



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

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 2012**



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEME

Sommaire

1. Les grandes lignes du projet de budget 2012: efforts insuffisants pour retrouver l'équilibre budgétaire ou pour satisfaire le OMT	5
2. Un contexte macro-économique particulièrement peu porteur et incertain.....	11
3. Les projections budgétaires (2011-2013) de la BCL	21
4. Les finances publiques luxembourgeoises au sein de la zone euro	28
5. Simulations à moyen terme.....	32
6. Stratégie de consolidation recommandée.....	39
7. Intérêt d'un solde des Administrations publiques en surplus d'au moins 1% du PIB	45
8. La consolidation budgétaire: davantage de sécurité dans un environnement incertain	47
9. L'indispensable maîtrise des dépenses	52
10. Cadre budgétaire national au Luxembourg: normes budgétaires	54



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

1. Les grandes lignes du projet de budget 2012: efforts insuffisants pour retrouver l'équilibre budgétaire ou pour satisfaire le OMT

Les grandes lignes du projet de budget 2012 sont brièvement analysées en comparant l'optique traditionnelle (volume I du projet de budget) à l'optique SEC95 (volume III) pour les comptes de l'Administration centrale. Les deux autres sous-secteurs sont également passés en revue. La situation budgétaire se détériorerait en 2012 et le taux de croissance des dépenses serait toujours relativement élevé de 2010 à 2012. Les avoirs des fonds spéciaux continueraient à diminuer en raison une fois encore de dotations budgétaires attribuées à ces fonds significativement inférieures aux dépenses programmées de ces derniers. Le solde budgétaire SEC95 de l'Administration centrale en 2012 projeté par la BCL est quelque peu inférieur à celui estimé par le Gouvernement, à raison de 0,3 % du PIB. La situation inverse prévaut cependant pour la sécurité sociale.

Le tableau 1 présente les chiffres-clefs du projet de budget 2012 de l'Etat central au sens strict. Cette présentation traditionnelle intègre aux dépenses de l'Etat central les dotations aux Fonds spéciaux, à certains établissements publics et fondations et aux services de l'Etat à gestion séparée et non les dépenses effectives ou programmées de ces mêmes entités.

Tableau 1: Projet de budget 2012 de l'Etat central
(en millions d'euros, sauf mention contraire)

	Compte 2010	Budget voté 2011	Projet de budget 2012	Progression 2011-2012 en %	Progression 2010-2012 en %
Budget courant					
Recettes	9 354,8	9 547,2	10 632,5	11,4	13,7
Dépenses	8 993,3	9 377,4	10 175,1	8,5	13,1
Solde	361,5	-169,9	457,4	-	-
Budget en capital					
Recettes	69,2	78,9	59,8	-24,2	-13,6
Dépenses	1 117,4	932,9	913,1	-2,1	-18,3
Solde	-1 048,2	-853,9	-853,3	-	-
Budget total					
Recettes	9 424,0	9 626,2	10 692,4	11,1	13,5
Dépenses	10 110,7	10 310,2	11 088,2	7,5	9,7
Solde	-686,7	-684,1	-395,8	-	-

Source: Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2012, Ministère des Finances.

Comme l'illustre le tableau ci-dessus, les dépenses de l'Etat central au sens strict progresseraient de 7,5% en 2012. Les dépenses augmenteraient moins que les recettes qui s'inscriraient pour leur part en nette augmentation, de sorte que le solde de l'Etat au sens

strict passerait d'un déficit de 684,1 millions d'euros en 2011 (du moins selon le budget voté) à un déficit nettement moindre, de 395,8 millions d'euros, l'année suivante.

