,2	29,9	30,0	29,7	29,8	-0,8
Dépenses	31,7	31,5	31,5	31,0	30,5	30,0	-1,7
Solde	-1,1	-1,3	-1,6	-1,0	-0,8	-0,2	0,9

Sources: *Projet de budget 2015, calculs BCL.*

Si la volonté affichée par le Gouvernement concernant la réduction des dépenses est louable, on doit toutefois mettre en exergue les efforts qui seront requis afin de traduire dans les faits la réduction du ratio des dépenses au niveau de l'Administration centrale à quelque 30% du PIB, un niveau qui n'a plus été observé depuis 2008.

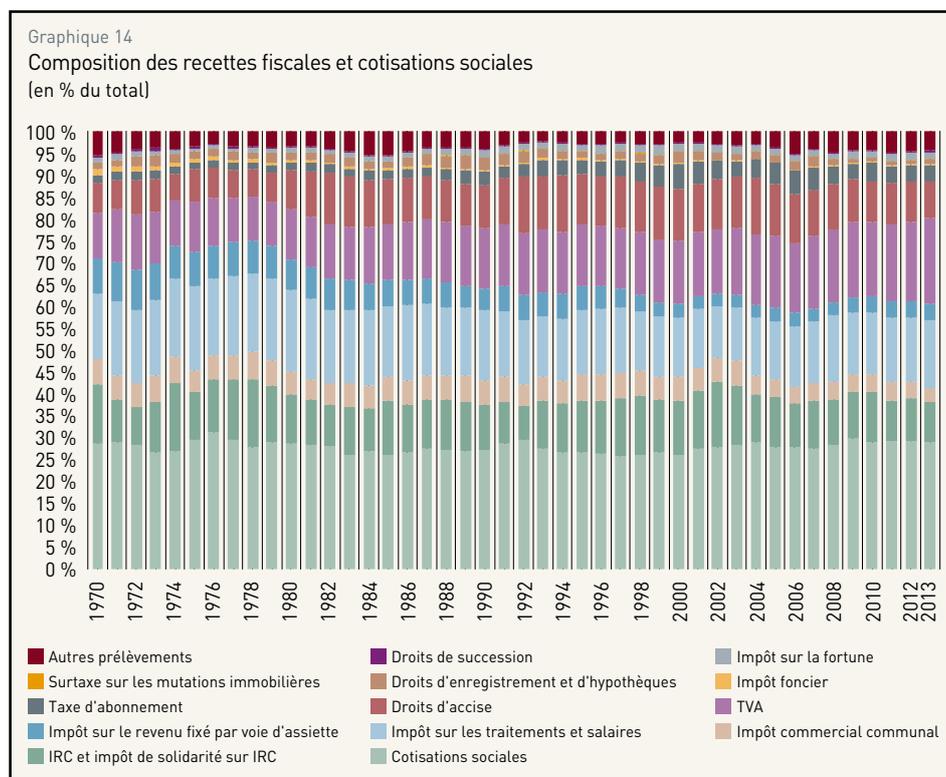
## 2.2. L'ANALYSE DÉTAILLÉE DES RECETTES PROVENANT DES TAXES DIRECTES ET INDIRECTES

Avant d'aborder une série de points spécifiques particulièrement importants, le graphique 14 montre la répartition des recettes et des cotisations sociales des Administrations publiques. Il s'en dégage que la part de la TVA dans les recettes fiscales et parafiscales totales a nettement progressé au cours des années récentes pour atteindre quelque 19% en 2013. Cette part est appelée à se réduire sensiblement à partir de 2015. On se doit à ce propos de signaler que la disparition graduelle des recettes de TVA liées au commerce électronique était connue depuis bien longtemps. Il est donc fort regrettable qu'une approche budgétaire tenant compte et anticipant l'effondrement prévisible de ces recettes de TVA n'ait pas été mise en œuvre par le passé. L'augmentation des taux de TVA prévue dans le budget permettra de combler une partie de la déperdition de recettes de TVA "électronique" programmée à partir de 2015.

Il convient de noter à ce propos que la déperdition des recettes de « TVA électronique » s'apparente à un transfert en faveur du reste du monde et constitue donc une source d'appauvrissement pour l'économie luxembourgeoise. Du point de vue des finances publiques, la perte de ces recettes est

partiellement compensée par d'autres mesures, par exemple une hausse des taux de TVA. D'un point de vue économique toutefois, si de telles mesures contribuent à amortir la perte des recettes liées au commerce électronique, elles ne compensent nullement l'appauvrissement précité du Luxembourg (hormis l'effet de la TVA additionnelle payée par les non-résidents). La hausse des taux de TVA n'est en effet pas une source de création de valeur ajoutée. Elle constitue davantage une opération de répartition, qui revient à transférer des ressources du secteur privé résident à l'Etat.

Le graphique indique également que les recettes de l'impôt sur les personnes physiques<sup>22</sup> et l'impôt sur les sociétés<sup>23</sup> représentent respectivement 19% et 12% des recettes fiscales et parafiscales totales.



Le graphique 15 confirme l'importance des recettes fiscales pour les finances publiques. En effet, elles représentent 63% du total des recettes des Administrations publiques, suivies par les cotisations sociales dont le poids est de l'ordre de 26%. Le reste étant constitué des recettes de production marchande et non marchande (6%), des revenus de la propriété (3%) et de transferts.

La partie qui suit ne constitue pas une analyse exhaustive de toutes les recettes, mais se concentre sur des points spécifiques particulièrement importants.

### 2.2.1. La taxe d'abonnement

Selon le budget 2015, les recettes de la taxe d'abonnement<sup>24</sup> représentent 1,5% du PIB et 6,4% des recettes totales au sens de la législation sur la comptabilité de l'Etat (et donc pas en SEC2010). Elle constitue donc une source de revenu non négligeable.

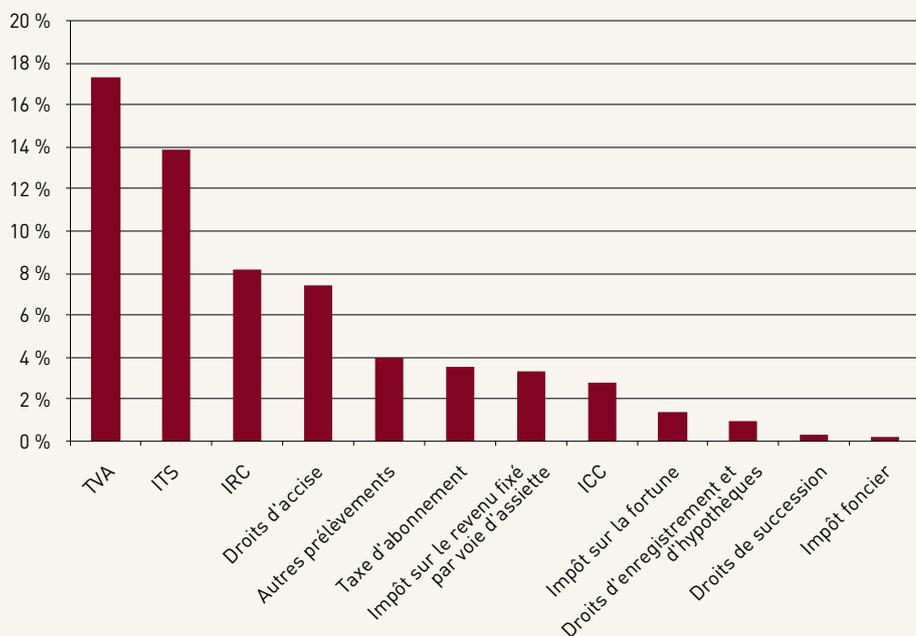
L'évolution des recettes de la taxe d'abonnement est conditionnée par quatre facteurs, à savoir i) un « effet prix » lié à l'évolution boursière, ii) un « effet volume » lié à l'évolution du volume des avoirs nets des OPC, iii) un « effet structure » et finalement iv) un effet de modification des taux.

22 Impôt sur les traitements et salaires et Impôt sur le revenu par voie d'assiette.

23 Impôt sur le revenu des collectivités, contribution de solidarité et impôt commercial communal.

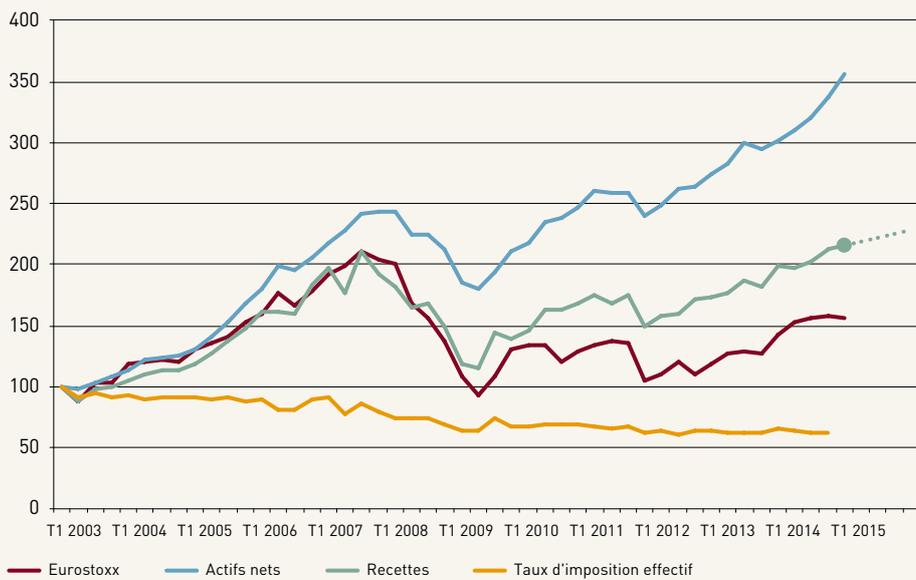
24 La taxe d'abonnement est une taxe principalement payée trimestriellement par les fonds d'investissement sur leurs actifs nets (actif moins dettes et charges). Les taux de taxation sont de 0,05% (pour les OPC) et 0,01% (pour les OPC monétaires et les fonds d'investissement spécialisés). Certains fonds sont complètement exonérés de taxe, c'est par exemple le cas des fonds investissant dans la micro-finance.

Graphique 15  
Poids des différentes recettes fiscales dans le total des recettes des Administrations publiques (en %)



Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 16  
Evolution trimestrielle des recettes de la taxe d'abonnement (indice, 2003T1=100)



Sources : Bloomberg, BCL

Comme le montre le graphique 16, la volatilité des recettes de la taxe d'abonnement est principalement conditionnée par la volatilité des marchés boursiers. Ces derniers sont difficilement prévisibles et il est par conséquent important d'adopter des hypothèses prudentes en cette matière.

En ce qui concerne l'« effet structure », aux taux d'imposition inchangés, les recettes de la taxe d'abonnement peuvent augmenter lorsque la part des avoirs nets soumis au taux d'imposition de 0,05% augmente aux dépens des parts soumis au taux d'imposition de 0,01% et 0%. Sur la base du graphique suivant, on note que le taux d'imposition effectif est en baisse tendancielle depuis 2004. En l'absence d'une modification des taux d'affiche, les « nouveaux » actifs nets sont davantage soumis au taux de 0,01% ou 0% que de 0,05%.

Les recettes déjà perçues au 30 septembre 2014 s'élèvent à 566,8 millions, soit 78% du montant prévu dans le budget 2014. Etant donné le niveau de la taxe d'abonnement en septembre et la dynamique historique des recettes au cours du dernier trimestre, le montant des recettes prévu dans le budget devrait être aisément atteint. En ce qui concerne le budget 2015, le montant de 789 millions d'euros correspond à 4 fois la recette du troisième trimestre 2014. En d'autres termes, si les marchés boursiers stagnent jusqu'à la fin de l'année 2015, on devrait atteindre ce montant<sup>25</sup>.

25 Le taux de variation annuel serait alors de 3,3% pour l'année 2015. Afin d'atteindre le taux de croissance de 8,1% en 2015, la taxe d'abonnement devrait progresser en moyenne de 1,5% par trimestre. La ligne pointillée verte sur le graphique indique une trajectoire hypothétique des recettes pour atteindre ce taux de croissance.

Une telle hypothèse prudente est en effet recommandée compte tenu des dynamiques exceptionnellement favorables en 2013 et 2014.

Pour les années 2016 à 2018, les taux de croissance sont inférieurs au taux de croissance annuel moyen de la période 2003-2013. Le budget pluriannuel ne comprend aucune hypothèse de l'indice boursier pour cette période. Cette information aurait de toute évidence dû être utilisée avec prudence étant donné l'incertitude entourant l'évolution des marchés boursiers. Étant donné la forte progression des marchés boursiers au cours des années 2013 et 2014, avec à la clé des hausses exceptionnelles de la taxe d'abonnement, l'hypothèse sous-jacente au programme pluriannuel est celle d'une poursuite de cet environnement boursier très favorable.

Tableau 13

**Evolution annuelle des recettes de la taxe d'abonnement**

	2011	2012	2013C	AU 30 SEPTEMBRE 2014	2014B	2015B	2016P	2017P	2018P
Données en base caisse (mio)	617,9	612	691,5	566,8	730	789	833	885	943
Taux de croissance annuel	3,8%	-0,9%	12,9%		5,6%	8,1%	5,6%	6,2%	6,6%

Note: compte provisoire (c), budget (b), budget pluriannuel (p). Sources: Ministère des Finances, Projet de budget 2015, calculs BCL.

Sur la base du tableau 14 on constate qu'en période de chute des marchés boursiers, comme cela a été le cas en 2008 et 2009, les recettes escomptées de la taxe d'abonnement sont généralement surestimées. Si l'établissement d'une hypothèse neutre relative à l'évolution de la taxe d'abonnement est sujet à discussion, on peut toutefois s'interroger si une accélération de la croissance des recettes sur la période 2016-2018 (voir tableau 13) constitue le scénario le plus prudent. D'aucuns pourraient soulever la question de savoir si les taux de progression repris au programme pluriannuel en matière de recettes émanant de la taxe d'abonnement n'ont pas été élaborés en fonction d'un produit de cette taxe requis pour atteindre un solde recherché des finances publiques.

Cette remarque est d'autant plus importante que, selon ces propres prévisions, le solde structurel des Administrations publiques, ne serait qu'à l'OMT. Une surestimation d'un ou plusieurs postes de recettes pourrait facilement renverser cette position « fragile ».

Tableau 14

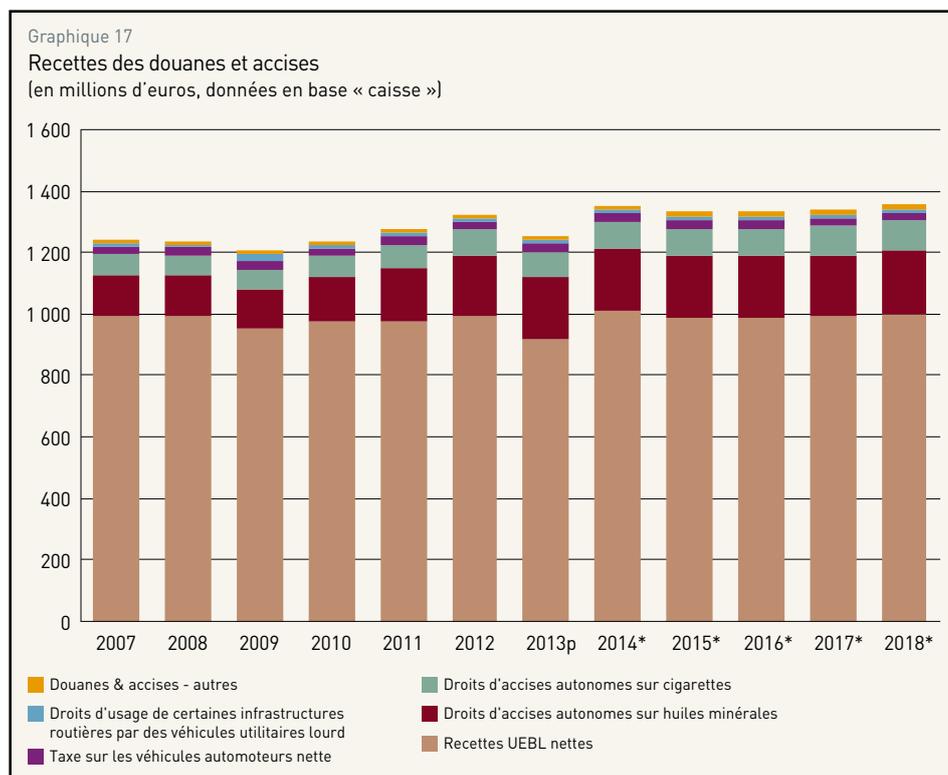
**Evolution annuelle des recettes de la taxe d'abonnement réalisées et prévues dans les budgets**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Réalisées	720,83	615,64	478,69	595,15	617,93	612,368	691,5
Taux de croissance		-14,6%	-22,2%	24,3%	3,8%	-0,9%	12,9%
Budget	550	700	650	550	630	630	600
Taux de croissance		27,3%	-7,1%	-15,4%	14,5%	0,0%	-4,8%
% de réalisation	131%	88%	74%	108%	98%	97%	115%

Sources: Ministère des finances, Legilux, calculs BCL.

## 2.2.2. Les recettes des douanes et accises

Les recettes totales des droits d'accises représentent 8% des recettes du budget 2015 de l'Etat au sens de la législation sur la comptabilité de l'Etat et 7,1% des recettes totales des Administrations publiques.



Source : Ministère des Finances

Note : compte provisoire (c), budget (\*). Taxe sur les véhicules automoteurs nette = Taxe sur les véhicules automoteurs – 40% pour le Fonds Climat – 20% pour les communes.

Sur la base du graphique suivant<sup>26</sup> il en ressort que les recettes imputables à l'Union Economique belgo-luxembourgeoise (UEBL) constituent la majorité des recettes de douanes et accises.

Les recettes budgétisées d'UEBL s'élèvent à 987 millions d'euros en 2015, soit en baisse de 2,6% par rapport au budget de 2014. En ce qui concerne, la période 2016-2018, le taux de croissance annuel moyen des recettes prévu dans le budget est de 0,5% alors que le taux de croissance annuel moyen sur la période 2007-2013 a été de 0,1%<sup>27</sup>. Ces hypothèses semblent à première vue conservatrice dans la mesure où ces recettes s'inscrivent tendanciellement en hausse, sauf pour le repli observé en 2013. Pour l'année 2015, il conviendrait toutefois d'intégrer la hausse des taux de TVA dans les projections. Cette mesure, dont l'impact sur les prix sera

certainement temporisé à court terme par un abaissement des accises autonomes sur le tabac, a pour effet d'augmenter les prix de vente et de réduire ainsi le différentiel de prix avec les pays voisins. Si la hausse des prix ne pèsera probablement pas beaucoup sur les achats de produits par les ménages résidents, la réduction du différentiel de prix avec les pays limitrophes réduit néanmoins les incitations d'achats pour les frontaliers. Elle pourrait ainsi se solder par un effet négatif sur le volume des ventes et diminuer en conséquence les recettes fiscales en cette matière. L'encadré 1 suggère en effet que le différentiel de prix sur le carburant pourrait se réduire à l'avenir, ce qui pourrait entraîner une baisse des recettes sur ces droits d'accises.

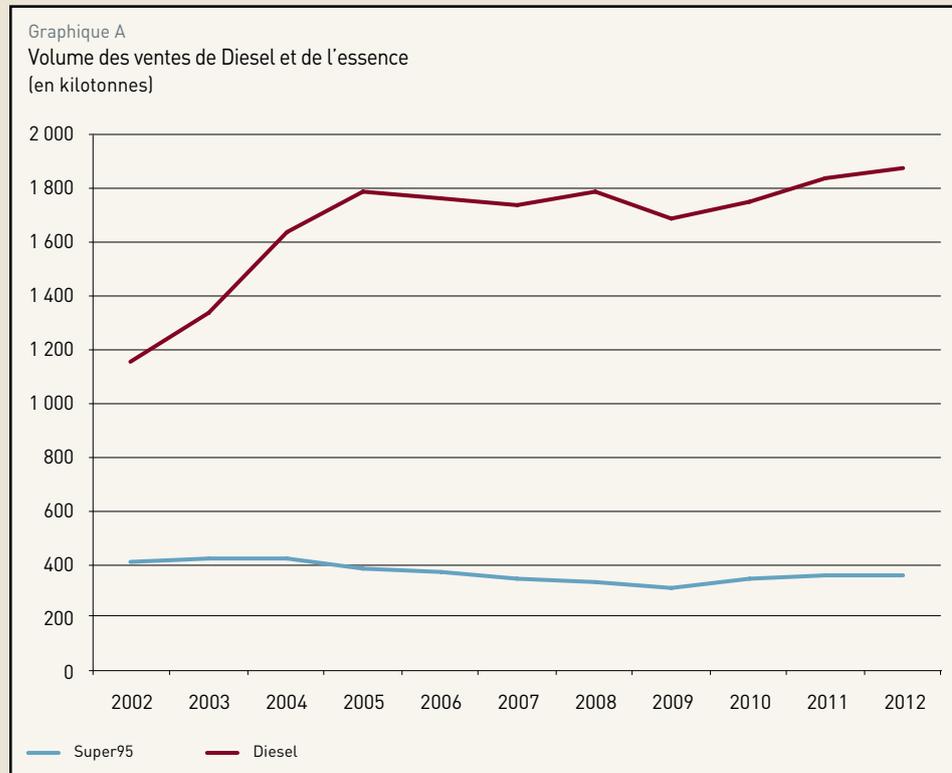
<sup>26</sup> Les recettes présentées ne tiennent pas compte de : la contribution sociale sur les carburants versée au Fonds pour l'emploi, de la contribution pour le changement climatique versé au Fonds Climat et Energie, de la part des communes (20%) et du Fonds Climat (40%) dans les recettes de la taxe sur les véhicules automoteurs.

<sup>27</sup> Ce taux est fortement influencé par les recettes de 2013. Le taux de croissance annuel moyen sur la période 2007-2012 est de 1%.

Encadré 1:

## LA VULNÉRABILITÉ DES TAXES INDIRECTES LIÉES AUX VENTES DE CARBURANTS

Les recettes de droits d'accises liées aux ventes de carburants (essence et diesel) se chiffraient à 922 millions d'euros en 2013<sup>28</sup> (2% du PIB et 4,6% des recettes totales des Administrations publiques en 2013), montant qui exclut les recettes de TVA liées à ces ventes. La dynamique de ces recettes est liée au trafic routier et en particulier au transit routier, qui lui-même dépend du différentiel de prix par rapport aux pays limitrophes. Dans le cadre des projections des recettes fiscales et afin d'anticiper correctement ces dernières, il importe de prévoir dans quelle mesure ces déterminants vont changer.



Source : Commission européenne

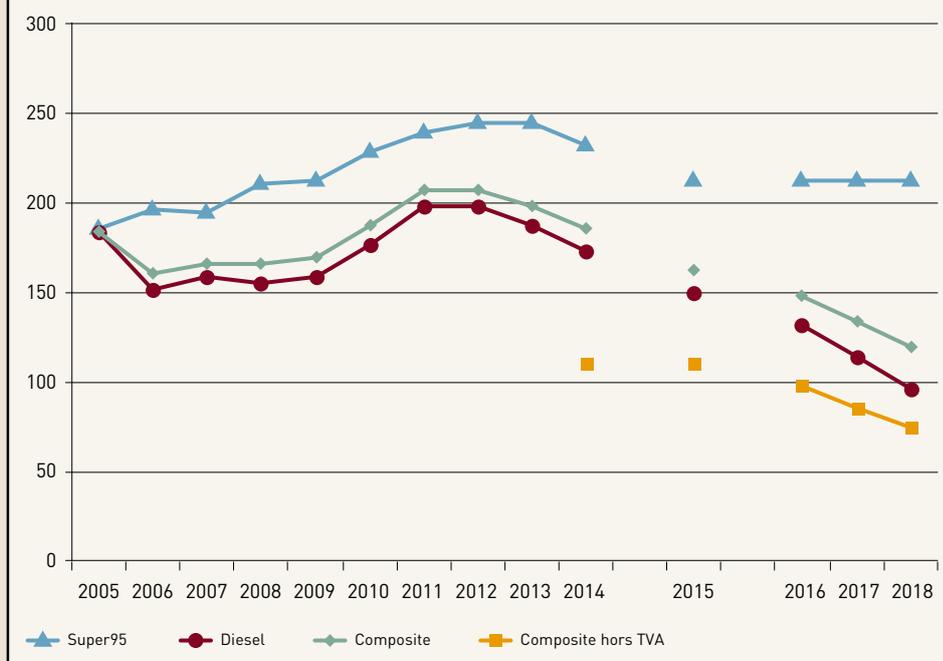
Le graphique A montre que les ventes de carburants n'ont pas été fort dynamiques ces dernières années. En effet, depuis 2005, les volumes de ventes de Diesel n'ont guère progressé et les volumes de ventes d'essence sont inférieurs à leur niveau de 2005.