Tableau 2: Evolution de la situation financière des 32 Fonds spéciaux

	Projet de budget 2012				Avoirs (au 31.12)		
	Dotations	Emprunts	Autres rec.	Dépenses	2008	2011	2012
1 Fonds d'entretien et de rénovation	55,0			58,7	31,0	30,2	26,4
2 Fonds de la coopération au développement	167,9			167,8	8,4	0,1	0,2
3 Fonds d'équipement militaire	37,0			57,2	139,2	105,9	85,7
4 Fonds pour les monuments historiques	10,0			29,0	27,5	22,7	3,7
5 Fonds de crise	0,0			0,0	21,7	21,7	21,7
6 Fonds de la dette publique	145,8			212,1	64,1	80,1	13,8
7 Fonds des pensions	417,3		157,1	574,4	9,2	0,0	0,0
8 Fonds pour la réforme communale	2,0			4,3	0,0	6,4	4,1
9 Fonds communal de dotation financière	757,0			757,0	0,0	0,0	0,0
10 Fonds special de la pêche	0,1			0,2	0,3	0,2	0,2
11 Fonds cynégétique	0,0			0,0	0,7	0,8	0,0
12 Fonds pour la gestion de l'eau	41,3			76,8	122,2	38,5	3,0
13 Fonds spécial des eaux frontalières	0,1			0,1	1,1	1,1	1,0
14 Fonds d'équipement sportif national	20,0			38,0	35,4	26,8	8,9
15 Fonds pour les investissements socio-familiaux	60,0			110,0	161,9	61,8	11,8
16 Fonds d'innovation (recherche et dévp.)	43,0			42,9	0,0	0,0	0,1
17 Fonds d'investissements sanitaires et sociaux	8,5			24,1	45,1	29,2	13,6
18 Fonds des investissements hospitaliers	37,8			60,9	140,4	86,0	62,8
19 Fonds special de la chasse	0,0			0,0	0,0	0,0	0,0
20 Fonds pour la protection de l'environnement	9,0			23,7	83,0	56,8	42,1
21 Fonds pour l'emploi	120,0		399,6	590,3	259,9	95,7	25,1
22 Fonds d'orientation agriculture	57,0		12,0	94,0	53,5	25,0	0,0
23 Fonds d'investissements publics administratifs	56,4			116,5	138,5	62,3	2,2
24 Fonds d'investissements publics scolaires	52,1			88,3	112,2	74,0	37,8
25 Fonds des routes	5,0	150,0		184,2	152,7	76,4	47,2
26 Fonds du rail	121,8	100,0	85,7	321,2	294,1	266,1	252,4
27 Fonds des raccordements ferroviaires internationaux	2,0			4,0	40,9	32,9	30,9
28 Fonds pour la loi de garantie	16,3		8,0	78,1	56,5	62,9	9,1
29 Fonds pour la promotion touristique	7,0			9,3	6,0	7,8	5,5
30 Fonds mécanismes de Kyoto	10,0		91,0	107,1	199,1	343,1	337,1
31 Fonds d'assainissement en matière de surend.	0,0			0,1		0,4	0,3
32 Fonds spécial d'ind. des dégâts causés par le gibier	0,4			0,4		0,0	0,8
Total	2259,8	250,0	753,4	3830,6	2204,8	1615,0	1047,5

Source: Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2012, Ministère des Finances.

Comme la BCL l'a précisé dans ses nombreuses publications antérieures, ces chiffres doivent néanmoins être interprétés avec une certaine prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extrabudgétaires et assimilés¹ en lieu et place des programmes de dépenses de ces mêmes fonds. Or la désormais «traditionnelle» divergence entre les dotations de l'Etat aux fonds et les dépenses prévues de ces derniers s'accroîtrait en 2012 selon le projet de budget et les réserves de certains fonds disparaîtraient même totalement (voir le tableau ci-dessus). Les avoirs des Fonds spéciaux diminueraient de quelque 567,4 millions euros au 31 décembre 2012 par rapport à la fin 2011 en cas de mise en œuvre intégrale des programmes de dépense des fonds et ce en dépit du recours de deux

¹ Les établissements publics et fondations, les services de l'Etat à gestion séparée et les institutions de l'Etat.

fonds à l'emprunt, pour un montant total de 250 millions d'euros. Par ailleurs, le constat est davantage alarmiste lorsque les avoirs des Fonds spéciaux fin 2012 sont comparés aux avoirs de ces mêmes fonds fin 2008: une diminution de plus de 50 pourcent de ces avoirs est à constater en seulement quatre ans.