Le graphique B indique les différentiels de prix entre le Luxembourg et une moyenne pondérée des prix des trois pays limitrophes. Le différentiel composite a été à son niveau maximal en 2011/2012 et il s'est réduit aussi bien en 2013 qu'en 2014. Alors que la Belgique et l'Allemagne n'ont pas adapté leurs droits d'accises pendant cette période, le Luxembourg a été amené à les relever sur le Diesel afin de converger vers les niveaux minima déterminés dans la Directive 2003/96/EC de la Commission européenne relative à l'harmonisation minimale de la taxation en matière de produits énergétiques. Le niveau des accises sur le Diesel se situe désormais légèrement au-dessus du niveau minimal fixé dans la directive. Le relèvement en 2015 du taux de la TVA sur ces produits de 15% à 17%, réduirait encore davantage ce différentiel de prix pour le ramener au niveau observé il y a cinq ans. Dans la mesure où les ventes de carburants se font principalement aux entreprises du secteur des transports, qui sont habilitées à se faire rembourser la TVA, le différentiel de prix hors TVA importe davantage et celui-ci ne changerait pas en 2015.

En 2011, la CE a publié une proposition d'amendement de la directive en vigueur. Sur base de cette proposition, le niveau minimal des accises applicable sur le Diesel devrait être ajusté à la hausse, passant d'un niveau de €330/1000l actuellement en vigueur à €380/1000l. Les trois pays limitrophes appliquent à l'heure actuelle un niveau d'accises supérieur au niveau minimal suggéré par la CE et, en conséquence, ils ne seraient pas amenés à adapter leurs droits d'accises, contrairement au Luxembourg qui devrait procéder à des ajustements à la hausse. Le différentiel de prix s'amenuiserait alors encore

<sup>28</sup> Ce montant comprend les accises UE BL, les accises autonomes, la contribution sociale versée au fonds pour l'emploi et la contribution changement climatique versée au fonds climat et énergie.

Graphique B  
Différentiels de prix<sup>29</sup> entre le Luxembourg et les trois pays limitrophes  
(en euros par 1000 litres)



Source : Commission européenne

de ces considérations va dans le sens d'une continuation de la réduction des différentiels de prix, ce qui ne manquerait pas d'impacter négativement le « tourisme à la pompe ».

L'incidence totale d'un relèvement des droits d'accises sur les recettes fiscales résultera de la combinaison de l'« effet prix » - la hausse des droits d'accises, qui ferait augmenter les recettes fiscales - et de l'« effet volume » qui joue en sens inverse.

Sur cette base on peut se demander si le scénario d'une stabilisation globale de ces recettes contenu dans la programmation pluriannuelle verra le jour et si l'hypothèse d'une baisse tendancielle des recettes sur droits d'accises sur le carburant n'aurait pas été une option plus prudente.

davantage pour tomber nettement en-dessous des niveaux observés durant la dernière décennie. Le graphique B reprend la trajectoire d'ajustement du différentiel de prix sur base de l'hypothèse d'un ajustement linéaire des accises vers le nouveau niveau minimal d'ici 2018.

Il convient d'ajouter que le Luxembourg est régulièrement invité à réduire ces émissions de gaz à effet de serre afin d'atteindre les objectifs Europe 2020, notamment sur la base de recommandations visant une augmentation de l'imposition des produits énergétiques utilisés dans les transports<sup>30</sup>. L'ensemble

29 Les indices « Super95 » et « Diesel » sont une moyenne pondérée des différentiels de prix entre le Luxembourg et les prix appliqués en Allemagne (40%), en France (20%) et en Belgique (40%). L'indice composite est une moyenne pondérée des indices Super95 (20%) et Diesel (80%).

30 Voir recommandations du 8 juillet 2014 du Conseil de l'Union Européenne concernant le programme national de réforme du Luxembourg pour 2014 et l'« Etude économique Luxembourg » de l'OCDE de décembre 2012.

Encadré 2:

## LES RECETTES COMMUNES DE L'UNION ÉCONOMIQUE BELGO-LUXEMBOURGEOISE

Les articles 7 et 8 de la convention instituant l'Union économique belgo-luxembourgeoise définissent la recette commune et les frais communs administratifs. Les éléments les plus importants de ces articles sont :

### Article 7 « Est considéré comme recette commune, le produit:

- a) «des droits à l'importation perçus pour le compte de l'Union européenne, mis à la disposition des Etats membres, en vertu d'une décision de cette union au titre de remboursement des frais de perception; des rétributions perçues du chef de prestations spéciales ou des interventions effectuées par les agents des douanes et accises à l'occasion d'opérations douanières; du remboursement, par les Communautés européennes, des frais de perception des droits à l'importation versés à ces Communautés au titre des ressources propres; »

Ces recettes déduction faite des remboursements sont réparties entre les deux pays, proportionnellement à la **population de leurs territoires;**

- b) « des droits d'accises communs et des taxes y assimilées (à l'exclusion des écotaxes); des rétributions perçues du chef de prestations spéciales ou des interventions effectuées par les agents des douanes et accises à l'occasion d'opérations en rapport avec les produits soumis à un droit d'accises commun et/ou des taxes y assimilées (à l'exclusion des écotaxes); des intérêts perçus en raison du paiement tardif des droits d'accises communs et/ou des taxes y assimilées (à l'exclusion des écotaxes). »

Cette composante de la recette commune est répartie **sur la base de la consommation ou de l'utilisation**, dans chacun des territoires des Parties Contractantes, des produits soumis aux droits d'accises communs et aux taxes y assimilées (à l'exclusion des écotaxes). Le Comité de Ministres sur proposition du Conseil des douanes fixe annuellement la part revenant à chaque pays. **(Années 2013 et 2014 : 78,3% pour la Belgique et 21,7% pour le Luxembourg).**

Les frais communs d'administration et de perception sont mis à charge des parties contractantes proportionnellement à la part de la recette commune revenant à chacun des partenaires de l'Union. Ces frais comprennent notamment les traitements du personnel des administrations des douanes et accises belges et luxembourgeoises, les frais d'entretien des bâtiments et des véhicules, les frais de fonctionnement du Conseil des douanes. Ils s'élèvent pour 2014 à 240,721 millions d'euros pour la Belgique et 20,804 millions d'euros pour le Luxembourg. Un décompte provisoire de la recette commune et des frais communs d'administration et de perception est établi à la fin de chaque trimestre par le Conseil des douanes, il détermine:

- a) « la part de la recette commune revenant à chacune des Hautes Parties Contractantes, déduction faite de la part des frais communs d'administration et de perception incombant à chacune d'Elles; »  
b) « le montant des recettes communes effectuées par chacune des Hautes Parties Contractantes, déduction faite des frais communs d'administration et de perception exposés par chacune d'Elles. »

Le pays dont les recettes nettes visées au point b) ci-dessus dépassent la part nette visée au point a) verse à l'autre la différence entre ses recettes nettes et sa part nette<sup>31</sup>.

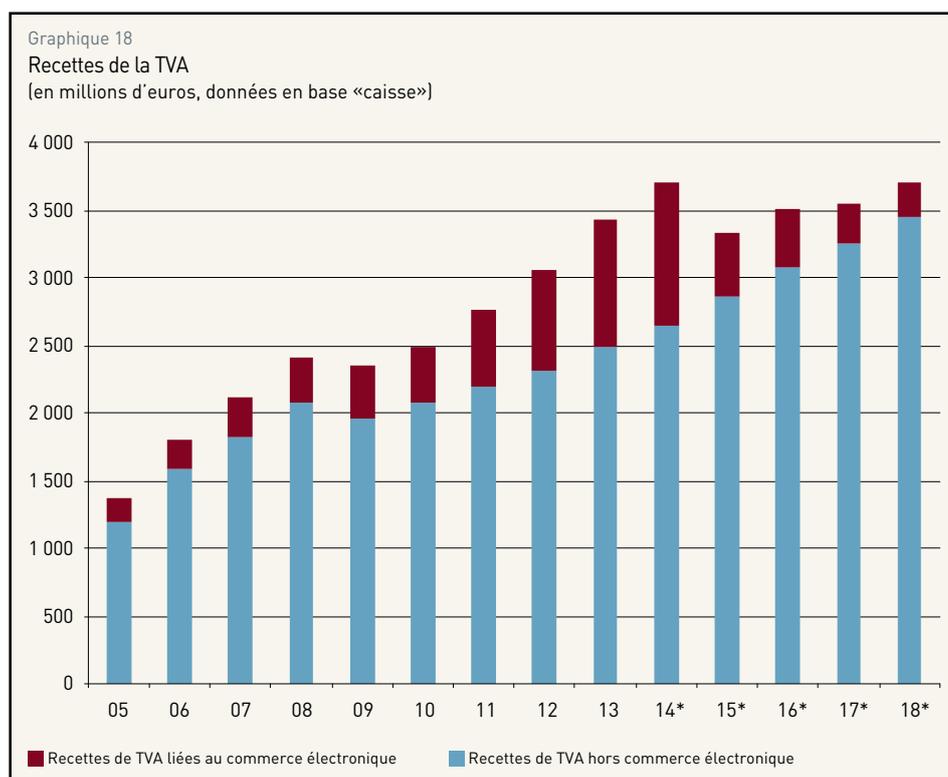
Par ailleurs, un montant destiné au financement des communes belges dont une partie des résidents sont des frontaliers, est déduit de la part luxembourgeoise et versé à la part belge. En 2014, il s'élève à 18 millions d'euros<sup>32</sup>.

31 Ainsi en 2011, 2012, 2013 le Luxembourg a fait des versements à la Belgique alors qu'en 2009 et 2010 la Belgique a payé au Luxembourg respectivement 26,6 millions d'euros et 22,1 millions d'euros.

32 Cette compensation est issue de la décision du 14 décembre 2011 qui remplace l'application de la « décision du Comité des Ministres de l'UEBL du 9 mars 1981 ».

### 2.2.3. Les recettes de TVA

Les recettes de TVA s'élevaient à 3485 millions d'euros en 2013, soit 7,7% du PIB et 17,3% des recettes totales des Administrations publiques.



Ces recettes ont connu une progression de 86% par rapport à l'année 2005, largement imputable au commerce électronique dont les recettes de TVA sont passées de 180 millions d'euros en 2005 à 932 millions d'euros en 2013. A la fin 2013, les recettes de TVA du commerce électronique représentaient 27,5% du total des recettes de TVA ou encore 2% du PIB.

Le graphique suivant illustre le rôle prépondérant joué par les recettes de TVA électronique dans la très forte progression affichée par les recettes totales de TVA depuis 2005. On observe également que les recettes de TVA, hors commerce électronique, enregistrent une progression bien moins dynamique sur toute la période sous revue.

Sources : Administration de l'Enregistrement et des Domaines, *Projet de budget pluriannuel 2015-2018, Calculs BCL*

Pour l'année 2014, les recettes budgétisées s'élèvent à 3716 millions d'euros, soit une hausse de 7% par rapport au compte provisoire de 2013. Ce montant semble légèrement optimiste à l'aune des recettes encaissées entre le mois de janvier et le mois de septembre 2014. En effet, à cette date, les recettes de TVA s'élevaient à 3028 millions d'euros<sup>33</sup>, soit 71% du montant prévu au budget des recettes pour ordre budgétées, ce qui correspond à une croissance de 2,8% par rapport aux recettes de TVA encaissées à la même période de l'année 2013. Si un taux de croissance semblable était observé durant le dernier trimestre de l'année, les recettes de TVA pour 2014 s'élèveraient alors à environ 3542 millions d'euros, représentant une moins-value de l'ordre de 170 millions d'euros par rapport au montant budgétisé.

Le graphique ci-dessus illustre également l'enjeu que représente pour le Luxembourg le changement de législation au niveau européen qui interviendra en 2015. Selon les estimations de l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines, les recettes de TVA liées au commerce électronique ne représenteraient plus que 458 millions d'euros, soit une diminution de 612 millions d'euros par rapport à 2014. En budgétisant une perte de 612 millions d'euros, l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines a favorisé un scénario central, qui intègre le fait que les sociétés de commerce électronique resteront localisées au Luxembourg. Il est évident que la perte de recettes de TVA serait de plus grande ampleur

33 Les montants de TVA référencés s'entendent avant répartition qui s'établit comme suit: (a) recettes à titre de ressources propres à verser à l'UE, (b) contribution assise sur le RNB à verser à l'UE, (c) alimentation du fonds communal de dotation financière et (d) quote-part des recettes brutes à transférer au budget ordinaire des recettes.

dans un scénario alternatif, qui verrait ces sociétés quitter le Luxembourg. Il faut également noter qu'en 2017 et toujours en vertu du changement de législation, le Luxembourg ne pourra plus garder que 15% des recettes liées au commerce électronique, ce qui occasionnera de nouveau une perte de recettes, de l'ordre de 135 millions d'euros selon le Projet de budget pluriannuel.

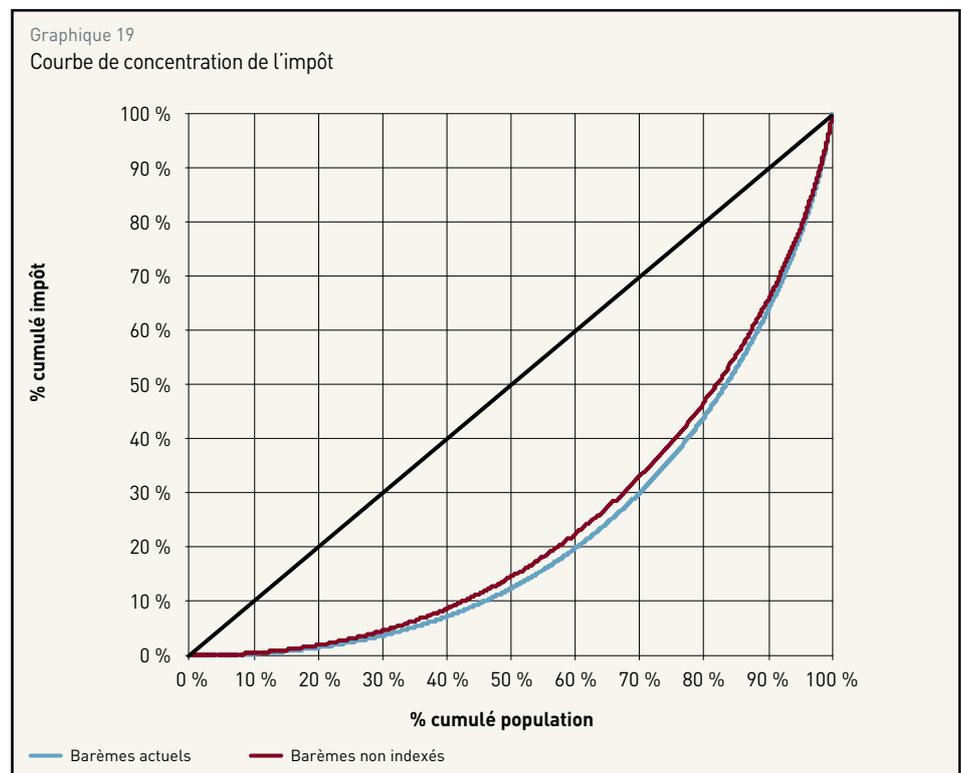
En 2019, année qui n'est pas couverte par le budget pluriannuel, le Luxembourg perdra le reliquat des recettes du commerce électronique liées à des transactions réalisées avec des non-résidents.

Si on se penche à présent sur l'évolution des recettes de TVA hors commerce électronique (les barres bleues du graphique), on observe que la hausse des recettes serait de l'ordre de 8,5% en 2015 par rapport au budget voté pour 2014. Cette hypothèse semble *a priori* acceptable si on prend en compte le fait qu'à partir de 2015, le relèvement de 2 p.p. de tous les taux de TVA à l'exception du taux super réduit de 3% engendrera des recettes de TVA supplémentaires.

Pour la période 2016-2018 et selon le Projet de budget pluriannuel, les recettes de TVA hors commerce électronique devraient augmenter à raison de respectivement 7,6%, 5,7% et 5,9%. Ces taux de croissance peuvent paraître optimistes. En effet, ces taux de croissance sont supérieurs aux moyennes historiques observées sur la période 2008-2012 et ils le sont également par rapport aux taux de croissance de la consommation privée nominale<sup>34</sup> dont la projection semble déjà assez optimiste. De plus une des inconnues concernant les futures recettes de TVA réside tant dans les comportements qu'adopteront les non-résidents en matière d'achats au Luxembourg, que dans celui des résidents concernant leurs achats à l'étranger. Ces comportements pourraient être impactés négativement par la hausse de TVA mise en œuvre en 2015 et qui aura pour effet de réduire le différentiel de prix entre le Luxembourg et les pays voisins.

#### 2.2.4. L'impôt sur les personnes physiques et la non-indexation des barèmes

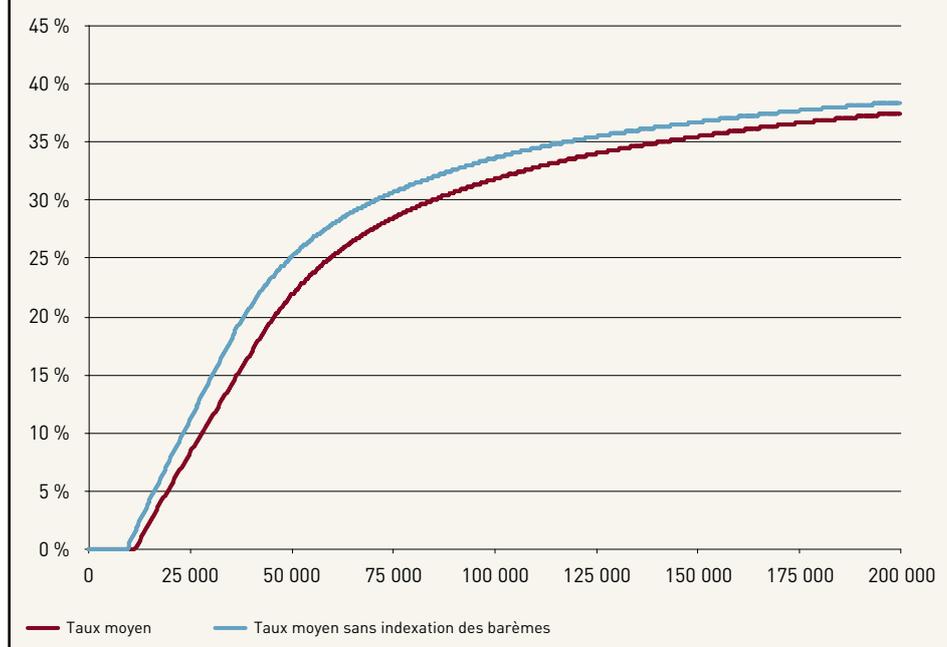
L'inflation a des incidences sur la ponction fiscale et sa répartition. Elle n'est pas neutre en la matière si les tarifs d'imposition sont progressifs et si les tranches demeurent inchangées en termes nominaux. Au Luxembourg, l'article 125 LIR relative à l'indexation des barèmes fiscaux a été abrogé



Source : BCL

<sup>34</sup> Pour les années 2016-2018, on présume un taux de croissance du déflateur de la consommation privé égale à 1,7%, donc identique à la projection de l'IPCN, tel que publié dans le Programme pluriannuel.

Graphique 20  
Impact sur la "pente des taux moyens" d'une non-indexation des barèmes fiscaux  
au cours d'une période de 10 ans  
(Barèmes exprimés en pouvoir d'achat « pré-inflation », en euros.)



Source : BCL

nus imposables (s'ils sont indexés) vers la droite, autrement dit, ces revenus sont imposés à des taux marginaux plus élevés. Il en résulte donc une augmentation des recettes au travers de l'imposition des traitements et salaires. La BCL a réalisé une estimation de l'incidence d'une absence d'indexation des barèmes fiscaux au cours d'une période de 10 ans. Bien que sans doute surestimée, en raison notamment de la non prise en compte des dépenses fiscales<sup>36</sup> dans la simulation, la non-indexation génère alors des recettes de l'ordre de 450 millions d'euros par an<sup>37</sup>.

Par ailleurs, la simulation de l'impact de l'absence d'indexation pendant une décennie permet de mettre en évidence la diminution marquée de l'effet de la progressivité et une plus faible concentration fiscale, c'est-à-dire que les impôts payés sont moins concentrés sur la population comprise entre le 2<sup>ème</sup> et le 9<sup>ème</sup> décile de la distribution. Le coefficient de Gini relatif à la courbe d'impôt<sup>38</sup> passe de 0,55 dans la situation « actuelle » à 0,51 après 10 ans de non-indexation.

de en 2013<sup>35</sup>. Cela ne signifie par pour autant que les barèmes ne peuvent plus être indexés. Par ailleurs, lorsque l'article était dans la loi budgétaire, l'indexation des barèmes était rarement utilisée car en dessous d'une variation de 3,5 pourcent de l'indice des prix aucune obligation n'était prévue. Finalement, l'indexation des barèmes est toujours un choix politique que l'article 125 LIR soit ou non présent, tout comme cela a aussi été le cas avant l'abrogation de cet article qui ne comportait qu'une obligation pour le Gouvernement de déposer un tarif ajusté à la Chambre des Députés en cas de dépassement du seuil.

Lorsque les barèmes ne sont pas indexés, l'inflation a un effet d'accroissement « automatique » des taux d'imposition puisqu'elle déplace la distribution des reve-

35 Lorsque la moyenne de l'indice des prix à la consommation des six premiers mois d'une année accuse par rapport à la moyenne de l'indice des prix des six premiers mois de l'année précédente une variation de 3,5 pour cent au moins, le tarif de l'impôt sur le revenu des personnes physiques applicable à compter de l'année d'imposition suivante est à réviser en raison de la variation de l'indice des prix constatée. A cette fin le Gouvernement soumettra à la Chambre des Députés le projet de tarif de l'impôt dûment adapté.

36 Les dépenses fiscales peuvent être définies comme « des dispositions du droit fiscal, des réglementations ou des pratiques réduisant ou postposant l'impôt dû pour une partie restreinte des contribuables par rapport au système fiscal de référence » OECD (2010) « Tax expenditures in OECD countries ».

37 Ce montant provient de la différence entre les recettes de l'ITS de 2013 et les recettes théoriques de la simulation.

38 Le coefficient de Gini est un coefficient associé à la courbe de Lorenz. C'est un indicateur statistique compris entre 0 et 1, servant à mesurer le degré d'inégalité de la répartition d'une masse au sein d'une population statistique. Lorsque la courbe de Lorenz correspond à une « droite d'égalité », le coefficient de Gini est égal à 0 et l'égalité est totale au sein de la population. A l'inverse, lorsque l'indicateur de Gini est égal à 1, une seule personne tend à concentrer toute la richesse/le revenu. La courbe de concentration de l'impôt est une courbe de Lorenz de l'impôt représentant la répartition de la charge fiscale entre les personnes constituant la population. Il est également possible de calculer un indice de Gini associé à cette courbe de concentration de l'impôt.

L'absence d'indexation a également pour effet d'accentuer la « pente des taux moyens » pour des revenus imposables jusqu'à 50 000 euros, comme l'indique le graphique ci-dessous. L'absence d'indexation tend à renforcer ce phénomène au fil du temps. Il appartient au législateur d'opérer un arbitrage transparent entre cet effet, d'une part, et l'indiscutable rendement budgétaire de la non-indexation des barèmes d'imposition, d'autre part.

### 2.2.5. Les dépenses fiscales

Dans le cadre de la nouvelle gouvernance européenne, les Etats Membres doivent publier des estimations de leurs dépenses fiscales<sup>39</sup>.

Le volume 3 du projet de Budget comporte ainsi pour la première fois une évaluation de ce que l'Etat considère comme dépenses fiscales. La définition d'un système de référence ou de base étant essentielle pour identifier les dépenses fiscales<sup>40</sup>, la méthodologie ayant servi à déterminer si tels abattement ou déduction sont considérés comme dépenses fiscales est donc également présentée. Si cette publication constitue une avancée en matière de transmission d'information, elle amène plusieurs commentaires, particulièrement en ce qui concerne les impôts directs.

Premièrement, le système de référence retenu pour définir les dépenses fiscales est très large, ce qui fait que la définition d'une dépense fiscale est extrêmement réductrice. Dans ce contexte, il convient également de s'interroger sur le statut des revenus qui, d'une part, ne tombent pas sous le couvert de l'impôt progressif comme par exemple les pensions complémentaires, les stock options ou les revenus d'intérêts et, d'autre part, sont exemptés. Comme la BCL l'a déjà mentionné dans son Bulletin 2013/4<sup>41</sup>, la Belgique est un exemple à suivre en matière d'inventaire. Chaque année, une annexe au Budget des Voies et Moyens est publiée sous le nom d'« Inventaire des exonérations, abattements et réductions qui influencent les recettes de l'Etat ». Cet inventaire a pour objectif d'informer le Parlement quant au coût budgétaire des mesures fiscales, qu'elles soient considérées comme dépenses fiscales ou appartenant au système général d'impôt.

Deuxièmement, il est étonnant qu'aucune dépense fiscale relative aux personnes morales (IRC, ICC) ne se trouve dans cet inventaire. En effet, les éléments repris dans le tableau ne concernent que les personnes physiques, à l'exception de la déduction des dons et libéralités. Les bonifications d'impôt pour investissement, qui ont un impact extrêmement important<sup>42</sup>, et les bonifications d'impôt pour formation professionnelle continue ou en cas d'embauche de chômeurs devraient notamment apparaître dans cet inventaire.

Troisièmement, il serait également souhaitable d'établir un bilan des subsides aux entreprises. En effet, les dépenses directes comme les dépenses fiscales constituent des outils de politiques économiques et sociales. Un examen approfondi, statistiques à l'appui, des subsides et de la législation fiscale, y compris les dépenses fiscales au sens large du terme, permettrait de dégager une idée claire sur les taux d'imposition effectifs.

Quatrièmement, s'il est difficile de vérifier l'estimation de chaque dépense fiscale, il convient de noter que les dépenses fiscales en relation avec le logement sont les plus onéreuses. Sans tenir compte du coût de la déduction des primes d'assurance solde restant dû liée à la souscription d'un crédit

39 Article 14 paragraphe 2 de la Directive 2011/85/UE du Conseil du 8 novembre 2011 sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des Etats membres « Les Etats membres publient des informations détaillées concernant l'impact de leurs dépenses fiscales sur leurs recettes. » et transposé à l'article 10 paragraphe 2 de la loi du 12 juillet 2014 sur la gouvernance et la coordination des finances publiques.

40 Pour plus de détails voir l'encadré sur les dépenses fiscales dans le bulletin 2013/4.

41 Voir pages 114-122.

42 Analyse approfondie desquelles on n'échappera pas si on veut procéder à une réforme fiscale d'envergure.

hypothécaire dont le montant est inconnu<sup>43</sup>, le total des dépenses fiscales relatives au logement s'élève à 461 millions d'euros (0,9 % du PIB)<sup>44</sup> sur un total de 786 millions d'euros<sup>45</sup>.

Tableau 15

**Estimation des dépenses fiscales pour 2015 (en millions d'euros)**

IMPÔTS DIRECTS		PRÉVISIONS 2015
Abattement	Extra-professionnel	70
Abattement	En raison d'un bénéfice de cession ou de cessation	5
Abattement	Sur les plus-values de cession du patrimoine privé	2
Abattement	Forfaitaire pour charges extraordinaires	35
Abattement	Pour charges extraordinaires en raison des enfants ne faisant pas partie du ménage du contribuable et qui sont entretenus et éduqués principalement à sa charge	34
Abattement	Pour charges extraordinaires voir frais de domesticité	6
Déductibilité	Des arrrages de rentes, charges permanentes dues en vertu d'une obligation particulière et payés au conjoint divorcé	3
Déductibilité	Des cotisations d'assurances	57
Déductibilité	Intérêts débiteurs en relation avec un prêt bancaire pour financer l'acquisition d'une habitation personnelle	43
Déductibilité	Des libéralités et dons	34
Déductibilité	Des versements au titre d'un contrat individuel de prévoyance-vieillesse	20
Déductibilité	Des cotisations d'épargne logement	19
Déductibilité	Des intérêts débiteurs	15
Déductibilité	Des cotisations de sécurité sociale complémentaire	5
Déductibilité	Des cotisations payées à titre personnel en raison d'une assurance continue, volontaire ou facultative, et d'un achat de périodes en matière d'assurance maladie et d'assurance pension auprès d'un régime de sécurité sociale	3
Exemption	De la plus-value de cession de la résidence principale	73
IMPOTS INDIRECTS		PRÉVISIONS 2015
TVA taux réduit 3%	Produits alimentaires destinés à la consommation animale	1
	Chaussures et vêtements pour enfants	2
	Opérations de restauration consistant dans la fourniture d'aliments et de boissons consommés sur place	17
	Hébergement dans les lieux qu'un assujéti réserve au logement passager et de personnes et locations de camps de vacances ou de terrains aménagés pour camper	3
	Secteur financier	4
	Logement *	174
TVA taux réduit 14%	Vins de raisins frais titrant 13° au moins d'alcool, à l'exception de vins enrichis en alcool, des vins mousseux et de vins dits de liqueur	1
	Assurances	1
	Secteur financier	5
Droit d'enregistrement et de transcription	Crédit d'impôt logement (bëllegen Akt)**	152
Accises taux réduit	Gasoil (Chauffage) ***	2

Note : \* calculé par rapport au taux de référence nationale de 15%, \*\* calculé par rapport à une application du taux normal de 7% à toute la base fiscale, \*\*\* Dir. 2003/96/CE minimum = 21 €/1000l, suivant l'article 9§2 LU peut appliquer 10€/1000l

Source : Projet de budget 2015.

43 Il n'est pas indiqué si ce coût est repris dans les dépenses fiscales relatives aux cotisations d'assurance.

44 Ce montant est le total des estimations faites pour les dépenses fiscales relatives aux intérêts débiteurs pour prêt immobilier, aux cotisations épargne-logement, à la plus-value de cession de la résidence principale, au taux de TVA réduit ainsi qu'au « Bëllegen Akt ».

45 Total des estimations des dépenses fiscales des impôts directs et indirects.

Cinquièmement, s'il est en général souhaitable de faire un bilan/suivi régulier des mesures ou des programmes budgétaires, cela vaut aussi pour les dépenses fiscales. A titre d'exemple, compte tenu de l'évolution des prix de l'immobilier au cours de la dernière décennie, il serait souhaitable de vérifier si l'introduction de ces mesures a atteint ses objectifs ou si ces mesures ont engendré des externalités négatives.

En conclusion, ces premières estimations constituent un premier pas et seront d'une grande utilité dans le cadre des réflexions relatives à une réforme fiscale. Si les dépenses fiscales sont un élément de tout système fiscal, il faut néanmoins plus de transparence. Afin de ne pas falsifier le débat, les discussions ne devront pas se borner à la seule liste des dépenses fiscales reprise dans le projet de budget, car cette liste est beaucoup trop réductrice. L'ensemble des abattements et réductions d'impôt existant doit être considéré car ces derniers constituent des outils de politiques économiques et sociales tout comme les dépenses directes. Par ailleurs, comme mentionné ci-avant, une étude du système global est indispensable en période de consolidation budgétaire.

### 2.3. L'ANALYSE DE LA CONTRIBUTION DE 0,5%<sup>46</sup>

Dans le cadre d'une modernisation de la politique familiale tendant notamment à promouvoir les prestations en nature par rapport aux prestations en espèces, le présent projet de loi prévoit l'introduction d'une contribution de 0,5% pour l'avenir des enfants.

Cette contribution sera prélevée sur les revenus des personnes physiques de la même manière que la contribution à l'assurance dépendance. Autrement dit, elle comporte deux volets :

- 1) les revenus professionnels et les revenus de remplacement<sup>47</sup>. L'assiette mensuelle est réduite d'un abattement équivalent à un quart du salaire minimum<sup>48</sup>. Il n'y a par ailleurs aucun minimum ni plafond en ce qui concerne l'assiette.
- 2) les revenus imposables ne relevant pas de la compétence du Centre commun de la sécurité sociale (CCSS) tels que les revenus du patrimoine. A l'exception des revenus exemptés par une convention internationale, tous les revenus nets positifs visés à l'article 10 et 156 de la loi modifiée concernant l'impôt sur le revenu et autres que sous 1) sont soumis à cette contribution.

La contribution pour l'avenir des enfants ne rentre pas parmi les dépenses d'exploitation, les frais d'obtention ou les dépenses spéciales prévus dans le cadre de l'impôt sur le revenu et ne réduit donc pas l'assiette de cet impôt.

Il convient également de noter qu'un règlement grand-ducal pourra « majorer les taux des différentes retenues prévues par la loi modifiée concernant l'impôt sur le revenu au titre de la contribution pour l'avenir des enfants sans que cette majoration puisse excéder 0,5% du revenu sous-jacent ». Dans ce contexte, il serait également intéressant de savoir si les pensions complémentaires visées par la loi du 8 juin 1999 y seront soumises.

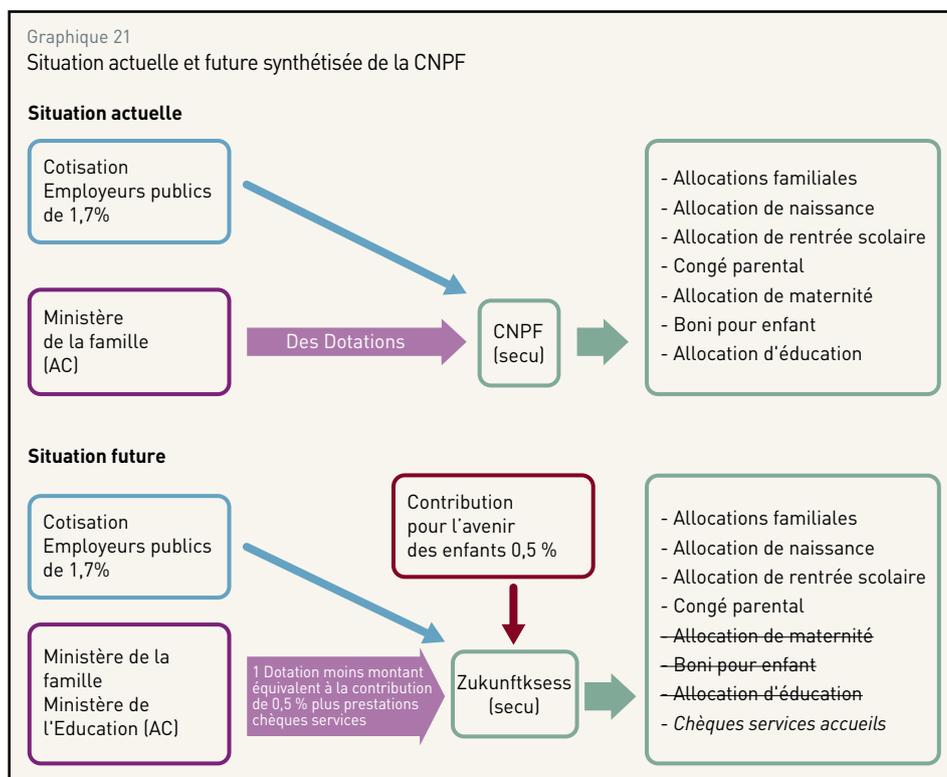
Les recettes de cette contribution seront affectées au financement de la Caisse Nationale des Prestations Familiales (CNPF) qui deviendra la Caisse pour l'avenir des enfants (« Zukunftskeess »). Une réforme de l'organisation et du fonctionnement de la CNPF est prévue. Dans ce contexte, la nouvelle Caisse sera basée sur la structure de l'établissement public actuel. Ses prestations et son financement

<sup>46</sup> Faute de clarté en la matière, ce chapitre ne tient pas compte des modifications proposées le 28 novembre.

<sup>47</sup> Les pensions d'un régime légal, l'indemnité pécuniaire de maladie, l'indemnité de chômage complet et le RMG, etc.

<sup>48</sup> Cet abattement est par ailleurs adapté en cas de travail partiel, d'occupations multiples ou ne couvrant pas un mois entier de calendrier.

Graphique 21  
Situation actuelle et future synthétisée de la CNPF



Sources : Projet de budget 2015, BCL

seront déterminés dans une loi spéciale. Tout comme la CNPF, la Caisse pour l'avenir des enfants sera en charge de la gestion des transferts en faveur des enfants et des familles, à savoir les allocations de naissance, les allocations familiales, l'allocation de rentrée scolaire et le congé parental. Par ailleurs, elle sera également responsable des transferts relatifs à la garde d'enfants. En effet, les prestations actuelles de l'Etat en matière de « chèque service accueil » seront transférées à la Caisse. Le graphique 21 résume le changement sur base des informations disponibles dans le projet de budget 2015.

Pour 2015, la participation de l'Etat au financement de la Caisse inscrite au budget des dépenses courantes du département de la Famille est réduite du montant correspondant à la contribution

de 0,5% et augmenté du montant correspondant aux chèques services accueils. Au niveau du solde du secteur de la sécurité sociale, il n'y a donc aucun changement tandis que le solde de l'Administration centrale (et des Administrations publiques) s'améliore du montant correspondant à la contribution nouvelle.

En effet, aucune nouvelle dépense en matière de prestations en nature n'est prévue pour 2015 dans le budget du Ministère de la Famille ou de la CNPF. Seule, une augmentation des dépenses du Ministère de l'Éducation section « Enfant et jeunesse » de 56 millions est prévue. Rien n'indique cependant que cette augmentation est liée à la contribution pour l'avenir.

La pratique du « earmarking » des fonds, c'est-à-dire la décision de l'affectation de recettes à une ou plusieurs dépenses spécifiques, comporte des risques budgétaires. En général, une politique budgétaire prudente est caractérisée par une séparation claire des volets recettes et dépenses et doit comporter une évaluation de toute nouvelle mesure, tant du côté des recettes que du côté des dépenses. Ce n'est pas le cas avec la nouvelle contribution de 0,5%.

Si on ne peut que saluer les efforts du Gouvernement quant à l'examen *ex post* des dépenses existantes, il serait également souhaitable qu'il en fasse de même, *ex ante*, avec les nouvelles dépenses. Dans le cadre d'une politique budgétaire prudente, une estimation même sommaire des coûts des futures dépenses liées à la contribution est élémentaire. Il n'est pas possible de se former une opinion sur le coût y afférent, notamment les coûts des infrastructures requises et les coûts salariaux. Par conséquent, il est aussi impossible de juger si la contribution de 0,5% est suffisamment élevée pour couvrir les nouveaux services/transferts ou s'il faudra éventuellement la réajuster à la hausse dans un futur proche. La promesse de nouveaux services comporte un risque pour les dépenses futures et il incombe au Gouvernement de s'assurer que pour les prochains budgets, les nouvelles dépenses ne dépasseront

pas le montant de la contribution. Il convient également de préciser si les dépenses seront effectuées via l'Administration centrale ou via la Caisse.

### Contribution de 0,5% versus Impôt de 0,5%

Le 28 novembre, le Gouvernement a décidé de transformer la « Contribution de 0,5% » en un « Impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5% ». Le taux fixé à 0,5% resterait donc inchangé, mais, en vertu de divers ajustements, notamment l'augmentation de l'abattement jusqu'au niveau du salaire social minimum, et selon les estimations du Gouvernement, le montant escompté de la recette pour l'année 2015 se réduirait d'environ 40 millions d'euros à 80 millions d'euros.

Tableau 16

#### Comparaison entre la « Contribution » et de l'« Impôt d'équilibrage budgétaire temporaire »

	CONTRIBUTION	IMPÔT D'ÉQUILIBRAGE BUDGÉTAIRE TEMPORAIRE
Nature juridique	Pas définie - caractéristiques d'une contribution sociale et d'un impôt	Impôt
Similitudes	Contribution à l'assurance dépendance et Impôt de crise	Impôt de crise
Recettes escomptées (en millions d'euros)	119	80 (=119-39)
Taux (en %)	0,5	0,5
Assiette	Revenus professionnels et de remplacement Revenus de patrimoine	Revenus professionnels et de remplacement Revenus de patrimoine
Immunisation	¼ du Salaire social minimum	Salaire social minimum
Exclusions	En fonction de la nature juridique Certains revenus des non-résidents	
Droits	Oui, si contribution sociale	Non

Le déchet de recettes fiscales de 40 millions d'euros serait entièrement imputable à l'accroissement de l'abattement jusqu'au niveau du salaire social minimum. Ce montant relativement élevé soulève la question si cette adaptation n'est pas une approche coûteuse pour satisfaire à la revendication légitime des employés à bas salaires. Ainsi, il aurait été souhaitable de disposer d'une analyse des effets de redistribution qui résultent de cette adaptation. On peut également s'interroger si le Gouvernement ne disposait pas d'autres options, moins coûteuses, pour atteindre l'objectif souhaité mais avec des effets de redistribution plus ciblés.

La clarification du caractère juridique de la « Contribution » permet de lever plusieurs questions. Puisqu'un impôt sera introduit, il n'existera plus de lien explicite avec les améliorations de la prise en charge des enfants tel qu'initialement prévues par le Gouvernement. L'adaptation ne lève toutefois pas le voile sur le coût effectif des nouveaux services que le Gouvernement compte offrir. Au contraire, elle renforce la question qui est savoir si la recette, désormais prévue de 80 millions d'euros en 2015, suffira pour assurer le financement de ces nouveaux services ou si le Gouvernement compte tempérer ses objectifs en cette matière?

#### 2.4. LE « PAQUET POUR L'AVENIR »

En vue d'assainir durablement les finances publiques et de moderniser les politiques publiques, un paquet d'avenir (« Zukunftspak ») a été exposé lors de la présentation du projet de budget 2015. Ce paquet ne comprend pas moins de 258 mesures touchant à la fois les recettes et les dépenses. Certaines de ces mesures sont mises en œuvre dans le projet de loi du budget 2015 tandis que d'autres font l'objet

d'un projet de loi spécifique<sup>49</sup> intitulé « Projet de loi relative à la mise en œuvre du paquet d'avenir – première partie (2015) ». Cependant, un nombre important de mesures ne sont pas encore contenues dans un projet de loi<sup>50</sup>. Or, si ces dernières ne se retrouvent pas dans une loi votée d'ici le 31 décembre 2014, elles n'auront pas d'impact en 2015 et ne devraient pas être prises en compte dans le budget 2015.

Le tableau 17 reprend les différentes mesures classées par catégories pour 2015 et 2016. Cette classification a été opérée par la BCL et elle pourrait différer de celle effectuée par le Ministère des Finances<sup>51</sup>. Les mesures concernant les recettes sont moins importantes en nombre et en impact que celles concernant les dépenses. Parmi les 258 mesures, 218 concernent les dépenses et s'élèvent au total à 176 millions d'euros (0,4 % du PIB) en 2015, alors que 40 mesures concernent les recettes et s'élèvent au total à 15 millions d'euros (0,03 % du PIB).

Tableau 17

**Mesures relatives aux recettes et aux dépenses (montants cumulés pour l'année 2016, en millions d'euros)**

MESURES RELATIVES AUX RECETTES	2015	2016	MESURES RELATIVES AUX DÉPENSES	2015	2016
Impôts directs	1,7	3,6	Prestations sociales autres qu'en nature	50,6	119,3
Impôts indirects	5,3	13,1	Transferts sociaux en nature	28,9	32,0
Transferts courants	0,5	0,1	Subventions	3,3	31,6
Ventes	7,6	15,5	Autres transferts courants	47,8	78,0
<b>Total</b>	<b>15,2</b>	<b>32,3</b>	Rémunération des salariés	7,8	9,6
			Consommations intermédiaires	26,6	38,2
			Investissement public	6,5	19,6
			Transferts en capital	5,0	5,4
			<b>Total</b>	<b>176,5</b>	<b>333,6</b>

Sources: *Projet de budget 2015, calculs BCL.*

## Recettes

Les deux axes d'action principaux concernant les recettes sont :

a) Renforcement du contrôle fiscal

Le paquet pour l'avenir prévoit un renforcement en personnel de l'Administration des contributions directes ainsi que de l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines destiné à la révision et au contrôle fiscal. Le Ministère du Développement Durable et des Infrastructures prévoit également une augmentation du contrôle des fraudes. Au total, ces mesures devraient rapporter un peu plus de 7 millions d'euros en 2015. Il n'est cependant pas indiqué si ce montant est net des frais de rémunération des nouveaux agents.

b) Taxes / redevances pour service rendu

De nouvelles taxes ou redevances vont être introduites en contrepartie de services rendus. Il s'agit par exemple de taxes pour frais administratifs découlant de demandes de renseignements relatifs à l'application de la loi fiscale et de redevance pour l'équivalence de diplôme. Certaines taxes déjà existantes seront augmentées. C'est notamment le cas de la taxe de délivrance de titres de séjour

49 Ce projet de loi est présenté dans le volume 4 du projet de budget 2015.

50 Il s'agit par exemple de nouvelles taxes dans le domaine de la sécurité alimentaire.

51 Cette classification n'est pas présente dans le projet de budget.

ou encore de la taxe sur la chasse. L'introduction d'une taxe ou redevance pour service rendu correspond à la théorie de « nouvelle gestion publique » qui tend à assimiler les usagers à des clients. Cette approche demandera indéniablement une redéfinition judicieuse du périmètre d'intervention du secteur public et de la notion de service public.

Dans ce contexte, il convient de mentionner que parmi les 258 mesures, le projet de budget prévoit le « financement de véhicules blindés par la BCL » pour 485 000 euros. Outre le fait qu'il s'agit d'un seul véhicule et non de plusieurs, il est à relever que tant du côté des recettes que du côté des dépenses, aucune ligne du budget ne fait précisément référence à cet achat. Si cet achat ne devait pas transiter par le budget, il faudrait alors s'interroger comment l'Etat pourra en devenir propriétaire; et si la BCL en était propriétaire, la question de la définition du périmètre d'intervention du secteur public et de la notion de service public se poserait avec acuité.

## Dépenses

Du côté des dépenses, les mesures touchent principalement des prestations sociales en nature et en espèces (modernisation de l'assurance dépendance, réforme des allocations familiales et du boni pour enfant, suppression de l'allocation de maternité et de l'allocation d'éducation, révision des aides aux entreprises).

Parmi ces mesures, il est possible de distinguer plusieurs types de dépenses. Tout d'abord en ce qui concerne les dépenses courantes et d'investissement, la plupart des mesures relèvent du champ des dépenses courantes, ce qui est a priori conforme aux objectifs du Gouvernement de dépenser de manière plus efficace, sans entraver le potentiel de croissance. Le « Paquet pour l'avenir » comporte par conséquent peu de réductions des dépenses d'investissement.

Ensuite, concernant le caractère récurrent et non-récurrent de certaines dépenses, il convient de relever le caractère pour le moins ambigu des « économies » suggérées par cet ensemble de mesures. Lorsque le Gouvernement propose de réduire ou d'abolir une dépense existante et récurrente, par exemple le trimestre de faveur des fonctionnaires, alors il s'agit bien d'une réduction effective des dépenses et donc d'une économie réelle. En revanche, lorsque le Gouvernement propose de ne pas effectuer à l'avenir une dépense qui n'est pas encore obligatoire selon la législation actuelle<sup>52</sup> ou lorsqu'il transfère des dépenses de l'Administration centrale vers les Administrations locales, alors cette « réduction de dépense » ne constitue nullement une économie réelle. Un exemple illustratif est la suppression de la prise en charge par l'Etat des majorations biennales des fonctionnaires du secrétariat et de la recette communale. Cette dépense ne disparaît pas mais est juste transférée aux communes. Par ailleurs, si le Gouvernement tient compte des économies sur les loyers de la cité policière, il n'a pourtant pas comptabilisé les dépenses d'acquisition de cet immeuble. De plus, une dotation budgétaire inférieure à la revendication ministérielle lors de l'établissement du budget ne constitue pas une économie réelle.

Sur la base de ces éléments, on peut s'interroger quant au caractère plausible des estimations pluriannuelles relatives aux dépenses de l'Administration centrale. Ce doute porte tant sur l'estimation des « économies » que sur leur caractère durable. En effet, tant que les mesures n'ont qu'un caractère temporaire, elles n'auront pas un effet structurel à la baisse sur les dépenses de l'Etat. La problématique de la réduction permanente des dépenses n'est que reportée à une date ultérieure.

52 Il s'agit par exemple de la limitation des mesures à niveau de deux hôpitaux.

En ce qui concerne la liste des 258 mesures résultant de l'examen des dépenses, il aurait été souhaitable, dans un souci de transparence, de publier le rapport entier de cet exercice qui dressait un inventaire de 500 mesures. Cet exercice unique ne générera donc pas de nouvelles économies à l'avenir, à moins que le Gouvernement compte mettre en œuvre ultérieurement la liste des autres 242 mesures.

Si l'objectif de ce paquet est louable, il est cependant regrettable que le Gouvernement ne se soit pas montré plus ambitieux. Afin de contenir la progression structurelle des dépenses, il sera difficile de faire l'impasse sur les postes de dépenses qui importent relativement plus et/ou qui connaissent une croissance particulièrement dynamique, à savoir les dépenses liées aux pensions et aux soins de santé.

## 2.5. LES RECETTES EN PROVENANCE DES PARTICIPATIONS DE L'ÉTAT

Les recettes en provenance des participations de l'État dans le capital de sociétés anonymes fluctuent de manière importante au fil du temps. Ceci explique les écarts entre estimations et réalisations.

Il apparaît à la lecture du tableau ci-dessous que les dividendes ont été généralement estimés de façon plutôt conservatrice. En ce qui concerne l'année 2015, le projet de budget 2015 prévoit 126 millions d'euros de dividende, soit une légère diminution par rapport aux quatre années précédentes.

Tableau 18

### Participation dans le bénéfice de sociétés privées (en millions d'euros)

	BUDGET	COMPTE	COMPTE (EN % DU PIB)
2011	58	205	0,5%
2012	100	169	0,4%
2013	140	135	0,3%
2014*	150	-	-
2015*	126	-	-
2016*	120	-	-
2017*	125	-	-
2018*	130	-	-

Source: *Projet de budget 2015.*

Note : \* *provisoire.*

Le tableau 19 présente la répartition des dividendes pour l'année 2013. BGL BNP Paribas totalise la moitié des dividendes à elle seule. BGL BNP Paribas, SES Global, Arcelor- Mittal et BNP Paribas comptent pour 90% de ces dividendes. En vertu du principe de transparence, il serait souhaitable que la répartition des dividendes soit également publiée dans le projet de budget de l'État, comme ce fut le cas auparavant, par exemple dans le budget 2012.

Tableau 19

**Répartition de la participation dans le bénéfice**

	2012		2013	
	EN MILLIONS D'EUROS	EN % DU TOTAL	EN MILLIONS D'EUROS	EN % DU TOTAL
Bénéfice P&T	30,0	12%	23,0	11%
Bénéfice BCEE	30,0	12%	40,0	19%
Bénéfice ILR	0,0	0%	3,3	2%
Dividendes S.A.	169,3	69%	135,4	65%
BGL BNP PARIBAS	85,3	35%	64,5	31%
SES GLOBAL	27,0	11%	29,8	14%
ARCELOR MITTAL	23,0	9%	5,9	3%
BNP PARIBAS	17,2	7%	19,3	9%
ENOVOS	12,3	5%	12,5	6%
APERAM	1,2	0%	0,0	0%
PAUL WURTH	0,9	0%	0,9	0%
SEO	0,8	0%	0,8	0%
CREOS	0,7	0%	0,7	0%
BOURSE DE Luxembourg	0,6	0%	0,6	0%
SOCIETE DE L'AEROPORT	0,4	0%	0,4	0%
SOC.PORT FLUVIAL MERTERT	0,0	0%	0,0	0%
Total	246,1	100%	209,3	100%

Une réflexion générale, aussi bien économique qu'institutionnelle est de mise en ce qui concerne la politique et la gestion des participations de l'État (y compris les participations détenues par les établissements publics financiers ou autres), qui constituent un élément important du patrimoine financier public. Il va sans dire qu'une telle réflexion devrait s'opérer avec le souci de l'intérêt général à moyen et à long terme, en prenant en compte l'intérêt des sociétés concernées et non pas des intérêts particuliers. Il convient en outre d'éviter toute éventualité de conflits d'intérêt.

## 2.6. LE FONDS SOUVERAIN

Le projet de loi propose un fonds souverain luxembourgeois d'épargne intergénérationnelle.

### La taille du fonds

Ce fonds sera alimenté « à concurrence d'au moins 50 millions d'euros par an dont 25 millions d'euros provenant de la TVA sur le commerce électronique et la partie résiduelle provenant des accises sur le carburant ». Ce montant de 50 millions d'euros sera ajusté pour tenir compte des variations de l'indice des prix à la consommation nationale (IPCN). Il est également prévu « d'affecter au budget de l'État au maximum 50% des revenus dégagés par les avoirs du Fonds au cours de l'exercice précédent », et ce « au plus tôt vingt ans après la date de constitution du Fonds, ou lorsque les avoirs du Fonds dépassent 1000 millions d'euros ».

De prime abord, le montant cible d'un milliard d'euros disponible dans vingt ans semble très limité, aussi bien en valeur qu'en pourcentage du PIB (tableau 20) par rapport à d'autres fonds souverains existants (tableau 21).

Tableau 20

**Estimation de la taille du Fonds souverain dans les 20 ans (en millions d'euros)**

	ANNÉE				
	1	5	10	15	20
Portefeuille en début d'année	0	223	580	1046	1648
Apport prévu dans le Projet de budget 2015	50	53	58	63	69
Portefeuille en fin d'année	51	287	664	1155	1787
Fonds souverain en fin d'année (% du PIB)	0,1%	0,5%	0,9%	1,3%	1,6%

Sources: BCL, *Projet de budget 2015*, *Rapport Annuel 2013 du Fonds de Compensation*. Notes: le retour sur portefeuille est estimé à 4,2% (moyenne de 2005 à 2013 des taux de rendement du Fonds de Compensation) et l'inflation à 1,7%, conformément aux hypothèses de la Programmation pluriannuelle.

Tableau 21

**Principaux fonds souverains**

PAYS	NOM DU FONDS	ANNÉE DE CRÉATION	ACTIFS EN MILLIARDS DE DOLLARS U. S. (1)	ACTIFS EN % DU PIB DU PAYS DÉTENTEUR (2013)	PRINCIPAUX MODES DE FINANCEMENT
Norvège	Government Pension Fund - Global	1990	893	174%	Vente licences et taxes pétrole
Emirats arabes Unis	Abu Dhabi Investment Authority	1976	773	192%	Recettes pétrole
Chine	China Investment Corporation	2007	653	7%	Transfert de réserves de change
Koweït	Kuwait Investment Authority	1953	548	299%	Recettes pétrole
Singapour	Government of Singapore Investment Corporation	1981	320	116%	Excédent balance des paiements et budget
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	170	84%	Recettes gaz et pétrole

Source: *Sovereign Wealth Fund Institute*

**L'objectif et la restriction d'utilisation du fonds**

Le Fonds souverain luxembourgeois a comme objectif de gestion patrimoniale de « contribuer au bien-être des générations futures », ce qui est bien vague.

À plusieurs égards, il importe de déterminer l'objectif du Fonds ce qui permettrait une visibilité plus nette et éviterait toute confusion et amalgame avec d'autres objectifs (soutien aux entreprises domestiques, participations stratégiques, etc.).

Par exemple, la création d'un fonds souverain pourrait se justifier au regard des coûts du vieillissement de la population et du paiement des pensions, le Fonds de Compensation ne permettant pas à lui seul le financement des pensions à très long terme. Si cet objectif était retenu, la taille du fonds ne permettrait de générer qu'environ 0,1% du PIB par an, ce qui ne suffira pas à surmonter le problème. En effet, selon le « 2012 Ageing Report » publié par la Commission Européenne, le coût additionnel engendré par le paiement des pensions est estimé à 5,5 points de PIB en 2035 par rapport à 2015, ce qui est très largement au-dessus de la taille du fonds.

De plus, fixer des objectifs clairs permettrait de dresser un cadre sans ambiguïtés pour la gestion du fonds<sup>53</sup>.

Afin d'assurer une gouvernance adéquate et une gestion professionnelle de ce fonds, le Gouvernement pourrait s'inspirer des pratiques en vigueur concernant la gouvernance du Fonds de compensation ou du Fonds souverain norvégien. En tout cas, il s'agit d'éviter la mise en place d'une usine à gaz compliquée et coûteuse.

Une gestion active du fonds, qui consisterait à maximiser le rendement pour une prise de risque qu'il conviendrait à déterminer, serait à privilégier. Une telle gestion ne serait donc guère différente de la politique d'investissement qui prévaut pour la gestion du Fonds de compensation.

Le fonds souverain devrait inéluctablement investir à l'étranger dans le but de diversifier les risques sous-jacents. Ainsi, les revenus générés par le fonds souverain pourraient pleinement répondre aux exigences concernant la mise à disposition des ressources lorsque l'économie domestique risque précisément de ne plus générer les recettes fiscales visées.

Si on ne peut que saluer l'initiative du Gouvernement d'adopter une vue de long terme, il convient toutefois de s'interroger davantage sur cette initiative. Le volet pluriannuel du projet de budget 2015 prévoit en effet la reconduction des emprunts obligataires venant à échéance au cours de cette période. Si le différentiel de rendement est favorable – c'est-à-dire si le rendement du fonds souverain est supérieur au coût d'émission de la dette – une telle opération sera bénéfique. Toutefois, le cas contraire est également envisageable. Ainsi, il pourrait être préférable d'affecter les fonds destinés au fonds souverain comme d'autres recettes non-récurrentes ou qui risquent de tarir au remboursement de la dette afin d'abaisser celle-ci à ses niveaux de 2007, ce qui constituerait également un service rendu aux générations futures.

### L'alimentation du fonds

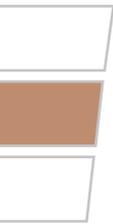
En vertu du projet du Gouvernement, le Fonds serait alimenté « à concurrence d'au moins 50 millions d'euros par an dont 25 millions d'euros provenant de la TVA sur le commerce électronique et la partie résiduelle provenant des accises sur le carburant ». Néanmoins, d'autres sources de financement pourraient utilement être explorées.

Tout d'abord, certains piliers du modèle luxembourgeois fortement générateurs de recettes fiscales sont voués à décliner (accises sur vente de carburant et de tabac) à l'instar de la manne pétrolière en Norvège. Un principe de prudence élémentaire voudrait de préparer la politique budgétaire à cette phase, en affectant ces recettes à une structure comme le fonds souverain.

Le remboursement par la Commission européenne de 90 millions d'euros en provenance du budget européen est une recette inattendue et *a priori* non récurrente. Cette somme pourrait également alimenter le fonds souverain.

Les dividendes des actifs financiers actuels de l'État (voir sous 2.5) tout comme les produits des cessions éventuelles de participations pourraient constituer des sources de financement additionnelles.

<sup>53</sup> Voir à cet effet aussi l'encadré « Mise en place de fonds de réserve au niveau des Administrations locales luxembourgeoises » publié aux pages du bulletin 2012/2 de la BCL.



## L'impact sur les soldes des Administrations publiques

Le fonds souverain devrait être *a priori* classé dans le secteur des Administrations publiques (S.13) et plus précisément dans le sous-secteur de l'Administration centrale. Le traitement comptable du fonds souverain dans le SEC2010 sera donc similaire à celui réservé aux fonds spéciaux actuels. Pour le calcul du solde des Administrations publiques, les opérations de ces derniers seront consolidées avec celles des autres entités appartenant aux sous-secteurs des Administrations publiques avec comme conséquence que les "dotations" au fonds en provenance de l'Etat central n'auront aucun impact sur le solde des Administrations publiques. Dans la mesure où le fonds n'effectuera pas de dépenses pendant les 20 premières années, les versements au fonds constituent donc une forme d'épargne et ils amélioreront le solde des Administrations publiques.

Après la période de constitution de 20 ans, le fonds pourra effectuer des versements au Budget de l'Etat. Dans la mesure où l'Etat dépensera ces versements en provenance du fonds souverain, ces dépenses seront comptabilisées dans les dépenses et affecteront négativement le solde des Administrations Publiques.

Au-delà d'une gestion active des ressources accumulées, la différence principale entre le fonds souverain et les fonds spéciaux réside dans le fait que les dotations seront bloquées pendant une période de 20 ans. Durant les deux décennies passées, le Luxembourg a su engranger d'importantes recettes fiscales grâce au développement de certaines sources spécifiques telles que la vente de carburant, la TVA sur le commerce électronique et les recettes en provenance du secteur financier. Ces recettes fiscales ont pu en partie être affectées aux fonds spéciaux et ont constitué une forme d'épargne dans la logique de la comptabilité publique luxembourgeoise. Mais cette épargne ainsi constituée a été largement dépensée au cours des dernières années. En effet, au 31 décembre 2013, les avoirs nets des fonds spéciaux ne s'élevaient plus qu'à 1,669 milliards d'euros, soit quelque 3% du PIB, contre 2,6 milliards d'euros en 2000, soit plus de 10% du PIB de 2000.

### Conclusion

En l'absence d'objectif clairement spécifié, il est difficile d'émettre un avis circonstancié en matière de création d'un fonds souverain. Si l'initiative est *a priori* louable, les montants paraissent cependant limités, surtout en comparaison avec d'autres fonds souverains et sa finalité semble donc restreinte.

## 2.7. L'IMPACT MACROÉCONOMIQUE DU PROJET DE BUDGET

Dans cette partie la BCL estime l'effet de certaines mesures prises par le Gouvernement sur la croissance (PIB réel) et l'inflation (prix à la consommation). Pour ce faire, nous utilisons des élasticités calculées à partir du modèle macroéconométrique développé par la BCL. Le tableau 22 détaille les mesures identifiées exprimées en pourcentage du PIB.

Tableau 22

**Nouvelles mesures du Gouvernement pour 2015 et 2016 (en % du PIB)**

	2015	2016	2017
Diminution des transferts sociaux	0,2	0,1	-
« Paquet pour l'avenir » hors diminution des transferts sociaux	0,2	0,2	-
Augmentation de taxes indirectes (TVA)	0,5	0,2	-
Augmentation des impôts directs ("Contribution de 0,5%")	0,2	0,0	-
Total	1,1	0,5	-

Considérant son impact sur les prestations en nature, le « Paquet d'avenir » et la diminution des transferts sociaux peuvent être assimilés, dans le court terme, à une diminution de la consommation publique (-0,4% du PIB en 2015 et -0,3% en 2016). L'augmentation de la TVA et des impôts directs sont traitées séparément. Le tableau 23 présente l'effet cumulé des différentes mesures sur le PIB et l'inflation. En l'absence d'informations en cette matière, nous partons de l'hypothèse qu'aucune mesure additionnelle n'est prise en 2017. Ainsi, les impacts observés pour cette année correspondent uniquement aux effets différés des mesures prises en 2015 et 2016.

Tableau 23

**Effets cumulés des mesures sur le PIB et sur l'inflation (différences en % par rapport au scénario sans mesures)**

	PIB			PRIX À LA CONSOMMATION		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Diminution de la consommation publique (transferts + « Paquet d'avenir »)	-0,06	-0,21	-0,31	0,00	0,00	0,00
Augmentation de taxes indirectes (TVA)	-0,08	-0,13	-0,15	0,92	1,21	1,11
Augmentation des impôts directs ("Paquet pour l'avenir")	0,00	-0,02	-0,02	0,00	0,00	0,00
Total	-0,14	-0,35	-0,48	0,92	1,21	1,11

L'effet mécanique sur la croissance du PIB réel serait limité et revu à la baisse de 0,14 p.p. en 2015, de 0,21 p.p. supplémentaires en 2016 et de 0,13 p.p. en 2017. Après trois ans, l'effet total serait donc de -0,48 p.p., ce qui suggère un multiplicateur de 0,3 (= 0,48/1,6). La taille de ce multiplicateur est relativement faible, mais guère surprenante pour une très petite économie ouverte dont la croissance est tirée par les exportations et les facteurs de production sont largement importés. L'augmentation des impôts directs réduit le revenu disponible des ménages et donc la consommation privée. L'augmentation des taxes indirectes induit quant à elle une augmentation des prix qui réduit également la consommation privée. Cependant, l'impact de ces mesures sur le PIB est fortement atténué, car une partie importante de la consommation privée est composée d'importations<sup>54</sup>. L'effet de la diminution de la consommation publique est plus important, même s'il est aussi partiellement compensé par une diminution des importations. Au niveau des prix, seule l'augmentation de la TVA aurait un effet notable. L'impact serait assez fort en 2015 (+0,92 p.p.) avant de connaître un net ralentissement en 2016 (+0,29 p.p.). L'effet total après trois ans serait de +1,11 p.p. Selon le modèle, l'effet de l'interaction des différentes mesures s'avère être négligeable.

Il est important de garder à l'esprit les limitations et la nature mécanique de cet exercice. Si à court terme il dégage un impact négatif sur le PIB, cet impact est limité et est largement compensé à moyen et long

<sup>54</sup> Selon les tableaux entrées-sorties publiés par le Statec, le contenu en importations de la consommation privée est de 48%, ce qui très élevé dans une comparaison internationale.



terme par les effets directs et indirects sur le potentiel de croissance liés à l'assainissement des finances publiques. Premièrement, le retour vers une politique budgétaire soutenable permettra de réduire la dépendance sur certaines recettes dont le caractère durable est incertain. Il en résultera une diminution du risque macroéconomique, facilitant l'investissement à plus long terme et donc l'accumulation de capital. Deuxièmement, une détérioration future des finances publiques pourrait nécessiter des nouvelles hausses de la fiscalité directe qui auraient un effet négatif sur l'offre de travail, et donc sur le potentiel de croissance. Finalement, une future consolidation fiscale reposant davantage sur un rehaussement de la fiscalité des entreprises pourrait entamer leur rentabilité et ainsi détériorer leur compétitivité.

### **Les effets de redistribution des mesures du Gouvernement**

Dans la section précédente, la BCL a quantifié l'impact mécanique des mesures du Gouvernement sur l'activité et les prix. L'impact macroéconomique moyen n'est toutefois qu'une agrégation d'effets micro-économiques divers. En effet, l'impact des mesures sur les ménages ne sera pas uniforme, mais sera conditionné par beaucoup de facteurs, notamment la composition du ménage et son revenu, etc.

A l'aune des données disponibles, il est difficile de quantifier les effets redistributifs des mesures du Gouvernement et donc aussi d'émettre avec assurance un jugement global. La mesure principale consiste en effet en un rehaussement des taux de TVA. Etant donné que la part de la consommation dans le revenu disponible des ménages les moins aisés est plus élevée que celle des ménages aisés, les premiers seront davantage touchés par cette mesure, en principe à caractère régressif. Le fait que le taux super-réduit de 3%, qui est appliqué principalement sur les biens de nécessité (alimentation, habillement pour enfants, etc.), n'ait pas été ajusté à la hausse, contribue quelque peu à atténuer l'effet négatif sur le revenu de ces ménages. En ce qui concerne l'introduction d'une contribution de 0,5%, étant donné qu'un taux fixe est appliqué à toutes les classes de revenus, l'effet de progressivité du système des prélèvements globaux est vraisemblablement réduit et la mesure aurait donc un effet redistributif négatif. En ce qui concerne l'adaptation des allocations familiales, ni le système actuel, ni le système futur des allocations familiales n'ont un caractère de redistribution dans la mesure où le montant des allocations est indépendant du revenu des ménages et n'est pas soumis aux impôts. Vu le nombre élevé de « petites mesures » du « Paquet pour l'avenir », une analyse fine et laborieuse est requise pour jauger leur degré de redistributivité.

A l'aune de ces observations, on peut s'interroger si l'ensemble des mesures n'a pas un impact redistributif négatif par rapport au système en vigueur. Une analyse fine sur cette question n'est pas possible sur la base des informations dont dispose la BCL, mais plus fondamentalement ne pourrait que s'inscrire dans une analyse des taux d'imposition moyens et des taux d'imposition marginaux, combiné à une analyse de la fiscalité des entreprises. La BCL a exprimé à de multiples reprises le souhait de mettre à sa disposition une base de données détaillée en cette matière, ce qui serait parfaitement possible sans violation de quelconque secret, fiscal ou autre.

### **Propositions**

De manière générale, l'objectif des transferts sociaux consiste à influencer sur la distribution des revenus des ménages. Un réexamen régulier des transferts sociaux est donc un exercice souhaitable, au vu, surtout, de l'augmentation des inégalités au cours des années récentes<sup>55</sup>, mais aussi afin de freiner la progression du volume des transferts. Il aurait donc été préférable que le Gouvernement adopte une approche plus globale en cette matière, plutôt que de s'attaquer à des mesures partielles, qui ne règlent pas le problème en profondeur.

55 Statec, Rapport cohésion sociale 2014.

Pour ce faire, il est nécessaire d'établir une matrice des transferts sociaux afin de préparer en toute connaissance de cause un ciblage plus efficace de ces prestations dont l'objectif serait d'une part, une moindre progression des transferts et d'autre part, un effet redistributif positif.

Par ailleurs, il s'impose de procéder à un examen approfondi, statistiques à l'appui, de la législation fiscale, y compris les « dépenses fiscales », au sens large du terme, orientées vers les ménages et les entreprises. Un tel examen de la législation devrait notamment reposer sur une comparaison systématique, entre contribuables, des taux d'imposition moyens et des taux d'imposition marginaux, en veillant à assurer - dans un esprit d'efficacité et d'équité - une progressivité adéquate.

Cet examen passe également par un inventaire complet des revenus ou des parties de revenus qui d'une part ne tombent pas sous le barème d'imposition progressif et d'autre part, sont exemptés.

En ce qui concerne la fiscalité des entreprises, une analyse de même nature reste, mutatis mutandis, à élaborer, en dégagant, entre autre, une idée claire sur les taux d'imposition effectifs. Cet examen inclurait également les subsides accordés aux entreprises.

Procédant d'une telle approche globale, la prochaine réforme fiscale se doit donc de maintenir un environnement fiscal adapté à une très petite économie ouverte, dépendant de l'exportation de sa production et de l'importation quantitative et qualitative de facteurs de production. Dans ce contexte, il serait également intéressant de connaître le montant de recettes de TVA payées par les entreprises en raison de la non-déductibilité de la TVA. C'est par exemple le cas de certaines Soparfi non assujettis à la TVA, qui de ce fait ne peuvent prévaloir au remboursement de la TVA payée à l'achat d'un bien ou d'un service.

### 3. LA PROGRAMMATION PLURIANNUELLE

Le projet de loi relatif à la programmation financière pluriannuelle pour la période 2014-2018 est présenté dans le volume 3 du projet de budget. Il s'agit d'une nouvelle composante introduite avec la loi du 12 juillet 2014 relative à la coordination et à la gouvernance des finances publiques, une loi qui transpose en droit national une série de dispositions des textes européens en matière de gouvernance des finances publiques (notamment le « Six-Pack », le « Two-Pack », le Traité sur la stabilité, la coopération et la gouvernance (« Pacte budgétaire »)).

En pratique et de manière simplifiée, ce cadre budgétaire plus exigeant impose aux États membres de présenter les trajectoires des soldes nominaux et structurels annuels au niveau des Administrations publiques sur une période de 5 ans. En cas d'écart significatif par rapport à leur objectif de moyen terme ou par rapport à la trajectoire d'ajustement vers cet objectif, les États sont tenus de disposer d'un mécanisme de correction activé de manière automatique.

Les exigences de cette approche constituent indéniablement une avancée significative en matière de finances publiques. Premièrement, en fixant le cadre budgétaire pour le moyen terme, le législateur compte limiter les aléas des cycles conjoncturels et politiques sur la politique budgétaire. Deuxièmement, l'adoption de normes budgétaires – une norme des dépenses et un objectif de moyen terme (OMT) – permet un suivi continu et plus rigoureux des finances publiques.

Dans une première étape, cette partie se propose d'évaluer les projections macroéconomiques sous-jacentes sur l'horizon 2016-2018 (dans ce contexte, le lecteur peut aussi utilement se référer à la section 1 de cet avis) et ensuite d'évaluer les projections en matière de finances publiques.

#### 3.1. LE VOLET MACROÉCONOMIQUE

Dans une approche pluriannuelle, il convient tout d'abord de s'interroger sur la croissance future de l'économie luxembourgeoise. Son estimation revêt, en effet, une importance particulière pour les projections pluriannuelles des finances publiques. En partant d'un scénario de croissance à moyen-terme, les autres variables importantes, comme l'emploi, le coût salarial moyen, l'excédent brut d'exploitation, la consommation privée, etc. en sont dérivées. Ces variables importent dans la mesure où il s'agit de bases imposables qui influent directement sur les projections de recettes fiscales. Les projections des dépenses publiques dépendent également des projections macroéconomiques, mais dans une moindre mesure.

##### **L'ajustement futur de l'économie luxembourgeoise**

L'estimation de la croissance future de l'activité économique - mesurée par le PIB - n'est pas une chose aisée pour une petite économie très ouverte qui, de surcroît, est caractérisée par une forte concentration des activités dans le secteur des services financiers et des services en général. Plusieurs éléments vont influencer sur la croissance future du Luxembourg.

Premièrement, les institutions internationales s'accordent sur un ralentissement de la croissance tendancielle de la zone euro. A court terme, les effets de la crise et les ajustements des déséquilibres macroéconomiques, entre autres l'endettement des secteurs privé et public dans plusieurs économies, vont continuer à peser sur la croissance dans la zone euro. A un horizon plus lointain, cet effet sera prolongé par le vieillissement de la population<sup>56</sup>. Etant donnée son ouverture sur le monde exté-

<sup>56</sup> Anderton et al (2014), « Potential output from a euro area perspective », ECB Occasional Paper, N°156

rieur et plus particulièrement sur la zone euro, l'économie luxembourgeoise ne pourra guère échapper à ces tendances structurelles.

Deuxièmement, l'économie luxembourgeoise est fortement dépendante du secteur des services financiers, un secteur qui subit des changements structurels considérables à l'heure actuelle et qui introduit une incertitude notoire quant à son développement futur.

Troisièmement, cette incertitude n'est pas propre à ce secteur, mais a plutôt tendance à s'étendre à d'autres pans de l'économie, sous l'influence de facteurs tant internationaux que nationaux.

En conclusion, il semble probable que la croissance future de l'activité économique au Luxembourg n'atteigne pas de si tôt le niveau d'avant la crise. Puisque ce ralentissement aura son origine dans des secteurs qui génèrent une part relativement élevée des impôts des collectivités, le risque pesant sur les finances publiques est particulièrement important.

### Les hypothèses de croissance du PIB réel et nominal à moyen terme

Etant donné les caractéristiques de l'économie luxembourgeoise et les changements influant sur sa structure de production, l'estimation de la croissance moyenne future n'est pas un exercice évident. Bien qu'on puisse s'accorder sur une « correction » à la baisse de la croissance potentielle, l'étendue de cette correction reste incertaine et ceci en raison des facteurs cités ci-dessus.

Une approche alternative consiste à comparer le différentiel de croissance projetée entre le Luxembourg et la zone euro et en déduire les implications. A cet effet, le tableau 24 compare les hypothèses/projections du Gouvernement sur la période 2016-2018 aux données historiques ainsi qu'à des projections/hypothèses des institutions internationales et nationales.

Tableau 24

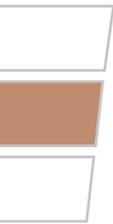
#### Comparaison des projections de croissance à long terme

		PIB RÉEL	PIB NOMINAL	PIB RÉEL	PIB NOMINAL	PIB RÉEL	PIB NOMINAL	PIB RÉEL	PIB NOMINAL	PIB RÉEL	PIB NOMINAL
		ZONE EURO		ALLEMAGNE		LUXEMBOURG		DIFFÉRENTIEL LUXEMBOURG - ZONE EURO		DIFFÉRENTIEL LUXEMBOURG - ALLEMAGNE	
Données	2000-2007	2,0	4,2	1,4	2,5	3,8	6,5	1,8	2,3	2,4	4,0
	2000-2013	0,9	2,7	1,0	2,2	2,4	5,3	1,5	2,6	1,4	3,1
Budget pluriannuel	2016-2018	1,7 <sup>57</sup>	[1,7 + 1,7 = 3,4 <sup>58</sup> ]	/	/	3,7	5,7	2,0	2,3	/	/
Autres estimations											
Ageing Working Group	2015-2020	1,1	/	1,1	/	2,6	/	1,5	/	1,5	/
OCDE	2016-2018	2,1	3,6	1,0	3,0	3,3	4,9	1,2	1,3	2,3	1,9
FMI	2016-2018	1,7	3,8	1,6	3,3	2,2	4,1	0,5	0,3	0,6	0,8
STATEC	2016-2018	1,7	/	/	/	3,7	5,7	2,0	/	/	/

Sources: Ageing Working Group, FMI, OCDE, Projet de budget 2015, STATEC, calculs BCL.

57 Hypothèse sous-jacente au PSC d'avril 2014.

58 N'est pas une hypothèse explicite dans le scénario du Gouvernement. Nous calculons une progression du PIB nominal pour la zone euro sous l'hypothèse d'une inflation identique dans la zone et au Luxembourg.



En ce qui concerne le PIB réel, la progression moyenne de 3,7% sur la période 2016-2018 serait de 2,0 p.p. supérieure à la croissance dans la zone euro (1,7%). Ce taux de 3,7% serait quasiment identique à la croissance moyenne sur la période 2000-2007 et même supérieur à la croissance sur la période 2000-2013. Le différentiel de 2,0 p.p. serait de 0,5 p.p. plus élevé que celui observé sur la période 2000-2013. Un tel différentiel ne semble donc pas incorporer l'impact négatif des changements structurels anticipés sur l'économie luxembourgeoise.

L'hypothèse retenue pour la progression moyenne du PIB nominal est de 5,7% sur la période 2016-2018. Cette progression serait plus élevée que celle observée sur la période 2000-2013, mais inférieure à la progression moyenne sur la période 2000-2007. Le différentiel de 2,3 p.p. par rapport à la progression du PIB nominal dans la zone euro serait légèrement inférieur au différentiel observé sur la période 2000-2013, mais identique au différentiel observé sur la période 2000-2007. A l'instar du PIB réel, l'hypothèse relative au PIB nominal ne semble également pas incorporer l'impact négatif induit par des changements structurels futurs.

D'ici 2019, le Luxembourg va perdre l'entièreté des recettes de TVA sur le commerce électronique en relation avec les consommateurs non-résidents. Cette perte se fera par étapes, d'abord en 2015, puis en 2017 et finalement en 2019. Toutes choses égales par ailleurs, le taux de croissance du PIB nominal (et du déflateur du PIB) sera impacté à la baisse. Afin de bien cerner l'impact de la baisse des recettes de TVA du commerce électronique sur les hypothèses du PIB nominal, il serait utile de présenter les hypothèses du PIB avec et sans impact de cette perte de recettes. Cette manière de procéder aurait aussi permis de dégager l'hypothèse implicite du Gouvernement quant au taux de croissance tendancielle après « l'ère de la TVA du commerce électronique ».

Un exercice analogue à la comparaison des projections du PIB nominal consisterait à comparer les estimations de la croissance potentielle de différentes institutions. Un tel exercice se justifierait par exemple dans le cadre de l'évaluation de la norme européenne des dépenses.

Dans ce contexte, nous privilégions toutefois la comparaison entre les projections du PIB. Premièrement, les estimations du PIB potentiel sont parfois dérivées des projections du PIB à moyen terme, comme dans le cas du filtre de Hodrick-Prescott par exemple. Comme ces estimations ne sont pas indépendantes, elles ne fournissent pas une information supplémentaire. Deuxièmement, l'écart de production<sup>59</sup> étant négatif à l'heure actuelle, l'économie doit forcément progresser à un rythme qui dépasse son potentiel afin de résorber cet écart. Les estimations de la croissance potentielle – qui ne sont que de 2,2% sur la période 2016-2018 selon le scénario du Gouvernement<sup>60</sup> – sont donc plus basses que les projections du PIB sur l'horizon considéré ici.

## Conclusions

A l'heure actuelle, le scénario du Gouvernement est basé sur l'hypothèse que l'économie luxembourgeoise pourra garder voire même accroître son différentiel de croissance par rapport à la zone euro. Ce scénario est un pari assez audacieux pour les raisons évoquées ci-dessus et compte tenu des incertitudes grandissantes qui pèsent tant sur la zone euro que sur le Luxembourg.

<sup>59</sup> «Output gap» = (Production effective – Production potentielle)/Production potentielle

<sup>60</sup> Les dernières estimations de la BCL publiées en juillet 2014 suggèrent une croissance potentielle proche de 2% en 2016.

Un scénario macroéconomique volontariste pourrait ainsi être à l'origine d'une trajectoire optimiste des soldes des Administrations publiques et ainsi engendrer une sous-évaluation des adaptations budgétaires nécessaires qui, de plus, peuvent s'accumuler au cours des années, rendant ainsi les corrections subséquentes plus douloureuses.

Il est regrettable de constater que le programme pluriannuel est basé sur des projections macroéconomiques qui datent du printemps 2014 et que le Gouvernement n'a pas jugé utile de les revoir, ni sur base des nouvelles données, ni en fonction des événements les plus récents. Une telle omission, et compte tenu des révisions que le STATEC vient d'annoncer sur ses projections de croissance pour l'année 2015, porte évidemment préjudice à la plausibilité des estimations des recettes et des dépenses sur l'horizon 2016-2018.

Cette omission est d'autant plus regrettable que le programme pluriannuel est un élément-clé dans la nouvelle gouvernance européenne en matière de finances publiques, car il constitue la base pour l'appréciation du respect ou non de l'OMT et de la norme des dépenses et détermine également la trajectoire d'ajustement des finances publiques en cas de non-respect.

A l'avenir, et afin de garantir la crédibilité des estimations sous-jacentes, il est recommandé de mandater le Comité de prévision de préparer les aspects techniques du programme pluriannuel, à l'instar des travaux préparatoires mis en œuvre pour le PSC dans le cadre du semestre européen.

### 3.2. LE VOLET FINANCES PUBLIQUES

La BCL a analysé le volet « finances publiques » du programme budgétaire pluriannuel sous deux angles différents.

Une première approche consiste à analyser les projections pluriannuelles de finances publiques à l'aune des obligations européennes du Gouvernement en matière de finances publiques, tandis qu'une seconde approche consiste à les analyser sous l'angle des engagements pris par le Gouvernement au niveau national durant cette législature. A cet effet, le tableau 25 présente les projections pluriannuelles du Gouvernement et les compare à celles de la BCL et de la Commission européenne.

Les mesures de consolidation, décidées par le Gouvernement pour 2015, devraient engendrer une amélioration du solde budgétaire de l'ordre de 1,1 p.p. en 2015 et de l'ordre 1,8 p.p. du PIB d'ici 2018. Le solde des Administrations publiques, sous l'influence de ces mesures, passerait d'un déficit de 0,2% du PIB en 2015 à un surplus de 1,5% du PIB en 2018.

Malgré ces mesures de consolidation, le solde de l'Administration centrale atteindrait un déficit de 0,2% en 2018.

Selon le Programme pluriannuel, le solde structurel resterait stable à 0,5% du PIB sur toute la période sous revue (2015-2018), mise à part une très légère amélioration de l'ordre de 0,2% du PIB à 0,7% du PIB en 2016.

Enfin, la dette publique passerait de 24,1% du PIB en 2015 à 21,8% du PIB en 2018 sous l'influence d'un besoin de financement de moindre ampleur imputable à l'amélioration du solde budgétaire de l'Administration centrale et de la croissance supposée du PIB.

Si on compare les projections du Gouvernement avec celles de la BCL et de la Commission européenne, on observe que ces dernières sont plus pessimistes que celles du Gouvernement. En effet, selon les projections de la BCL (décrites en détail au chapitre suivant), le solde des Administrations

publiques dégagerait un surplus de l'ordre de 0,1% du PIB en 2016 alors que la Commission prévoit un déficit de l'ordre de -0,6% du PIB.

Pour 2015, le déficit projeté par la BCL (0,6% du PIB) serait dans la même lignée que celui prévu par la Commission (0,4% du PIB) mais sensiblement supérieur au déficit affiché dans le Programme pluriannuel (0,2% du PIB). Le ratio de dette publique par rapport au PIB prévu par la BCL pour 2015 et 2016 serait du même ordre de grandeur que celui projeté par la Commission (de l'ordre de 25% du PIB) et légèrement supérieur au ratio inclus dans le Projet pluriannuel.

Enfin, les soldes structurels projetés tant par la BCL que par la Commission ne seraient pas en phase avec l'objectif à moyen terme (OMT) du Gouvernement (voir chapitre sur les soldes structurels pour des explications quant aux différences méthodologiques).

Tableau 25

**Comparaison des projections à long terme (en % du PIB)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PROJET DE BUDGET 2015</b>						
Soldes des Administrations publiques	0,6	0,2	-0,2	0,6	0,9	1,5
Soldes de l'Administration centrale	-1,1	-1,3	-1,6	-1,0	-0,8	-0,2
Soldes structurels des Administrations publiques	-	1,0	0,5	0,7	0,5	0,5
Mesures de consolidation	-	-	1,1	1,7	1,8	1,8
Dette consolidée des Administrations publiques	23,6	23	24,1	23,9	23,5	21,8
<b>BCL - DÉCEMBRE 2014</b>						
Soldes des Administrations publiques	0,6	0,2	-0,6	0,1	-	-
Soldes de l'Administration centrale	-1,1	-1,2	-2,4	-1,9	-	-
Soldes structurels des Administrations publiques	0,9	0,3	-0,6	0,1	-	-
Dette consolidée des Administrations publiques	23,6	23,0	24,3	25,0	-	-
<b>COMMISSION EUROPÉENNE - NOVEMBRE 2014</b>						
Soldes des Administrations publiques	0,6	0,2	-0,4	-0,6	-	-
Soldes structurels des Administrations publiques	2,0	1,1	0,4	-0,1	-	-
Dette consolidée des Administrations publiques	23,6	23	24,3	25,4	-	-

Sources: *Projet de budget 2015, CE, calculs BCL.*

### Les engagements nationaux

Lors de son entrée en fonction à la fin de l'année 2013, le Gouvernement s'était fixé deux objectifs en matière de finances publiques: celui d'atteindre l'objectif à moyen terme (OMT), soit un surplus structurel de 0,5% du PIB à la fin de la présente législature, et celui de maintenir le ratio de dette publique par rapport au PIB sous la barre des 30%.

On pourrait donc être tenté de conclure que le programme budgétaire pluriannuel du Gouvernement est conforme avec ces deux objectifs.

Ces projections suscitent cependant plusieurs commentaires. Se fixer comme objectif le respect de l'OMT en 2018 n'est pas particulièrement ambitieux, étant donné que les projections anticipent que ce respect serait déjà atteint en 2014. Le Gouvernement aurait pu se fixer un OMT plus exigeant, sachant qu'un

surplus de 0,5% ne suffira pas à assurer les équilibres budgétaires futurs (voir aussi le chapitre relatif aux soldes structurels). Le Gouvernement pourrait se baser sur les surplus budgétaires dégagés en 2013 et 2014 afin de renforcer la correction budgétaire et de ce fait atteindre un équilibre au niveau de l'Administration centrale avant 2018, plutôt que de se contenter d'un léger déficit de l'ordre de 0,2% du PIB.

Comme mentionné ci-dessus, le scénario macroéconomique du Gouvernement sur la période 2016-2018 peut être qualifié d'optimiste, de sorte que les projections de finances publiques le sont également. On ne peut donc exclure que le Gouvernement doive annoncer de nouvelles mesures de consolidation s'il veut respecter la trajectoire prévue des soldes. Le caractère peu ambitieux de la politique budgétaire envisagée se répercute aussi en une absence de marge de manœuvre suffisante qui permettrait à la réforme fiscale de pouvoir comporter un volet d'abaissement de la ponction fiscale globale.

Le Luxembourg a su maintenir la meilleure bonité (en l'occurrence notre « triple A ») auprès des agences internationales de notation au travers de la crise récente. Pour un petit pays aussi largement ouvert que le Luxembourg, cette bonité est un atout important sur la scène internationale et en particulier auprès d'investisseurs étrangers. Elle permet aussi au Gouvernement ainsi qu'au secteur privé de se financer à un coût très compétitif. L'expérience récente en Europe montre que cette notation excellente n'est pas acquise une fois pour toutes, mais se mérite continuellement, sur la base d'une politique économique, fiscale et budgétaire responsable et permettant de maintenir durablement les grands équilibres de notre économie.

### Les engagements européens

Au niveau européen, les obligations du Gouvernement liées au Pacte de Stabilité et de croissance (SGP)<sup>61</sup> comportent deux volets. Un premier volet consiste à maintenir un déficit public inférieur à 3% du PIB et une dette publique inférieure à 60% du PIB. Le Gouvernement est également tenu de respecter les obligations incluses dans le volet préventif<sup>62</sup> du SGP, actuellement applicable au Luxembourg, à savoir le maintien d'un solde structurel en phase avec l'Objectif à moyen terme (OMT) et le respect de la « norme des dépenses<sup>63</sup>».

Si au vu de ces développements et en vertu de l'article 6 de la loi de 12 juillet 2014 relative à la Coordination des finances publiques, le Gouvernement ne se trouve pas dans la situation de devoir présenter une trajectoire d'ajustement visant à faire converger le solde structurel vers l'OMT, on ne peut toutefois s'empêcher d'adresser les remarques suivantes.

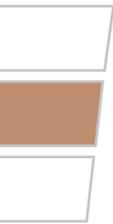
Premièrement, la loi du 12 juillet 2014 stipule que le mécanisme de correction doit être activé de manière automatique et des mesures de consolidation doivent être mises en œuvre par le Gouvernement au plus tard dans le projet de budget pour l'année à venir<sup>64</sup> dans le cas où un écart significatif par rapport à l'OMT est constaté. A la lecture de ce qui précède, on ne peut qu'encourager le Gouvernement

61 L'acronyme anglais «SGP» (Stability and Growth Pact) a été utilisé afin de ne pas le confondre avec l'acronyme français «PSC» se référant au Programme de stabilité et de convergence.

62 Le SGP se compose du volet préventif et du volet correctif (qui inclut les Etats actuellement en Procédure de déficit excessif). Le Luxembourg se trouve dans le volet préventif du SGP.

63 Depuis l'entrée en vigueur en décembre 2011 du Pacte de Stabilité et de Croissance (SGP) réformé («six pack»), la conformité de la trajectoire d'ajustement empruntée par les Etats membres vers leur Objectif à Moyen Terme (OMT) dans le cadre du volet préventif du PSC est évaluée selon deux piliers: Le premier pilier concerne l'ajustement structurel annuel effectué par les Etats membres, dont la valeur de référence doit être égale ou supérieure à 0,5% du PIB et ce jusqu'à ce que l'OMT soit atteint. Le second pilier compare l'évolution des dépenses publiques à un taux de référence basé sur la croissance du PIB potentiel à moyen terme.

64 Selon l'article 6 de la loi du 12 juillet: «Si les comptes annuels du secteur des administrations publiques présentent un écart important par rapport à l'objectif à moyen terme ou par rapport à la trajectoire d'ajustement, et sauf dans les circonstances exceptionnelles visées à l'article 3, paragraphe 3 du traité, le Gouvernement inscrit au plus tard dans le projet de budget pour l'année à venir, des mesures pour rétablir la trajectoire telle que prévue dans la loi de programmation pluriannuelle en l'absence de déviations »



à mettre en œuvre des mesures de consolidation le plus rapidement possible et donc encore durant l'année même où le dérapage budgétaire a été constaté et non durant l'année subséquente.

Deuxièmement, le maintien du solde structurel à l'OMT revêt toute son importance. En effet, une des recommandations du Conseil<sup>65</sup> faite à l'issue de Semestre européen de 2014 visait précisément « à renforcer de manière significative la stratégie budgétaire en 2015 de sorte à atteindre l'objectif à moyen terme et à rester ensuite au niveau de celui-ci afin de protéger la soutenabilité à long terme des finances publiques, compte tenu en particulier des passifs implicites liés au vieillissement ».

Le respect de la « norme des dépenses européenne » fait référence à deux concepts distincts: le taux de référence et la progression de l'agrégat de dépenses.

Etant donné que le Luxembourg, selon les projections du Gouvernement, a atteint son OMT, ce taux de référence ne peut pas dépasser le taux de croissance du PIB potentiel à moyen terme<sup>66</sup>. Le taux de référence vise à assurer que la croissance des dépenses publiques est en phase avec la croissance potentielle de l'économie à moyen terme ainsi qu'à maintenir le solde structurel à l'OMT.

Toujours selon le Règlement 1466/97, l'agrégat des dépenses publiques, tel qu'utilisé dans la mise en œuvre de cette norme est défini comme étant le total des dépenses publiques dont sont déduits plusieurs éléments<sup>67</sup>. Cette règle des dépenses n'est pas aisée à calculer. A cet égard, la BCL regrette le manque d'informations de la part du Gouvernement concernant le respect ou le non-respect de cette règle, ainsi que l'absence de méthode et de données qui permettraient de la calculer<sup>68</sup>.

<sup>65</sup> Voir: [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/csr2014\\_council\\_luxembourg\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/csr2014_council_luxembourg_fr.pdf)

<sup>66</sup> Pour les Etats n'ayant pas atteint leur OMT, le taux de référence est égal au taux de croissance du PIB potentiel à moyen terme moins « une marge de convergence ».

<sup>67</sup> L'agrégat des dépenses tel qu'utilisé dans la norme exclut en effet du total des dépenses publiques les dépenses liées aux charges d'intérêt, les dépenses effectuées dans le cadre de programmes européens et les changements non discrétionnaires dans les dépenses se référant aux indemnités de chômage. Quant aux dépenses d'investissement, un lissage est effectué afin de tenir compte de leur forte volatilité. Il convient également de mentionner que l'impact des mesures discrétionnaires sur le volet des recettes publiques est également déduit du total des dépenses, de sorte que la norme européenne de dépenses n'est pas une norme « pure » de dépenses. Enfin, le montant de « dépenses » publiques ainsi obtenu sera déflaté, afin de ne tenir compte que du « volume » des dépenses publiques « corrigées ».

<sup>68</sup> Seul le tableau 4b de la page 11 du document « Projet de plan budgétaire du Grand Duché de Luxembourg 2014-2015 » fait référence à la norme des dépenses. Toutefois les montants indiqués dans ce tableau se réfèrent seulement aux dépenses à retrancher sans indiquer ni la méthodologie utilisée pour dériver ces montants, ni de savoir si les montants retranchés permettent ou pas de satisfaire à la norme européenne.

## 4. LES PROJECTIONS DE FINANCES PUBLIQUES DE LA BCL DE DÉCEMBRE 2014

Dans le cadre des exercices de projections biannuels, la BCL présente ses chiffres concernant les soldes des Administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2014 à 2016.

Il convient de souligner à cet égard que la BCL a intégré dans ses projections de base les mesures de consolidation présentées par le Gouvernement dans le cadre du projet de budget pour 2015. La BCL a procédé à ses propres estimations sur la base et dans les limites des données dont elle dispose quant à l'impact des ces différentes mesures sur les soldes budgétaires.

### 4.1. LES RECETTES

Après la baisse amorcée en 2010 et en 2011, conséquence de la crise économique et financière de 2009, suivie par un rebond en 2012, le ratio des recettes totales des Administrations publiques par rapport au PIB a continué sa progression en 2013 pour atteindre 44,5% du PIB. Cette évolution s'explique tant par la vivacité des recettes de TVA liées au commerce électronique que par la mise en place de mesures de consolidation décidées par le Gouvernement en 2012 concernant l'exercice budgétaire 2013<sup>69</sup>. Ces développements ont permis une progression de ce ratio tant à travers des impôts directs à charge des ménages qu'à travers des cotisations sociales.

La baisse du ratio des recettes totales par rapport au PIB pour l'année 2014 s'expliquerait par une croissance de certaines bases imposables (consommation privée...) de plus faible ampleur que celle du PIB nominal (effet de découplage). En revanche, le ratio des impôts directs à charge des ménages continuerait sa progression sous l'influence du dynamisme observé des recettes en provenance de l'impôt sur les traitements et salaires et de l'impôt de solidarité.

La détérioration du ratio des recettes totales par rapport au PIB continuerait en 2015, mais de manière marquée. Cette baisse résulte du fait qu'à partir de 2015 les recettes de TVA liées au commerce électronique reposeront sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence du consommateur et non plus le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, bien qu'incluant une période transitoire de 2015 à 2019<sup>70</sup>, aura comme conséquence une diminution des recettes de TVA afférentes dès 2015. Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important pour le Luxembourg. Selon les estimations de la BCL, les pertes de recettes en 2015 représenteraient environ 1,6% du PIB. Néanmoins, ces pertes de recettes seraient en partie compensées par des mesures adoptées par le Gouvernement dans le cadre du projet de budget pour l'année 2015, mesures que la BCL a intégrées dans son scénario de base.

Selon les estimations de la BCL, l'impact de l'introduction de la contribution de 0,5% sur les revenus se chiffrerait à 0,24% du PIB. Le « Paquet pour l'avenir » générerait des recettes équivalent à 0,03% du PIB. Au total, les mesures de consolidation décidées par le Gouvernement, y compris la hausse de TVA, atteindraient quelque 0,8% du PIB sur le versant des recettes pour l'année 2015.

<sup>69</sup> Notamment la hausse de l'impôt de solidarité sur les ménages et les entreprises.

<sup>70</sup> Selon l'accord concernant la TVA sur le commerce électronique (« VAT package »), le Luxembourg pourra garder 30% des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15% de ces recettes en 2017 et 2018.

Tableau 26

**Recettes de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB sauf mention contraire)**

	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2014						PROJECTIONS BCL DÉC. 2014		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Impôts directs	14,0	14,6	14,6	14,2	14,3	14,6	14,6	15,1	15,1
dont à charge des ménages	8,3	8,3	8,2	8,5	8,6	9,1	9,2	9,6	9,6
dont à charge des sociétés	5,8	6,3	6,4	5,7	5,8	5,5	5,4	5,5	5,5
Impôts indirects	12,5	12,8	12,4	12,3	12,7	13,3	13,0	11,8	11,8
Cotisations sociales	11,5	12,7	12,0	12,0	12,2	12,3	12,2	12,3	12,2
Autres recettes	4,6	4,4	4,3	4,1	4,2	4,2	4,0	4,2	4,3
<b>Recettes totales</b>	<b>42,6</b>	<b>44,5</b>	<b>43,3</b>	<b>42,6</b>	<b>43,5</b>	<b>44,5</b>	<b>43,8</b>	<b>43,4</b>	<b>43,4</b>
<b>Croissance nominale des recettes totales (%)</b>	<b>5,1</b>	<b>0,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>	<b>2,7</b>	<b>5,8</b>

Sources: IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

Si les recettes totales restent stables en 2016, à 43,4% du PIB, ce ratio cache néanmoins des situations contrastées au niveau des différentes composantes.

Les cotisations sociales afficheraient ainsi une légère baisse par rapport au PIB sous l'effet d'une croissance de la base imposable (compensation des salariés) inférieure à celle du PIB nominal. En revanche, bien que les taxes indirectes restent stables à 11,8% du PIB, deux éléments opposés se neutralisent. D'un côté, la hausse de la TVA, introduite en 2015, continuerait de jouer un rôle positif dans la hausse des recettes de TVA (+0,2% afin de tenir compte de l'effet des droits constatés propres au SEC2010). D'un autre côté, cet effet positif est contrebalancé par l'évolution de la base imposable (consommation privée des ménages) qui affiche une dynamique de moindre ampleur que celle du PIB nominal.

Au total, le ratio des recettes afficherait une baisse de l'ordre de 1,1% du PIB sur tout l'horizon de projection, principalement sous l'effet de la perte des recettes de TVA liées au commerce électronique qui ne sera pas entièrement compensée par les mesures de consolidation annoncées par le Gouvernement.

#### 4.2. LES DÉPENSES

Les dépenses totales des Administrations publiques ont affiché une hausse significative par rapport au PIB en 2013 (de l'ordre de 0,4 p.p. pour atteindre 43,8% du PIB). Ce développement s'explique, entre autres, par un taux de croissance des transferts sociaux plus important que le taux de croissance du PIB nominal. Cet effet fut particulièrement marqué en ce qui concerne les pensions et les transferts sociaux en nature.

En 2014, les dépenses totales des Administrations publiques baissent par rapport au PIB de 0,3 p.p. pour s'établir à 43,5% du PIB.

Cette baisse s'expliquerait en partie par la diminution des dépenses liées à la consommation intermédiaire, sous l'effet des mesures adoptées par le Gouvernement pour l'année 2014, ainsi que par la réduction de la rémunération des salariés. Cette dernière s'expliquerait par le fait que le scénario de base de la BCL reporte à 2015 le paiement de la prime de 0,9% initialement prévue en 2014 par l'accord salarial dans la fonction publique.

En revanche, après une baisse significative en 2013, les dépenses d'investissement progresseraient de quelque 0,1 p.p. par rapport au PIB pour s'afficher à 3,6% du PIB.

Malgré le paquet de mesures sur le volet des dépenses, dont l'impact en 2015 est estimé à environ 0,35% du PIB, le ratio des dépenses continuerait à progresser (hausse de 0,6 p.p. pour atteindre 44,1% du PIB) sous l'influence d'une croissance nominale du PIB particulièrement atone.

La hausse du ratio concernant à la rémunération des salariés serait due à la mise en œuvre de l'accord salarial dans la fonction publique. En effet, la hausse du point indiciaire, qui aurait dû avoir lieu en janvier 2013, serait introduite seulement en janvier 2015. De plus, comme mentionné plus haut, le paiement de la prime unique (0,9%) serait également effectué en 2015, selon le scénario retenu par la BCL.

Ces différentes hausses ne seraient que marginalement compensées par d'autres mesures liées à l'accord salarial ayant quant à elles un impact à la baisse. Il s'agit notamment de l'augmentation de la période de stage dans la fonction publique associée à une baisse concomitante des salaires.

Les dépenses d'investissement, après avoir baissé depuis leur pic observé en 2010, seraient en hausse sur la période 2014-2016 en raison de la mise en œuvre de projets d'investissement d'envergure, tels que la construction du tram dans la ville de Luxembourg.

En 2016, le ratio des dépenses totales afficherait une baisse de l'ordre de 0,8 p.p. La raison principale de ce fléchissement serait la baisse des transferts courants (baisse de 0,6 p.p.), notamment sous l'effet des mesures de consolidation incluses dans le « Paquet pour l'avenir » (impact additionnel de l'ordre de 0,3% du PIB en 2016 sur les transferts sociaux) et du fait que la prime de 0,9% payée en 2015 en vertu de l'accord salarial dans la fonction publique a un caractère unique et non-récurrent.

Au total, les dépenses publiques affichent une légère baisse de l'ordre de 0,5 p.p. du PIB sur tout l'horizon de projection. C'est un pas dans la bonne direction mais qui nécessitera des mesures additionnelles afin de contrer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et pour faire face aux problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise sera bientôt confrontée. Il s'agit en cette matière notamment du vieillissement de la population et du chômage structurel élevé.

Tableau 27

**Dépenses de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB sauf mention contraire)**

	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2014						PROJECTIONS BCL DÉC. 2014		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Transferts sociaux	20,0	23,0	22,0	21,2	22,0	22,7	22,5	22,6	22,3
Investissements publics	3,7	4,3	4,6	4,1	3,9	3,5	3,6	3,7	3,8
Dépenses de consommation <sup>(1)</sup>	10,8	12,2	11,9	11,6	11,9	12,1	12,0	12,2	12,0
Subsides <sup>(2)</sup>	1,6	1,7	1,7	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7
Autres dépenses	3,3	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6
<b>Dépenses totales</b>	<b>39,4</b>	<b>45,0</b>	<b>43,9</b>	<b>42,3</b>	<b>43,4</b>	<b>43,8</b>	<b>43,5</b>	<b>44,1</b>	<b>43,3</b>
<b>Croissance nominale des dépenses totales</b>	<b>7,8</b>	<b>10,0</b>	<b>6,5</b>	<b>3,7</b>	<b>6,1</b>	<b>4,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>

Sources: IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

Note: <sup>(1)</sup> Rémunération des salariés et consommation intermédiaire. <sup>(2)</sup> A l'exclusion des transferts en capital.

### 4.3. LES CAPACITÉS OU BESOINS DE FINANCEMENT

Pour les Administrations publiques, l'année 2013 s'est caractérisée par un excédent de l'ordre de 0,6% du PIB, en hausse par rapport à 2012 (excédent de 0,1% du PIB). Cette amélioration est due à une hausse des recettes totales de plus grande ampleur que celle des dépenses.

Le solde positif obtenu en 2013 est plus favorable que celui prévu dans la 15<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité et de Convergence (PSC) publié en avril 2014 par le Gouvernement. Outre la dynamique des recettes de TVA, liées notamment au commerce électronique, qui a joué un rôle positif dans l'amélioration du solde, il faut également noter que les données incluses dans le PSC d'avril 2014 étaient compilées en format SEC95 alors que celles publiées dans la notification d'octobre 2014 sont en format SEC 2010<sup>71</sup>.

Pour 2014, la BCL projette un surplus de l'ordre de 0,2% du PIB, en recul par rapport à 2013. Les recettes totales baisseraient plus par rapport au PIB que les dépenses.

Le déficit de l'Administration centrale verrait son déficit passer de 1,1% en 2013 à 1,2% du PIB en 2014. Le solde de la Sécurité sociale présenterait toujours un large excédent, de l'ordre de 1,2% du PIB, quoique inférieur à celui de 2013 (1,6% du PIB). Les Administrations locales afficheraient également un léger excédent de l'ordre de 0,2% du PIB.

L'année 2015 verrait le déficit repartir à la hausse pour atteindre 0,6% du PIB. Cette dégradation serait attribuable à l'Administration centrale, dont le solde accuserait un déficit de 2,4%, alors que le solde de la Sécurité sociale s'améliorerait de quelque 0,4 p.p. pour afficher un surplus de l'ordre de 1,6% du PIB. Les soldes des Administrations locales seraient toujours excédentaires, affichant un surplus de 0,2% du PIB.

La dégradation du solde des Administrations publiques s'expliquerait par la baisse des recettes provenant du commerce électronique (1,6% du PIB) qui n'est que compensée partiellement (0,55% du PIB) par la hausse de 2 p.p. des trois taux de TVA au 1<sup>er</sup> janvier 2015 ainsi que par la mise en place d'un paquet de consolidation. A cet effet, l'introduction de la contribution de 0,5% et la mise en place du « Paquet pour l'avenir » devrait générer des recettes additionnelles et des baisses de dépenses équivalentes à 0,6% du PIB.

En 2016, le solde budgétaire redeviendrait positif pour atteindre 0,1% du PIB. Cette amélioration s'explique principalement par la hausse des recettes de TVA (amélioration du solde budgétaire de 0,2 p.p. et résultant de l'application du principe des « droits constatés » (ou « accruals »)) ainsi que par la continuation de la mise en place des mesures prévues par le « Paquet pour l'avenir » qui auraient un impact positif sur le solde de l'ordre de 0,3% du PIB.

Le déficit de l'Administration centrale s'élèverait donc à 1,9% du PIB et le surplus de la sécurité sociale afficherait un surplus de l'ordre de 1,6% du PIB. Les Administrations locales afficheraient un excédent de l'ordre de 0,3% du PIB.

71 Concernant les changements dus à l'introduction au SEC2010, voir tableau le 2 ci-dessus

Tableau 28

Soldes budgétaires de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB sauf mention contraire)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2014						PROJECTIONS BCL DÉC. 2014		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ensemble des Administrations publiques	3,3	-0,5	-0,6	0,3	0,1	0,6	0,2	-0,6	0,1
dont Etat central	-0,1	-2,4	-2,4	-1,9	-2,3	-1,1	-1,2	-2,4	-1,9
dont communes	0,5	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,2	0,3
dont sécurité sociale	2,9	2,0	1,6	1,9	1,8	1,6	1,2	1,6	1,6
<b>Projet de budget 2015</b>	--	--	--	--	--	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>

SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES									
Estimation de décembre 2014 de la BCL <sup>(1)</sup>	2,4	0,0	-0,5	0,3	0,5	0,9	0,3	-0,6	0,1
Estimation projet de budget pluri-annual d'octobre 2014							1,0	0,5	0,7

Sources: IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

Note: <sup>(1)</sup> Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.

A l'aune de ces chiffres, on peut constater que si par rapport à un scénario à politique inchangée une amélioration semble se manifester au niveau des soldes des Administrations publiques prises dans leur ensemble, cette amélioration n'empêcherait pas que le solde de l'Administration centrale afficherait toujours un déficit important, de l'ordre de 1,9%, à la fin de l'horizon de projection.

Le Gouvernement serait donc contraint de prendre de nouvelles mesures de consolidation en sus de celles déjà annoncées s'il veut apurer les déficits récurrents de l'Administration centrale, à la lumière du fait que les surplus de la Sécurité sociale sont amenés à diminuer dans les prochaines années.

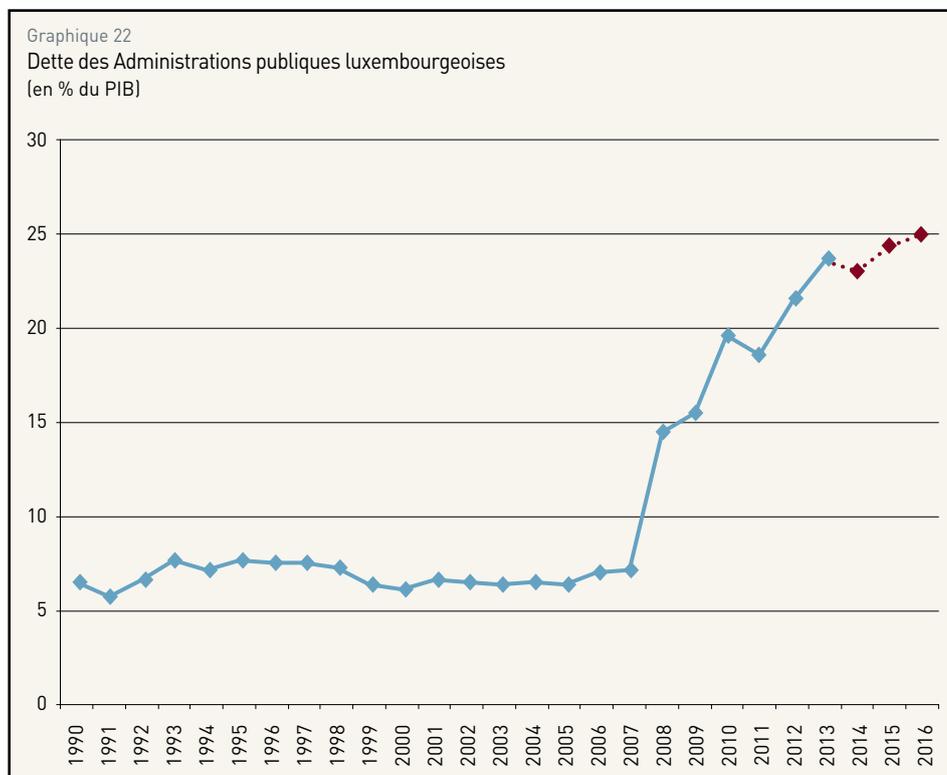
Des mesures additionnelles seraient également nécessaires afin que le Gouvernement puisse atteindre son Objectif à Moyen Terme (OMT) qui correspond à un surplus de 0,5% du PIB (défini en termes structurels) à la fin de la présente législature. Selon les estimations de la BCL, le solde structurel des Administrations publiques enregistrerait un léger surplus de l'ordre de 0,3% en 2014 avant d'enregistrer un déficit de 0,6% du PIB en 2015. Le léger surplus de 0,1% du PIB affiché en 2016 est encore très éloigné du surplus structurel de quelque 1% du PIB recommandé par la BCL pour affronter les défis futurs liés notamment au vieillissement de la population.

Le déficit structurel publié dans le Projet de budget pour 2015, dont la méthodologie diffère en de nombreux points<sup>72</sup> de celle utilisée par la BCL, est en revanche conforme à l'OMT fixé par le Gouvernement, soit un surplus structurel de 0,5% du PIB.

72 Les différences observées dans les soldes structurels entre la méthode du Programme de Stabilité et la Méthode BCL/BCE proviennent des raisons suivantes:

- Dans le programme de stabilité, le solde structurel est la différence entre le solde actuel (nominal) et sa composante cyclique. Cette dernière est le produit de l'output gap (mesuré par la fonction de production) et la semi-élasticité budgétaire. Formellement, si l'élasticité d'une variable y par rapport à une variable x s'écrit:  $(\Delta y / y) / (\Delta x / x)$ , alors la semi-élasticité de y par rapport à x s'écrit:  $(\Delta y / y) / (\Delta x)$ .
- Dans les projections BCL, les élasticités des variables fiscales sont appliquées directement aux composantes cycliques des bases macroéconomiques extraites par le filtre HP (méthode désagrégée). La composante cyclique du solde budgétaire est donc égale à la somme des composantes cycliques de ces variables fiscales.

#### 4.4. LA DETTE PUBLIQUE : ÉVOLUTION RÉCENTE ET PERSPECTIVES



Sources : STATEC, calculs BCL

Après avoir été caractérisé par un niveau bas, de l'ordre de 7% du PIB et une relative stabilité jusqu'en 2007, la dette des Administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse par rapport au PIB particulièrement nette à partir de 2008. Cette augmentation s'explique par la prise de participation de l'Etat dans le capital de Fortis Banque Luxembourg et le financement des déficits récurrents de l'Administration centrale. A la fin de l'année 2013, le ratio s'établissait à 23,6%.

Selon les projections de la BCL, le financement des déficits de l'Administration centrale serait la cause de l'augmentation du ratio de dette par rapport au PIB sur l'horizon de projection de 2014 à 2016. La dette publique atteindrait par conséquent 23,0% du PIB en 2014, 24,3% en 2015 et 25,0% en 2016.

Rappelons que le Gouvernement s'est engagé dans son Programme Gouvernemental à ce que la dette publique ne dépasse pas 30% du PIB.

Même si elle n'est pas incluse dans la dette publique, la garantie financière accordée au groupe Dexia représente un risque pour le niveau de la dette publique si elle était appelée. Le montant maximal de garantie atteint 2,55 milliards d'euros, soit près de 6% du PIB de 2013. Ce risque appelle donc à une prudence supplémentaire.

#### 4.5. LA SIMULATION DES PROJECTIONS DE FINANCES PUBLIQUES AVEC LE SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE DU GOUVERNEMENT

Les projections de la BCL concernant les soldes des Administrations publiques sont plus pessimistes que celles du Gouvernement. Ces divergences peuvent provenir du scénario macroéconomique sous-jacent ou des hypothèses ou projections faites concernant les variables fiscales. La BCL a quantifié leur importance en simulant une projection avec le scénario du Gouvernement.

Pour ce faire, les divergences dans les hypothèses macroéconomiques utilisées dans le Projet de budget et dans les projections de la BCL sont neutralisées dans un premier temps et ce afin de pouvoir ensuite procéder de manière systématique à une comparaison des recettes, des dépenses et *in fine* des soldes entre le Projet de budget et les projections de la BCL. Il s'agit donc d'une comparaison « à hypothèses macroéconomiques identiques » permettant d'isoler l'impact de différentes « hypothèses budgétaires ». Cet exercice est successivement effectué pour les recettes, les dépenses et enfin les

soldes des Administrations publiques. Le tableau ci-dessous reprend les principaux résultats de cette simulation.

Tableau 29

**Résultats de simulation (en % du PIB)**

		2014	2015	2016
Soldes Administration publiques (BCL)	1	0,2	-0,6	0,1
Soldes Administration publiques (Projet de budget 2015)	2	0,2	-0,2	0,6
Soldes simulés (BCL avec hypothèses macro du projet de budget)	3	0,2	-0,4	0,6
Différence entre soldes BCL et projet de budget	4=1-2	0,0	-0,4	-0,5
dont dues aux différences des hypothèses macro	5=1-3	0,0	-0,2	-0,5
dont dues aux différences des hypothèses fiscales	6 = 4-5 = 7+8	0,0	-0,2	0,0
dont écart sur le volet des recettes	7	0,0	-0,4	n.d.
dont écart sur le volet des dépenses	8	0,0	-0,2	n.d.

Source: calculs BCL

Les lignes (1) et (2) du tableau 29 affichent les soldes budgétaires tels que présentés dans les projections de finances publiques de la BCL (ligne 1) et du Projet de budget (ligne 2).

A la lecture des différences obtenues entre les deux jeux de projections (ligne 4), on observe que les projections de la BCL sont moins favorables que celles affichées dans le projet de budget, à concurrence de respectivement 0,4% et 0,5% du PIB en 2015 et 2016.

Les soldes obtenus par la BCL avec les hypothèses macroéconomiques du Gouvernement sont renseignés à la ligne (3): ils permettent de déduire les écarts entre les deux jeux de données imputables, d'une part, aux seules finances publiques (ligne 6), soit une différence de 0,2% du PIB en 2015 et de 0% du PIB en 2016, tandis que, d'autre part, la ligne (5) du tableau permet de dégager par déduction les écarts dus aux divergences macroéconomiques. Selon la BCL, les écarts sur les soldes dus aux variables macroéconomiques contribuent pour 0,2% du PIB à la différence obtenue entre les deux jeux de données en 2015 et 0,5% du PIB en 2016.

La ligne 8 du tableau indique que les écarts attribuables à des hypothèses budgétaires divergentes sont assez faibles sur le versant des dépenses, la BCL étant un peu plus optimiste en 2015 (0,2% du PIB) ; le projet de budget se montre plus optimiste sur le volet des recettes, prévoyant 0,4% du PIB de recettes de plus que la BCL pour 2015 (ligne 7 du tableau). Aucune différence significative n'apparaît pour 2014 entre les deux jeux de données, ni sur les recettes, ni sur les dépenses. Pour l'année 2016, la BCL constate que les données publiées dans le programme pluriannuel du projet de budget ne permettent pas de calculer la part dans le PIB des recettes et des dépenses au niveau des Administrations publiques.

## 5. LE TEST DE ROBUSTESSE DES FINANCES PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

Les projections de la BCL et du Gouvernement en matière de finances publiques dépendent de leur scénario macroéconomique sous-jacent respectif. Les évolutions effectives pourraient toutefois s'écarter de ces hypothèses/projections et, en conséquence, le solde des Administrations publiques pourrait également s'écarter de sa trajectoire anticipée.

Dans cette partie, nous proposons une analyse de risque en soumettant les projections de finances publiques à un test de robustesse. Pour ce faire, nous remplaçons le scénario macroéconomique sous-jacent par un scénario alternatif caractérisé par une série de « chocs ». Afin de limiter les choix arbitraires, nous avons adopté les chocs macroéconomiques que l'Autorité bancaire européenne (ABE) et le Mécanisme de supervision unique (MSU) ont retenus lors des tests de résistance appliqués aux banques en 2014<sup>73</sup>. L'évaluation des résultats est faite d'abord par une simulation à l'aide de l'outil de projection de la BCL et ensuite par l'exercice classique des semi-élasticités.

### 5.1. LE SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE DU TEST DE RÉSISTANCE APPLIQUÉ AUX BANQUES

Le test de résistance des banques consistait à incrémenter un scénario de base, en l'occurrence le scénario macroéconomique de la Commission européenne (CE) de mai 2014, d'une série de chocs sur plusieurs variables. Le scénario macroéconomique de la CE n'étant plus d'actualité, nous appliquons les chocs au scénario macroéconomique sous-jacent au projet de budget. Le tableau 30 présente le scénario alternatif pour une série de variables<sup>74</sup>.

Tableau 30

#### Définition du scénario macroéconomique alternatif

	SCÉNARIO DE BASE DU PROJET DE BUDGET (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)		CHOCS (EN P.P.)		SCÉNARIO ALTERNATIF (EN %)	
	2015	2016	A_1	A_2	2015	2016
PIB nominal	4,0	5,7	-2,6	-4,5	1,3	1,0
PIB réel	2,7	3,7	-2,6	-4,3	0,0	-0,8
Déflateur du PIB	1,3	1,9	0,0	-0,2	1,3	1,7
Excédent brut d'exploitation	6,5	6,7	-6,5	-10,8	-0,4	-4,8
Masse salariale	5,1	5,2	0,0	-0,3	5,1	4,8
Déflateur de la consommation privée	2,1	1,7	0,0	-0,2	2,1	1,5
Echelle mobile des salaires	1,9	1,8	0,0	-0,2	1,9	1,6
Emploi	2,1	2,3	0,0	-0,1	2,1	2,2
Nombre de chômeurs	3,5	-10,8	0,0	0,1	3,5	-10,7
Consommation privée	1,1	3,7	-2,6	-4,3	-1,5	-0,8
Marchés boursiers	4,1	-2,4	-18,2	-15,8	-14,8	-17,8
Taux d'intérêt à court terme	0,1	0,2	1,0	0,8	1,1	1,0
Taux d'intérêt à long terme	1,0	1,3	1,5	1,1	2,5	2,4

Sources: ABE/MSU, *Projet de budget 2015, calculs BCL.*

A titre d'exemple, dans le scénario alternatif, le PIB réel connaîtrait une correction imprévue par rapport au scénario de base de 2,6 p.p. durant la première année et de 4,5 p.p. dans la deuxième année ce

<sup>73</sup> Les résultats de ces tests ont été publiés le 26 octobre et les 6 banques luxembourgeoises soumises l'ont réussi.

<sup>74</sup> Pour les détails de la spécification du scénario de choc, voir la note de l'ABE/MSU sous [http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140430\\_Adverse-scenario\\_2014-EBA-stress-test.pdf](http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140430_Adverse-scenario_2014-EBA-stress-test.pdf).

qui, en cumulé, représente une correction d'approximativement 7 p.p.. Appliqué au scénario macroéconomique du Gouvernement, l'hypothèse ajustée du taux de croissance du PIB réel ne serait plus que de 0,0% (au lieu de 2,7%) en 2015 et de -0,8% (au lieu de 3,7%) en 2016. Un tel choc est évidemment très sévère et très rare, mais il convient de remarquer que ce scénario demeurerait plus favorable que celui observé en 2009 lorsque le PIB réel avait chuté de 5%.

## 5.2. LE SCÉNARIO ADVERSE AVEC L'OUTIL DE LA BCL

Le scénario adverse est une extension de la simulation présentée au chapitre précédent dans lequel nous avons utilisé le scénario macroéconomique du Gouvernement pour générer des projections de finances publiques avec l'outil de la BCL. Dans cette partie, nous répétons cet exercice mais sur base du scénario adverse. La différence entre les deux simulations fournit alors l'impact sur les finances publiques imputable aux chocs et selon l'outil de la BCL. Les résultats sont présentés dans le tableau 31.

Les lignes (1) et (2) du tableau 31 représentent les soldes budgétaires tels que repris respectivement du Projet de budget 2015 et des projections de décembre 2014 de la BCL.

La ligne (3) du tableau représente les soldes budgétaires que la BCL obtiendrait si elle avait utilisé le scénario macroéconomique tel que défini dans le Projet de Budget. Cette ligne est identique à la ligne 3 du tableau 29.

La ligne (4) du tableau représente les soldes budgétaires obtenus par la BCL en modifiant les hypothèses macroéconomiques du projet de budget 2015 avec les chocs du test de résistance. La ligne (5) montre l'impact exclusivement dû à la sévérité du test de résistance et synonyme d'une détérioration des soldes budgétaires de 0,7% du PIB en 2015 et de 1,7% du PIB en 2016.

Pour finaliser l'exercice, nous appliquons l'impact du test de résistance (ligne 5) sur les soldes affichés par le projet de budget (ligne 1) pour en conclure que le déficit de 0,2% du PIB obtenu en 2015 passerait à 0,9% du PIB et que le surplus de 0,6% du PIB projeté pour 2016 se transformerait en un déficit de 1,1% du PIB.

Tableau 31

### Impact du choc macroéconomique sur les soldes des Administrations publiques (en % du PIB)

		2014	2015	2016
Projet de budget 2015	1	0,2	-0,2	0,6
Projections BCL	2	0,2	-0,6	0,1
Projections BCL avec scénario macro du projet de budget	3	0,2	-0,4	0,6
Projections BCL avec scénario macro du projet de budget et test de résistance	4	0,2	-1,1	-1,1
Impact du test de résistance = (4) - (3)	5 = 4 - 3	-	-0,7	-1,7
Projet de budget 2015 augmenté de l'impact du test de résistance = (1) + (5)	6 = 1 + 5	0,2	-0,9	-1,1

Sources: *Projet de budget, calculs BCL.*

La semi-élasticité implicite à cet exercice, qui se calcule en divisant l'impact sur les soldes par le choc sur le PIB réel, est de 0,25 (l'impact de 1,7% en 2016 sur le solde divisé par le choc sur le PIB réel de 6,9), ce qui est faible au regard des semi-élasticités du solde budgétaire par rapport à l'écart de production affichées au niveau européen<sup>75</sup>. L'origine de cet impact comparativement atténué sur le solde

75 Voir note de page 75 ci-dessous

des finances publiques est à chercher dans la spécification du test de résistance et de sa transmission modique au marché de l'emploi.

### 5.3. L'EXERCICE STANDARDISÉ AVEC SEMI-ÉLASTICITÉS

Un exercice plus standard afin d'évaluer les risques pesant sur les projections des finances publiques consiste à appliquer une semi-élasticité fixe au choc préconisé sur le PIB réel. Pour mémoire, l'impact négatif sur le PIB réel est de respectivement 2,6% en 2015 et de 4,3% (6,9% en cumulé) en 2016 (voir tableau 30).

Cet exercice considère, d'une part, la semi-élasticité utilisée par la BCL dans le cadre de ses projections (égale à 0,33)<sup>76</sup> et, d'autre part, celle utilisée par la Commission européenne (égale à 0,47)<sup>77</sup>.

Tableau 32

#### Résultats de la simulation

	2014	2015	2016
Solde des Administrations publiques - Projet de budget 2015 (en % du PIB)	0,2	-0,2	0,6
Choc sur le PIB réel dans le test de résistance	-	-2,6	-4,3
Choc cumulé sur le PIB réel dans le test de résistance	-	-2,6	-6,9
Impact du choc sur le solde avec une semi-élasticité du solde budgétaire de 0,33		-0,9	-2,3
Impact du choc sur le solde avec une semi-élasticité du solde budgétaire de 0,47		-1,2	-3,2
Solde des Administrations publiques après le choc (semi-élasticité de 0,33) (en % du PIB)	0,2	-1,1	-1,7
Solde des Administrations publiques après le choc (semi-élasticité de 0,47) (en % du PIB)	0,2	-1,4	-2,6
Solde des Administrations publiques après le test de résistance appliqué aux banques (en % du PIB)	0,2	-0,9	-1,1

Source: calculs BCL.

Pour 2015, le solde budgétaire afficherait un déficit de 1,1% (semi-élasticité de 0,33) ou de 1,4% (semi-élasticité de 0,47), à comparer avec un déficit de 0,9% du PIB résultant de l'application du test de résistance. Une conclusion similaire s'impose pour l'année 2016, pour laquelle les déficits budgétaires respectifs sont de 1,7%, 2,6% et 1,1% du PIB.

### 5.4. CONCLUSIONS

Les tests de robustesse présentés dans cette partie ont permis de mettre en lumière que les soldes des Administrations publiques luxembourgeoises subiraient une dégradation d'une ampleur importante en cas de retournement de la croissance économique. Pour un scénario adverse identique à celui retenu pour le test de résistance appliqué aux banques – certes sévère mais moins grave que celui observé lors de la récession de 2008/2009 – le déficit public à un horizon de 2016 pourrait se rapprocher de 2% du PIB.

<sup>76</sup> Pour plus d'informations, voir: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp077.pdf>

<sup>77</sup> Pour plus d'informations, voir page 32: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2013/pdf/ecp478\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp478_en.pdf)

## 6. L'INCERTITUDE ENTOURANT L'ESTIMATION DES SOLDES STRUCTURELS

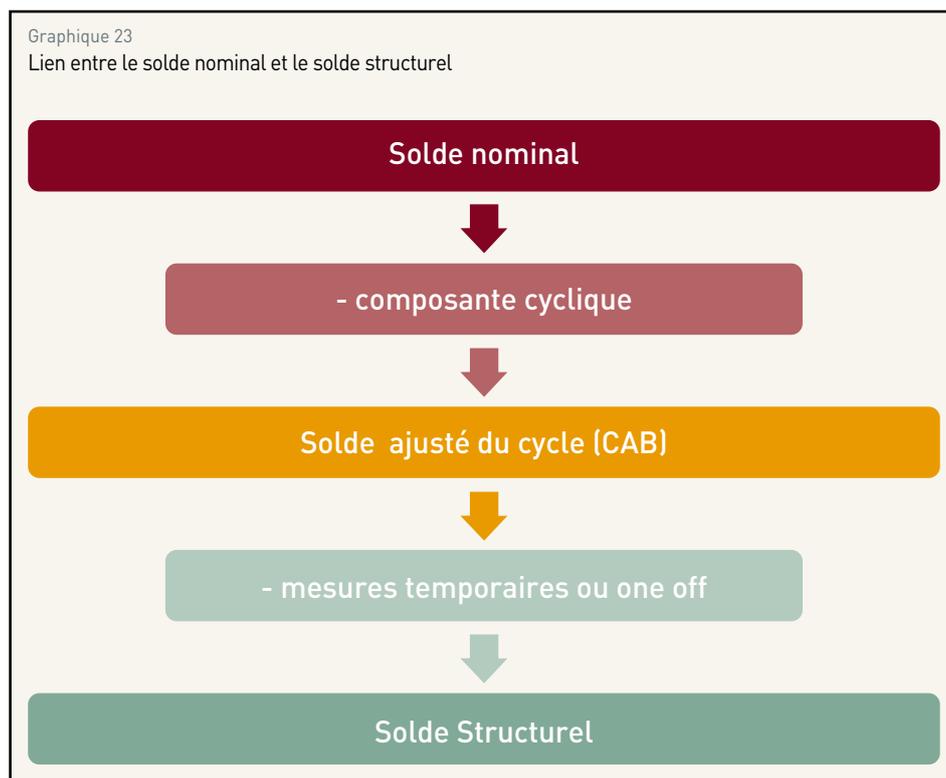
Le solde structurel est le solde excluant l'évolution cyclique et l'impact de mesures temporaires et non-récurrentes. Ce concept de solde structurel est utilisé dans la gouvernance européenne en matière de finances publiques. La notion de solde structurel est en effet considérée comme la pierre angulaire du cadre législatif européen lorsqu'on évoque des concepts tels que « la règle d'or », le « mécanisme de correction d'erreur » devant être activé de manière automatique dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance, ou encore l'ajustement structurel requis par les Etats membres dans le volet correctif de ce même Pacte de stabilité et de croissance.

En effet, on constate depuis longtemps que les soldes budgétaires effectifs (nominaux) varient au gré de la conjoncture économique : les soldes tendent à s'améliorer en période de haute conjoncture et à se détériorer dans le cas contraire.

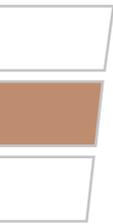
Dans l'Union européenne, le fait de ne pas avoir entrepris d'efforts de consolidation lorsque la conjoncture s'y prêtait nous a souvent montré combien il était douloureux de mettre en œuvre ces efforts d'ajustement lorsque la situation était économiquement défavorable. Or, l'utilisation des soldes structurels dans la surveillance des finances publiques aurait permis de mettre en lumière des situations budgétaires sous-jacentes moins favorables, ainsi qu'un besoin d'ajustement en temps opportuns.

Un autre aspect lié à la nécessité d'utiliser le concept de soldes structurels tient au fait qu'une série de Gouvernements de l'Union européenne ont eu tendance à mettre en œuvre des mesures temporaires (ou « one-off ») qui n'ont pour effet que d'améliorer de manière ponctuelle et non-permanente la position budgétaire d'un Etat. Les deux éléments précités, à savoir les effets de la conjoncture et la mise en œuvre de mesures temporaires, différencient précisément les soldes effectifs des soldes structurels.

Graphique 23  
Lien entre le solde nominal et le solde structurel



Source : BCL



Le graphique ci-dessus illustre bien les différentes étapes du passage du solde nominal (effectif) vers le solde structurel.

Le tableau 33 reprend les soldes structurels pour le Luxembourg selon diverses institutions (partie 1 du tableau). Les écarts observés entre les différents soldes structurels estimés sont considérables. Selon les estimations de la BCL, le surplus structurel des Administrations publiques s'élèverait à 0,3% en 2014 et se transformerait en un déficit de 0,6% du PIB en 2015, puis un modique surplus de 0,1% en 2016. Les estimations issues de la présentation du Projet de budget pour 2015 prévoient quant à elles un surplus structurel des Administrations publiques de respectivement 1,0 % du PIB en 2014, 0,5% du PIB en 2015 et de 0,7% du PIB en 2016. La Commission européenne, dans ses prévisions d'automne 2014, présente des résultats plus proches de ceux affichés dans le Projet de budget (pour les années 2014 et 2015) avec un surplus structurel de l'ordre de respectivement 1,1% et 0,4% du PIB en 2014 et 2015, ainsi qu'un déficit de 0,1% en 2016.

On constate également qu'une différence d'environ 0,4 p.p. de PIB sépare les soldes structurels des soldes primaires structurels ainsi que les soldes effectifs des soldes primaires effectifs.

Cette différence entre les deux concepts provient du fait que les charges d'intérêts payées par le Luxembourg sur sa dette publique sont de l'ordre de 0,4% du PIB. Cette différence observée entre le solde effectif et solde primaire (équivalente aux charges d'intérêts) est relativement faible dans une comparaison internationale.

Il faut également noter que les charges d'intérêts payées sur la dette sont exclues dans le calcul de la composante cyclique du solde budgétaire car n'étant pas soumises aux aléas de la conjoncture.

L'important écart entre les estimations de soldes structurels ne résulte qu'en partie de différences dans les projections de soldes effectifs, comme l'illustre la partie 2 du tableau. A titre d'exemple, les soldes effectifs de la BCL, du Projet de budget 2015 et de la Commission européenne sont similaires pour 2014 (affichant tous un surplus effectif de l'ordre de 0,2% du PIB). Or le solde structurel varie, pour ce qui concerne les prévisions les plus récentes, entre un surplus de 1,1% du PIB selon les estimations de la Commission et de 0,3% du PIB selon les estimations de la BCL. Ces divergences dans les soldes structurels s'expliquent par l'utilisation, par les diverses institutions mentionnées dans le tableau, de méthodologies distinctes concernant l'estimation de la composante cyclique.

Tableau 33

**Soldes structurels, effectifs et écarts cycliques selon diverses institutions (en % du PIB)**

		1. SOLDES STRUCTURELS (% DU PIB)			
		2013	2014	2015	2016
Comité de Prévision	Mar-14	1,7	1,4	-0,8	-0,7
Gouvernement/Pr. Stab.	Apr-14	1,7	1,3	0,2	0,5
Gouvernement/Pr. Budget	Oct-14		1,0	0,5	0,7
Commission européenne	Nov-14	2,0	1,1	0,4	-0,1
BCL	Nov-14	0,9	0,3	-0,6	0,1
BCL: Solde primaire structurel	Nov-14	1,4	0,7	-0,1	0,5

		2. SOLDES EFFECTIFS (% DU PIB)			
		2013	2014	2015	2016
Comité de Prévision	Mar-14	0,1	0,1	-1,6	-0,9
Gouvernement/Pr. Stab.	Apr-14	0,1	0,1	-0,5	0,2
Gouvernement/Pr. Budget	Oct-14	0,6	0,2	-0,2	0,6
Commission européenne	Nov-14	0,6	0,2	-0,4	-0,6
BCL	Nov-14	0,6	0,2	-0,6	0,1
BCL: Solde primaire effectif	Nov-14	1,1	0,7	-0,2	0,5

		3. = 2.-1. COMPOSANTES CYCLIQUES (% DU PIB)			
		2013	2014	2015	2016
Comité de Prévision	Mar-14	-1,6	-1,3	-0,8	-0,2
Gouvernement/Pr. Stab.	Apr-14	-1,6	-1,2	-0,7	-0,3
Gouvernement/Pr. Budget	Oct-14		-0,8	-0,7	-0,1
Commission européenne	Nov-14	-1,4	-0,9	-0,8	-0,5
BCL	Nov-14	-0,3	0,0	-0,1	0,0

Sources: *Projet de budget 2015, Commission européenne, Comité de prévision, calculs BCL*

**Différences méthodologiques**

A quelques nuances près, le Comité de prévision, le Programme de stabilité, le Projet de budget 2015 et la Commission européenne utilisent la méthode de la Commission.

La méthode de la Commission et du Projet de budget consiste à estimer l'écart de production, soit l'écart entre le niveau effectif et le niveau potentiel du PIB réel, en niveau. Cet écart de production, estimé de manière agrégée, c'est-à-dire sur la base du seul PIB, est calculé au moyen de la méthode de la fonction de production, qui consiste à estimer le niveau potentiel au moyen d'une forme fonctionnelle de la fonction de production et de séries sur les inputs de production. Elle exige une estimation de la productivité totale des facteurs. Cet écart de production est ensuite multiplié par la semi-élasticité du solde budgétaire par rapport à l'écart de production (estimée à 0,47 selon la méthode utilisée par la Commission) pour déduire la composante cyclique du solde budgétaire.

La BCL recourt quant à elle à une méthode dite « désagrégée », élaborée par le Système Européen des Banques Centrales (SEBC). Cette méthode ne repose pas sur le PIB en tant que tel. La méthode SEBC cible cinq bases macroéconomiques, présentant une proximité bien plus grande avec les agrégats budgétaires (impôts et allocations de chômage) que le PIB. Ces cinq bases macroéconomiques sont (i) le nombre total d'employés; (ii) le salaire moyen des employés; (iii) les dépenses de consommation finale des ménages; (iv) l'excédent brut d'exploitation et (v) le nombre de chômeurs. Ces cinq bases



sont lissées au moyen de la méthode de Hodrick-Prescott. Les écarts entre les séries effectives et les séries tendanciennes (séries « Hodrick-Prescott ») correspondantes sont ensuite dégagés.

Les impacts de ces écarts sur les principaux postes budgétaires susceptibles d'être influencés par la conjoncture, à savoir (i) les impôts directs payés par les ménages; (ii) les impôts directs payés par les entreprises; (iii) les taxes indirectes; (iv) les cotisations sociales et (v) les prestations sociales liées au chômage, sont ensuite dégagés individuellement au moyen de coefficients d'élasticité. L'impact total sur ces cinq postes budgétaires est la composante cyclique du solde des Administrations publiques.

### **Conclusions**

À l'aune des chiffres présentés ci-dessus, soulignant la volatilité des soldes structurels en fonction de la méthode utilisée, il est impératif que le Gouvernement se dote d'une marge de manœuvre suffisante lorsque les objectifs budgétaires sont définis en termes structurels tel que c'est le cas dans la Gouvernance européenne (OMT, effort structurel à réaliser pour les Etats n'ayant pas atteint leur OMT dans le volet préventif du SGP, effort de consolidation requis pour les Etats en procédure de déficit excessif/volet correctif du SGP).

Selon le Projet de budget, les soldes structurels attendus sont conformes à l'Objectif à Moyen Terme (OMT) fixé par le Gouvernement et ce pour tout l'horizon de projection (jusque 2018), soit un surplus structurel de 0,5% du PIB. Ceci n'est pas le cas lorsque la méthode de la BCL est utilisée. De plus, le surplus structurel de 0,1% du PIB projeté par la BCL pour l'année 2016 est encore très éloigné du surplus structurel de l'ordre de 1% du PIB recommandé par cette dernière. En raison de la forte volatilité des recettes publiques luxembourgeoises et de leur vulnérabilité, ainsi que des importants défis liés au vieillissement de la population, qui hypothèquent la soutenabilité des finances publiques luxembourgeoises, un objectif budgétaire à moyen terme supérieur à 0,5% du PIB s'impose.

## 7. LES FINANCES DES ADMINISTRATIONS LOCALES

Si le projet de budget 2015 concerne essentiellement les finances de l'Administration centrale, il ne faut pas pour autant négliger les Administrations locales.

Tableau 34

Evolution du solde des Administrations locales (en millions d'euros et en % du PIB)

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015B
-0,5	-28,5	-91,3	71,3	138,6	169,8	-49,0	64,2	132,4	227,8	85,7	44,9	-53,5
0,0%	-0,1%	-0,3%	0,2%	0,4%	0,5%	-0,1%	0,2%	0,3%	0,5%	0,2%	0,1%	-0,1%

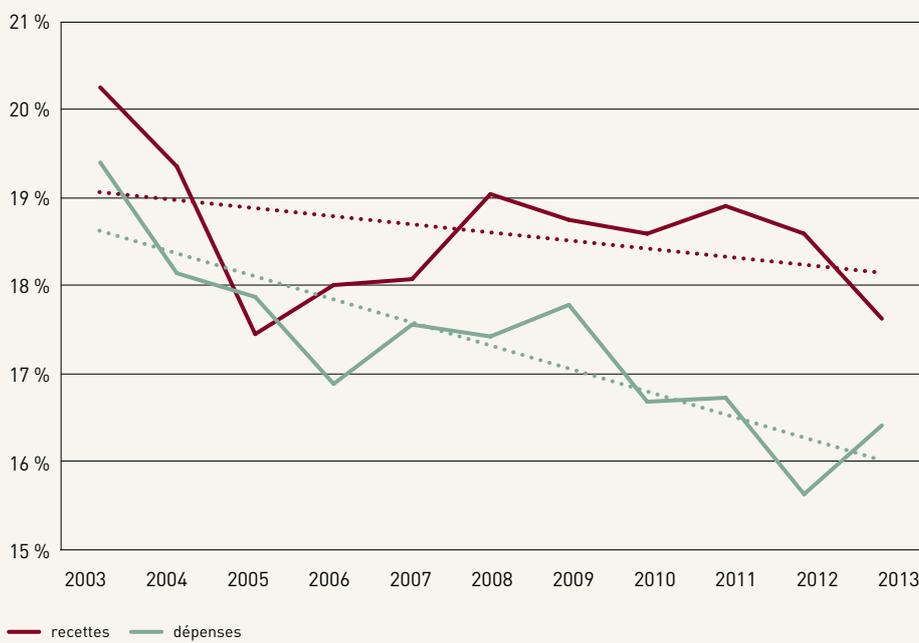
Sources: STATEC, projet de budget 2015, calculs BCL.

Il ressort du tableau ci-dessus que les Administrations locales présentent un surplus depuis 2010, mais qu'un léger déficit est prévu pour 2015. Face à ce constat, plusieurs remarques s'imposent.

Premièrement, alors qu'un déficit est prévu pour 2015, les montants des dépenses et des recettes demeurent, en revanche, inconnus. Comme la BCL l'a déjà mentionné, il est anormal que les comptes des Administrations locales ne soient pas disponibles lors de l'établissement du budget de l'Etat, et que, par ailleurs, aucune estimation au-delà de 2015 ne soit réalisée. L'article 129 bis de la loi du 30 juillet 2013 modifiant la comptabilité communale prévoit l'introduction d'un « plan pluriannuel de financement qui porte au moins sur les trois exercices financiers qui suivent l'exercice pour lequel le budget est établi. Ce plan consiste en un état prévisionnel par exercice financier des recettes et des dépenses.../... Le collège des bourgmestres et échevins tient le plan pluriannuel de financement à jour en fonction de l'évolution des paramètres macro- et microéconomiques. Ce plan sert de base à l'établissement du budget. ». La réforme de la comptabilité communale doit aller de pair avec une clôture des comptes et une transmission au service de contrôle plus rapide. Il est à espérer que le retard de remise des comptes se réduira avec le temps et qu'il n'est en ce moment dû qu'à un manque de pratique de la nouvelle comptabilité et à une transmission tardive des prévisions fiscales et macroéconomiques servant à l'établissement du plan pluriannuel<sup>78</sup>.

78 Ce retard étant une conséquence des élections législatives anticipées.

Graphique 24  
Ratio des recettes et des dépenses des Administrations locales sur les recettes de l'Administration centrale (en %)



Sources : STATEC, calculs BCL

Deuxièmement, un certain nombre de mesures contenues dans le paquet d'avenir auront des conséquences financières pour les Administrations locales. C'est notamment le cas de la suppression de la contribution de l'Etat aux majorations biennales des fonctionnaires du secrétariat et de la recette communale. Cette mesure est évaluée à 15 millions d'euros. Une autre mesure est l'augmentation de la contribution de certaines communes au fonds pour l'emploi. Les communes concernées sont celles dont le montant par résident des rentrées d'impôt commercial communal diminuées de leur contribution au Fonds pour l'emploi dépasse trois fois la moyenne nationale. L'excédent sera versé intégralement au Fonds pour l'emploi, sans pour autant dépasser le montant de 12 millions d'euros. Enfin une mesure *a priori* neutre est la non prise en compte de l'augmentation de la TVA au 1<sup>er</sup> janvier 2015 pour le calcul des dotations futures du Fonds Communal de Dotations Financières (FCDF) aux communes et de l'affectation d'une partie de l'augmentation de la TVA au financement de l'établissement public chargé de la gestion des services de secours. Pour 2015, le montant alloué au service de secours s'élève à 25 millions d'euros. Cependant, le montant des dépenses relatives à cette réforme n'est pas encore connu.

Le graphique suivant représente l'évolution du ratio des recettes des Administrations locales aux recettes de l'Administration centrale. Il en ressort que depuis la réforme fiscale de 2002, ce ratio tend à diminuer au fil du temps. Cependant, en comparaison avec les dépenses, il diminue à un rythme moins important. Le taux de croissance annuel moyen des recettes des Administrations locales sur la période 2003-2013 est de 4,6% alors que celui des dépenses est de 4,3%.

En conclusion, les Administrations locales doivent contribuer aux efforts budgétaires puisqu'elles font partie du secteur des Administrations publiques dont le solde est soumis aux exigences européennes.

## 8. LES ÉLÉMENTS ADDITIONNELS

### 8.1. LA TRÉSORERIE DE L'ÉTAT ET LE FONDS DE LA DETTE

#### La Trésorerie de l'Etat

Au 31 décembre 2013, date qui correspond au dernier bilan que la BCL a à sa disposition, la valeur des actifs et des passifs de l'Etat s'établissait à 6,933 milliards d'euros.

Le passif est principalement composé des différents emprunts obligataires et bancaires à charge de l'Etat, qui en date du 31 décembre 2013 atteignaient 7,282 milliards (6,05 milliards pour les obligations et 1,2 milliard d'emprunts bancaires effectuées auprès de la BCEE). L'encours des emprunts à court terme de la Trésorerie en date du 31 décembre 2013 était égal à zéro.

A noter que la dette émise (obligations et emprunts) afin de soutenir le secteur bancaire en 2008 (2,3 milliards d'euros) est isolée de la dette émise et servant «à combler» les déficits budgétaires successifs. Concernant ce point, le rapport de la Trésorerie pour l'année 2012 mentionne « A partir de 2009, la présentation du bilan financier a été modifiée en ce sens que les emprunts émis en octobre et décembre 2008 (2,3 milliards) en vue du financement de la prise de participation de l'Etat dans BGL S.A. ne figurent désormais plus sous cette rubrique mais ont été transférés à la rubrique B. Passif immobilisé sous-rubrique 2. Fonds de tiers, ceci pour bien souligner l'emploi qu'a été fait de cet argent emprunté qui n'a ni servi à alimenter les Fonds spéciaux ni à financer le déficit budgétaire de 2008. Dans un cas de figure idéal, le remboursement de cette dette serait logiquement couvert par le produit de vente de ces mêmes participations».

A la lecture de cette dernière phrase, la BCL s'interroge si ce n'est pas limiter ses ambitions légitimes que de définir comme idéal un cas de figure où l'on ne ferait que récupérer le montant initialement investi.

Du côté des actifs, outre les participations de l'Etat valorisées à 4,502 milliards, on retrouve les avoirs liquides de la Trésorerie, détenus auprès de la BCEE. Ceux-ci se composent principalement d'avoirs en compte courant (25,3 millions d'euros) et en compte à terme adjugés (1,152 milliard d'euros). A noter aussi que la Trésorerie avait à son actif un portefeuille obligataire BCEE pour un montant de 123,8 millions d'euros.

Les créances de l'entreprise Post Luxembourg sur l'Etat (montants déposés via la BCEE), contrebalancés par les avoirs de l'Etat sur CCP, pour un montant de 884 millions d'euros sont comptabilisées hors bilan.

A la lecture de ces chiffres, il est extrêmement délicat de tirer des conclusions concernant les passifs à très court terme utilisés par la Trésorerie afin d'assurer sa gestion journalière (paiements des frais journaliers de l'Etat, salaires des fonctionnaires). De même, il n'est pas possible d'évaluer dans quelle mesure l'Etat pourrait se trouver à court de liquidités pour assurer le fonctionnement de ses services, ces chiffres datant pour rappel de fin 2013. Seule la publication mensuelle de ce bilan autoriserait une analyse en détail permettant d'appréhender l'évolution de la situation financière de l'Etat<sup>79</sup>.

<sup>79</sup> Il est également difficile d'interpréter les fluctuations affichées par certaines lignes budgétaires i.e. « Intérêts de fonds en dépôts » publiées dans les différents projets de Budget et de les réconcilier avec les informations incluses dans les bilans successifs de la Trésorerie.

Tableau 35

**Bilan financier de l'Etat sur base du compte général 2012 et sur base des actifs et passifs recensés par la Trésorerie de l'Etat au 31 décembre 2013**

A. ACTIF CIRCULANT	2 425 840 285	A. PASSIF CIRCULANT	2 425 840 285
<b>1. Actif circulant liquide, disponible pour la gestion de trésorerie journalière</b>	<b>1 277 245 006</b>	<b>1. FONDS PROPRES DE L'ETAT (= RESERVES PRIMAIRES DE L'ETAT)</b>	<b>-3 492 049 513</b>
1.1. Trésorerie de l'Etat	1 277 245 006	<b>Réserves arrêtées et retraçables au compte général</b>	
1.1.1. Compte courant BCEE	25 265 550	1.1. Fonds spéciaux de l'Etat	1 398 374 675
1.1.2. Compte courant BCEE (port.oblig.)	6 737	1.2. Solde opérationnel (=réserve budgétaire actuelle)	79 776 707
1.1.3. Compte courant BCLX	488 412	<b>Réserves non arrêtées et non retraçables au compte général</b>	
1.1.4. Dépôts bancaires à terme adjudés	1 152 123 813	1.3. Réserves disponibles des Services de l'Etat à gestion séparée	75 263 427
1.1.5. Dépôts bancaires à terme non adjudés	0	1.4. Fonds nécessaires au remboursement des titres de dette émis par l'Etat	-5 045 464 321
1.1.6. Montant net à recevoir de l'EPT dans le cadre des CCP de l'Etat	-24 458 460	<b>2. FONDS DE TIERS (= Fonds déposés + Fonds empruntés)</b>	<b>5 917 889 797</b>
1.1.7. Portefeuille obligataire BCEE (valeur de marché)	123 818 955	2.1. Dépôts de tiers auprès de l'Etat	872 425 476
<b>2. Actif circulant non liquide, indisponible pour la gestion de trésorerie journalière</b>	<b>1 148 595 279</b>	2.2. Titres de dette émis par l'Etat	5 045 464 321
2.1. Trésorerie de l'Etat	1 145 356 051	2.2.1. Bons du Trésor	63 464 321
2.2. Administrations fiscales	914 392	2.2.2. Dette publique	4 982 000 000
2.3. Comptables extraordinaires	885 364	Emprunts obligataires	4 050 000 000
2.4. Services de l'Etat à gestion séparée (SEGS)	1 439 472	Prêts bancaires à moyen et long terme	932 000 000
<b>B. ACTIF IMMOBILISE ACQUIS PAR DEPENSE BUDGETAIRE</b>	<b>4 507 947 706</b>	Prêts bancaires à court terme	0
1.1. Participations de l'Etat	4 502 911 038	<b>B. PASSIF IMMOBILISE</b>	<b>4 507 947 706</b>
1.2. Octrois de crédits par l'Etat	5 036 668	1. FONDS PROPRES DE L'ETAT (= RESERVES SECONDAIRES DE L'ETAT, acquises par dépense budgétaire)	2 207 947 706
<b>TOTAL ACTIFS FINANCIERS</b>	<b>6 933 787 991</b>	2. FONDS DE TIERS (= Fonds empruntés en vue du financement des participations dans le cadre de la crise économique et financière)	2 300 000 000
<b>C. AVOIRS DE L'ETAT SUR CCP</b>	<b>884 147 309</b>	2.1. Emprunts obligataires	2 000 000 000
		2.2. Prêts bancaires	300 000 000
		<b>TOTAL PASSIFS FINANCIERS</b>	<b>6 933 787 991</b>
		<b>C. CREANCE DE L'ENTREPRISE DES P&amp;T SUR L'ETAT (= montants déposés via BCEE)</b>	<b>884 147 309</b>

Source: Trésorerie de l'Etat: rapport d'activité 2013

La BCL ne peut donc qu'encourager les services de la Trésorerie à publier davantage d'informations de manière à assurer une plus grande transparence au niveau des flux financiers mensuels effectués par le Trésor. Une transparence accrue augmenterait notamment la visibilité quant aux besoins de recourir à un endettement bancaire à court terme.

La BCL propose également que le bilan de la Trésorerie devienne désormais un document à part entière, qui serait inclus dans les actualisations successives du Programme de stabilité et de convergence (PSC) ainsi que dans la publication des programmes budgétaires annuels et pluriannuels.

## Le Fonds de la dette

Aux termes de la loi du 24 décembre 1999 (article 13) concernant le budget des recettes et dépenses pour l'exercice 2000, les avoirs du fonds de la dette sont destinés aux paiements des intérêts et au remboursement des emprunts et certificats de trésorerie émis par l'Etat. Le Fonds de la dette est alimenté par les crédits inscrits au budget de l'Etat.

Tableau 36

### Situation du Fonds de la dette

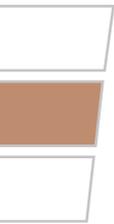
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Avoir début	14,8	148,4	80,2	10,6	53,4	56,0	58,7	62,6	68,5
- Alimentation Normale	144,7	143,6	145,8	228,8	233,1	234,6	240,8	252,7	251,0
amortissements dette	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0		
bons du trésor	15,7	14,6	15,8	10,0	18,1	19,6	20,8	17,7	16,0
intérêts	129,0	129,0	130,0	218,8	215,0	215,0	220,0	235,0	235,0
- Alimentation Supplémentaire	133,6	0,0	0,0	2 050,0	0,0	0,0	400,0	132,0	700,0
amortissement de la dette à financer par emprunt	133,6	-	-	2 000,0			400,0	132,0	700,0
intérêts	-	-	-	50,0					
Recettes	278,3	143,6	145,8	2 278,8	233,1	234,6	640,8	384,7	951,0
Dépenses	144,7	211,8	215,4	2 236,1	230,4	232,0	636,9	378,8	945,1
intérêts emprunts "classiques"	54,0	121,3	121,3	143,8	211,5	212,3	216,1	229,1	229,1
intérêts emprunts Fortis (3,75%)	75,0	75,0	75,0	75,0	0,0	0,0	0		
amortissements	0,0	0,0	0,0	2 000,0	0,0	0,0	400,0	132,0	700,0
bons du trésor	15,8	15,5	19,1	17,2	19,0	19,6	20,8	17,7	16,0
Avoir fin	148,4	80,2	10,61	53,4	56,0	58,7	62,6	68,5	74,4

Note: Les chiffres de ce tableau sont exprimés en millions d'euros.

Selon les données transmises à la BCL (données non disponibles dans le volume 2 du Projet de budget mais dont l'inclusion est souhaitable dans la version finale du projet de budget), l'alimentation du fonds pour 2015 est principalement constituée d'une dotation de 215 millions d'euros inscrite au Projet de budget (volume 1) et d'un montant additionnel de 19,6 millions d'euros destinés au paiement des bons du Trésor. Les paiements prévus en 2015 sont d'un même ordre de grandeur que les montants ayant servi à alimenter le fonds et constituent les remboursements d'intérêts sur la dette et des bons du trésor.

Le tableau 36 nous renseigne également sur les éléments suivants : i) les avoirs du fonds sont stables et le resteront jusqu'en 2018 à concurrence d'environ 60 millions d'euros, ii) les paiements d'intérêts sur la dette sont en légère augmentation à l'horizon 2018 et iii) l'entière dette venant à échéance jusqu'en 2018 sera refinancée.

En conclusion, le fonds de la dette peut être considéré comme une simple «caisse» destinée à gérer les paiements relatifs à la dette de l'Etat. Le produit des emprunts est comptabilisé comme une recette (alimentation) du fonds et les paiements en intérêts et en capital en dépenses du fonds. Il est donc difficile dans ce contexte de relever une valeur ajoutée manifeste liée à l'existence d'un tel fonds, du moins dans sa structure actuelle.



## 8.2. LE CONSEIL NATIONAL DES FINANCES PUBLIQUES

La loi du 12 juillet 2014 relative à la Coordination et à la gouvernance des finances publiques a instauré le Conseil national des finances publiques (CNFP). Ce conseil, qui est censé rendre public ses constats et évaluations, est composé de 7 membres et est chargé des missions suivantes:

- a) surveillance du respect des règles énoncées aux articles 2 à 4 de la loi du 12 juillet ci-avant, ainsi que de l'application du mécanisme de correction défini à l'article 6 de la même loi;
- b) évaluation des prévisions macroéconomiques et budgétaires établies aux fins de programmation financière budgétaire des administrations publiques;
- c) toutes autres évaluations découlant du paragraphe 2 de l'article 5 du règlement (UE) n° 473/2013 du Parlement européen et du Conseil établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les Etats membres de la zone euro.

A la lecture de l'importance des tâches assignées par le législateur au Conseil national des finances publiques, la BCL ne peut que déplorer le retard pris dans la mise en œuvre de cette institution qui, selon le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) aurait déjà dû voir le jour à la fin de l'année 2013 et regretter que cette constitution tardive soit désormais avancée pour déclarer que le CNFP ne sera pas en mesure d'exprimer une opinion sur le Projet de budget 2015, le Programme pluriannuel, ainsi que le « Paquet pour l'avenir ».

## 8.3. LE COMITÉ ÉCONOMIQUE ET FINANCIER NATIONAL

Le Comité de prévision, instauré début 2011, est composé de représentants du Ministère des finances, du Ministère de l'intérieur, du STATEC, de l'Inspection générale des finances (IGF), de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS), de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) et des Administrations fiscales.

Sa principale mission consiste à préparer l'actualisation du Programme de stabilité et de convergence (PSC) que le Gouvernement transmet à la Commission européenne chaque année dans le cadre du Semestre européen. Dans son programme gouvernemental de novembre 2013, le Gouvernement entendait formaliser l'existence de ce comité et l'institutionnaliser sous le nom de « Comité économique et financier national ». Cette volonté n'a cependant pas encore été suivie d'effets.

Le Conseil national des finances publiques et le futur Comité économique et financier national sont donc deux institutions indépendantes, dont les missions respectives s'inscrivent à des moments différents de la procédure budgétaire.

Le Comité économique et financier (Comité de prévision) intervient plutôt en amont du processus, car il est en charge de la préparation du scénario macroéconomique sur lequel se base l'actualisation du PSC. Il serait souhaitable, d'une part, qu'il remplisse cette fonction aussi lors de la préparation des budgets annuels et pluriannuels et, d'autre part, qu'il procède à une publication de ses travaux en temps utile.

Le Conseil national des finances interviendra plutôt en aval du processus budgétaire et sera en charge de l'évaluation des projections macroéconomiques sous-jacentes au Projet de budget, de la surveillance du respect des règles concernant la loi de programmation pluriannuelle et de l'application du mécanisme de correction en cas de déviation significative par rapport à l'OMT.

La BCL n'est membre ni du Conseil national des finances publiques, ni du Comité de prévision (Conseil économique et financier national). Néanmoins, et à la lumière de l'avis rendu par la BCE en décembre 2013<sup>80</sup>, la BCL, en toute indépendance et dans le strict cadre de son mandat, est disposée à partager ses analyses avec ces instances concernant la situation économique et budgétaire du Luxembourg pour autant qu'un intérêt soit exprimé en ce sens.

80 Voir: [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2013\\_90\\_f.sign.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2013_90_f.sign.pdf)



**3 ANNEXES**

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	142
2	Circulaires de la BCL	145
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	146
1	Statistiques de politique monétaire	146
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	146
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	146
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	146
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	146
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	146
7	Balance des paiements du Luxembourg	147
8	Commerce extérieur	147
9	Position extérieure globale	147
10	Avoirs de réserve	147
11	Établissements de crédit	147
12	Activité bancaire internationale	148
13	Organismes de placement collectif	148
14	Professionnels du secteur financier	148
15	Sociétés de gestion	148
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	148
4	Publications de la BCL	149
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	151
6	Liste des abréviations	152

# 1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

## 2014

### 2014/N°18 du 21 août 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en oeuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 9 juillet 2014 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (refonte) (BCE/2014/31).

Le règlement 2014/18 abroge et remplace les règlements BCL/2013/15 et BCL/2014/16.

Domaine: Politique monétaire.

### 2014/N°17 du 21 juillet 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/N°17 du 21 juillet 2014 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés financières portant modification du Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°8 du 29 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés contractant des prêts ou émettant des titres de créance ou des produits financiers dérivés pour compte de sociétés liées.

Domaine: Balance des paiements et Position extérieure globale.

Le Règlement BCL 2014/N°17 entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> décembre 2014. Le Règlement BCL 2011/N°8/Regulation 2011/N°8 (EN) du 29 avril 2011 dans sa version originale reste d'application jusqu'au 30 novembre 2014 (voir ci-dessous - année 2011).

### 2014/ N° 16 du 12 mai 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 16 du 12 mai 2014 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 12 mars 2014 modifiant l'orientation BCE/2013/4 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (BCE/2014/12).

Domaine: Politique monétaire.

## 2013

### 2013/ N° 15 du 3 mai 2013

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2013/ N° 15 du 3 mai 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 20 mars 2013 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (refonte) (BCE/2013/4).

Le Règlement BCL 2013/N° 15 remplace et abroge les règlements BCL Nos 12, 13 et 14.

Domaine: Politique monétaire.

### 2013/ N° 14 du 7 mars 2013

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2013/ N° 14 du 7 mars 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 23 janvier 2013 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2013/2).

Domaine: Politique monétaire.

## 2012

### 2012/N°13 du 9 novembre 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 13 du 9 novembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 10 octobre 2012 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2012/23).

Domaine: Politique monétaire.

### 2012/N°12 du 12 septembre 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 12 du 12 septembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 2 août 2012 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (BCE/2012/18).

Domaine: Politique monétaire.

### 2012/N°11 du 10 juillet 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 11 du 10 juillet 2012 relatif à la surveillance des contreparties centrales («central counterparties») et des référentiels centraux («trade repositories») au Luxembourg, portant modification du règlement modifié de la Banque centrale du Luxembourg 2010/ N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine: Oversight.

## 2011

### 2011/N°10 du 14 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°10 du 14 juillet 2011 portant modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine: Statistiques.

#### 2011/N°9 du 4 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°9 du 4 juillet 2011 relatif à la collecte des données sur les instruments et les opérations de paiement.

Domaine : Statistiques.

#### 2011/N°8 du 29 avril 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°8 du 29 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés contractant des prêts ou émettant des titres de créance ou des produits financiers dérivés pour compte de sociétés liées.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

#### 2011/N°7 du 4 avril 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°7 du 4 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès des établissements de crédit et des services financiers de l'Entreprise des Postes et Télécommunications.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

## 2010

#### 2010/N°6 du 8 septembre 2010

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine : Oversight.

## 2009

#### 2008/N°1 du 28 novembre 2008 (version consolidée)

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties, version consolidée suite au règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°5 du 23 décembre 2009.

Domaine : Politique monétaire.

#### 2009/N°5 du 23 décembre 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°5 du 23 décembre 2009 portant modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Politique monétaire.

#### 2009/N°4 du 29 avril 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°4 du 29 avril 2009 relatif à la surveillance de la liquidité.

Domaine : Surveillance de la liquidité ; publié au Mémorial A-N°102 du 18 mai 2009, p. 1527.

#### 2009/N°3 du 19 février 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°3 du 19 février 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Politique monétaire.

#### 2009/N°2 du 27 janvier 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°2 du 27 janvier 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Politique monétaire.

## 2008

#### 2008/N°1 du 28 novembre 2008

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Politique monétaire.

## 2 CIRCULAIRES DE LA BCL

#### Circulaire N°237 du 28 mai 2014

Modification de la collecte statistique auprès des fonds d'investissement monétaires et non monétaires A tous les organismes de placement collectif luxembourgeois - A toutes les sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR).

#### Circulaire N°236 du 25 avril 2014

Modification de la collecte statistique auprès des véhicules de titrisation - A tous les véhicules de titrisation luxembourgeois.

#### Circulaire N° 235 du 20 janvier 2014

Modification de la collecte statistique auprès des établissements de crédit - A tous les établissements de crédit.

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).



### **3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)**

#### **1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE**

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg

#### **2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG**

- 2.1 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

#### **3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT**

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change

#### **4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG**

- 4.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 4.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 4.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange

#### **5 INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE**

- 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 5.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 5.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 5.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 5.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs
- 5.6 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - séries temporelles
- 5.7 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - présentation matricielle
- 5.8 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - séries temporelles
- 5.9 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - séries temporelles
- 5.10 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - présentation matricielle
- 5.11 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - présentation matricielle

#### **6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES**

- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

## 7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

- 7.1 Balance des paiements du Luxembourg: résumé
- 7.2 Balance des paiements du Luxembourg: compte des transactions courantes
- 7.3 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs
- 7.4 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs du Luxembourg à l'étranger - par secteur
- 7.5 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs étrangers au Luxembourg - par secteur
- 7.6 Balance des paiements du Luxembourg: investissements de portefeuille - par types d'instruments
- 7.7 Balance des paiements du Luxembourg: autres investissements - par secteur

## 8 COMMERCE EXTÉRIEUR

- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

## 9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

- 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg: résumé
- 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements directs
- 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements de portefeuille - par type d'instruments
- 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg: autres investissements - par secteur
- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg: dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg: ventilation géographique des avoirs de portefeuille en titres de participation détenus par les résidents luxembourgeois

## 10 AVOIRS DE RÉSERVE

- 10.1 Les avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.2 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg: modèle élargi du Fonds Monétaire International

## 11 ETABLISSEMENTS DE CRÉDIT

- 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
- 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
- 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
- 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit par contreparties et durées initiales
- 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro, par types et durées initiales
- 11.8 Crédits accordés par les établissements de crédit par devises
- 11.9 Crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg
- 11.10 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contreparties et durées initiales
- 11.11 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par devises
- 11.12 Dépôts reçus par les établissements de crédit par contreparties

- 11.13 Dépôts reçus par les établissements de crédit par type et contreparties
- 11.14 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contreparties et pays

## **12 ACTIVITÉ BANCAIRE INTERNATIONALE**

- 12.1 Activité bancaire internationale: ventilation géographique
- 12.2 Activité bancaire internationale: ventilation par devises
- 12.3 Activité bancaire internationale: part du Luxembourg

## **13 ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

- 13.1 Evolution du nombre des OPC
- 13.2 Evolution de la situation globale des OPC
- 13.3 Bilan agrégé des OPC monétaires
- 13.4 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et durées initiales
- 13.5 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par devises
- 13.6 Bilan des OPC non monétaires par politique d'investissement
- 13.7 Titres détenus par les OPC d'actions
- 13.8 Titres détenus par les OPC d'obligations
- 13.9 Titres détenus par les OPC mixtes
- 13.10 Titres détenus par les OPC immobiliers
- 13.11 Titres détenus par les OPC alternatifs
- 13.12 Titres détenus par les autres OPC
- 13.13 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et pays
- 13.14 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC non-monétaires, par contreparties et pays

## **14 PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER**

- 14.1 Nombre et origine géographique des professionnels du secteur financier
- 14.2 Situation de l'emploi dans les professionnels du secteur financier
- 14.3 Somme de bilan et résultats agrégés des professionnels du secteur financier

## **15 SOCIÉTÉS DE GESTION**

- 15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

## **16 COMPAGNIES D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION**

- 16.1 Avoirs et engagements des compagnies d'assurance et fonds de pension

## 4 PUBLICATIONS DE LA BCL

### 4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 2014/1, mars 2014
- Bulletin BCL 2014/2 – non publié\*
- Bulletin BCL 2014/3, octobre 2014

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

### 4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière, juin 2014

### 4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Annual Report 2013, August 2014
- Rapport annuel 2013, mai 2014

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

### 4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N° 94, décembre 2014  
How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, by Luc Arrondel, Laura Bartiloro, Pirmin Fessler, Peter Lindner, Thomas Y. Mathä, Cristiana Rampazzi, Frederique Savignac, Tobias Schmidt, Martin Schürz and Philip Vermeulen
- Cahier d'études N° 93, décembre 2014  
Household Saving Behaviour and Credit Constraints in the Euro Area, by Julia Le Blanc, Alessandro Porpiglia, Federica Teppa, Junyi Zhu and Michael Ziegelmeier
- Cahiers d'études N° 92, juin 2014  
The Eurosystem, the banking sector and the money market, by Paul Mercier
- Cahier d'études N° 91, juin 2014  
Household wealth in the euro area: The importance of intergenerational transfers, homeownership and house price dynamics, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 90, mai 2014  
Wealth differences across borders and the effect of real estate price dynamics: Evidence from two household surveys, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 89, mars 2014  
Cross-border commuting and consuming: An empirical investigation, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N°88, mars 2014  
2007-2013: This is what the Indicator told us - Evaluating the Performance of Real-Time Nowcasts from a Dynamic Factor Model, by Muriel Nguiffo-Boyom
- Cahier d'études N°87, mars 2014  
Déficit, Croissance et bien-être intergénérationnel: comment réformer les pensions au Luxembourg?, par Muriel Bouchet, Luca Marchiori et Olivier Pierrard
- Cahier d'études N° 86, février 2014

\*Voir communiqué de presse du 16.06.2014 disponible sur le site internet de la BCL

- The Impact of the Exchange Rate on Luxemburg Equity Funds, by Mustafa Kultur and Romuald Morhs
- Cahier d'études N° 85, février 2014  
Household Risk taking after the Financial Crisis, by Sarah Necker and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 84, février 2014  
Household Risk Management and Actual Mortgage Choice in the Euro Area, by Michael Ehrmann and Michael Ziegelmeier

Pour une liste complète des Cahiers d'études publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

#### 4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Historique du siège de la BCL - Du jardin creux à l'euro ou de la Villa Gillard au Bâtiment Pierre Werner, par René Link, décembre 2013.
- La Banque centrale du Luxembourg, édition 2013
- The Banque centrale du Luxembourg, édition 2013
- Brochure des produits numismatiques de la BCL, édition 2014

#### 4.6 MATÉRIEL D'INFORMATION SUR LES ÉLÉMENTS DE SÉCURITÉ DES BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

Pour une liste complète du matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros publié par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu))

#### 4.7 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

##### 4.7.1 Publications externes du personnel de la BCL

- De la Croix, D., O. Pierrard and H. Sneessens (2013): Ageing and Pensions in General Equilibrium: Labour Market Imperfections Matter, *Journal of Economic Dynamics and Control* **37**(1): 104-124.
- Curi, C., P. Guarda, A. Lozano-Vivas et V. Zelenyuk (2013): Is foreign-bank efficiency in financial centers driven by home or host country characteristics? *Journal of Productivity Analysis* **40**(3): 367-385.
- Guarda, P., A. Rouabah et M. Vardanyan (2013): Identifying bank outputs and inputs with a directional technology distance function *Journal of Productivity Analysis* **40**(2): 185-195
- Guarda, P., A. Rouabah et J. Theal (2013): A mixture vector autoregressive framework to capture extreme events in macroprudential stress tests, *Journal of Risk Model Validation*, 7(4):1-31
- Marchiori, L., I.-L. Shen and F. Docquier (2013): Brain Drain in Globalization: A general equilibrium analysis from the source countries' perspective, *Economic Inquiry*, 51(2):1582-1602.
- Ziegelmeier, M. (2013): Illuminate the unknown: Evaluation of imputation procedures based on the SAVE Survey, *Advances in Statistical Analysis* **97**(1): 49-76.
- Ziegelmeier M. and J. Nick (2013): Backing out of private pension provision - Lessons from Germany, *Empirica - Journal of European Economics* **40**(3): 505-539.
- Bucher-Koenen, T., and M. Ziegelmeier (2014) : Once burned, twice shy? Financial literacy and wealth losses during the financial crisis, *Review of Finance*, **18**(6), 2215-2246.
- Martin D. and O. Pierrard (2014): On-the-job search and cyclical unemployment: Crowding out vs. vacancy effects, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 44, pp 235-250.

#### 4.7.2 Présentations Externes

- European Commission Seminar on Housing, Brussels, décembre 2014
- Conférence annuelle du Réseau d'Etudes sur le marché du Travail et de l'Emploi Luxembourgeois (RETEL – Observatoire de l'emploi), Mondorf-les-Bains, décembre 2014
- The Competitiveness Research Network (CompNet) Workshop, Francfort, Allemagne, décembre 2014
- Conférence « Five Years of Crisis – Lessons Learned and Paths Towards a Resilient European Monetary Union », Trier, octobre 2014
- 2nd Luxembourg Household Finance and Consumption Workshop, Luxembourg, juin 2014
- Annual conference of the Swedish Network of European Research in Economics and Business (SNEE), Mölle, Suède, mai 2014
- Annual Meeting of the Austrian Economic Association, NOeG 2014, Vienna, mai 2014
- Comité social et économique, Luxembourg, mai 2014.
- EUI-nomics 2014 : Debating the economic conditions in the euro area and beyond, Florence, Italie, avril 2014
- Comité social et économique, Luxembourg, mars 2014.
- Eurosystem Household Finance and Consumption Network (HFCN) research seminar, Francfort, Allemagne, mars 2014
- Conférence internationale « International labor mobility and inequality across nations », Clermont-Ferrand, France, janvier 2014

## 5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

---

#### COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB  
Postfach 160319  
D-60066 Frankfurt am Main  
<http://www.ecb.int>

## 6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

<b>ABBL</b>	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	<b>EMU</b>	Economic and Monetary Union
<b>AFN</b>	Avoirs financiers nets	<b>EU</b>	European Union
<b>AGDL</b>	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg	<b>EUR</b>	euro
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne	<b>EUROSTAT</b>	Office statistique des Communautés Européennes
<b>BCL</b>	Banque centrale du Luxembourg	<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>BCN</b>	banque(s) centrale(s) nationale(s)	<b>FCP</b>	Fonds commun de placement
<b>BEI</b>	Banque européenne d'investissement	<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>BERD</b>	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	<b>GAFI</b>	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux	<b>GDP</b>	Gross domestic product
<b>CCBM</b>	Correspondent central banking model	<b>HICP</b>	Harmonised Index of Consumer Prices
<b>CETREL</b>	Centre de transferts électroniques Luxembourg	<b>IGF</b>	Inspection générale des finances
<b>CPI</b>	Consumer Price Index	<b>IFM</b>	Institution financière monétaire
<b>CSSF</b>	Commission de surveillance du secteur financier	<b>IME</b>	Institut monétaire européen (1994-1998)
<b>DTS</b>	Droits de tirage spéciaux	<b>IML</b>	Institut monétaire luxembourgeois (1983-1998)
<b>ECB</b>	European Central Bank	<b>IOSCO</b>	International Organisation of Securities Commissions
<b>ECG</b>	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds	<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation
<b>EIB</b>	European Investment Bank	<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé
<b>EMI</b>	European Monetary Institute (1994-1998)	<b>MFI</b>	Monetary Financial Institution
<b>EMS</b>	European Monetary System	<b>NCB</b>	National central bank
		<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques

<b>OECD</b>	Organisation for Economic Cooperation and Development	<b>SYPAL GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs	<b>TARGET SYSTEM</b>	Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system
<b>OLS</b>	Ordinary least squares	<b>SYSTÈME TARGET</b>	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
<b>OPC</b>	Organisme de placement collectif	<b>TCE</b>	Traité instituant la Communauté européenne
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières	<b>UCI</b>	Undertaking for Collective Investments
<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole	<b>UCITS</b>	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut	<b>UCM</b>	Union des caisses de maladie
<b>PSC</b>	Pacte de stabilité et de croissance	<b>UE</b>	Union européenne
<b>PSF</b>	Autres professionnels du secteur financier	<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>RTGS SYSTEM</b>	Real-Time Gross Settlement system	<b>USD</b>	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
<b>SYSTÈME RBTR</b>	Système de règlement brut en temps réel	<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire
<b>RTGS-L GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg		
<b>SEBC</b>	Système européen de banques centrales		
<b>SEC</b>	Système européen de comptes		
<b>SICAF</b>	Société d'investissement à capital fixe		
<b>SICAV</b>	Société d'investissement à capital variable		
<b>SME</b>	Système monétaire européen		
<b>SWIFT</b>	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.		