L'omission des opérations des fonds biaiserait gravement l'appréciation du budget. C'est la raison pour laquelle le projet de budget comporte depuis trois ans un volume III (voir ci-dessous).

Une autre source de biais potentiel dans l'analyse budgétaire est le fait que la base de comparaison le plus souvent privilégiée dans le projet de budget, à savoir le budget 2011, est peu appropriée, car les réalisations budgétaires affichent habituellement une nette divergence par rapport aux budgets définitifs au Luxembourg. Cet état de fait prévaut une fois de plus pour l'exercice 2011, tant sur le versant des dépenses que sur celui des recettes. C'est la raison pour laquelle la BCL privilégie l'examen des évolutions sur deux ans, en l'occurrence 2010 et 2012. En d'autres termes, les données du projet de budget 2012 sont systématiquement comparées à celles de 2010. Ces dernières étant issues d'un compte provisoire, elles constituent un ancrage de comparaison nettement plus approprié que des dépenses ou recettes budgétisées qui, pour l'exercice 2011, diffèrent fortement des recettes et dépenses effectivement enregistrées.

Dans le passé, la BCL affinait les dépenses reprises au tableau 1, en prenant en considération les dépenses programmées des fonds spéciaux et de certains établissements publics en lieu et place des dotations de l'Etat central à ces fonds et établissements, ce qui constitue un des principaux apports de la comptabilité européenne SEC95. Cependant, le Gouvernement présente de façon simultanée trois volumes, à savoir le projet de budget proprement dit (volume I), le volume II renfermant le programme pluriannuel des dépenses en capital et le volume III, qui se rapporte au cadre européen de la politique budgétaire. Cette présentation simultanée sous la forme d'un triptyque représente une notable amélioration par rapport à la situation antérieure. Elle avait au demeurant été recommandée par la BCL dans plusieurs avis sur le projet de budget. La BCL tient à nouveau à saluer cette pratique, en regrettant toutefois que le volume III soit trop peu détaillé en ce qui concerne les Administrations locales, ce qui empêche la présentation d'un compte SEC95 complet des Administrations publiques.

En raison de l'existence du volume III, il semble peu utile de présenter dans le cadre du présent avis le passage de la présentation traditionnelle à une version du budget où les

données budgétaires de l'Etat central d'une part et des fonds et assimilés d'autre part font l'objet d'une consolidation. Il convient cependant de passer en revue les comptes présentés selon l'optique SEC95 et de les comparer aux comptes générés selon l'optique traditionnelle. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres-clefs découlant de l'optique SEC95.

Tableau 3: Version SEC95 des opérations budgétaires de l'ensemble des Administrations publiques et de leurs sous-secteurs (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	2009	2010	2011*	2012		Progression 2010-2012 en %
Recettes						
Administration centrale	10433,7	11209,2	12002,5	12596,3		12,4%
Administrations locales	2035,3	2135,0	2281,6	na**		-
Securité sociale	7708,1	7902,6	8171,6	8719,5		10,3%
Dépenses						
Administration centrale	11454,8	12258,1	12949,7	13739,5		12,1%
Administrations locales	2082,1	2142,9	2215,2	na**		-
Securité sociale	6977,7	7272,9	7538,3	8017,1		10,2%
Solde						
Administration centrale	-1021,1	-1048,9	-947,2	-1143,2		-
Administrations locales	-46,7	-8,0	66,4	110,8		-
Securité sociale	730,6	629,7	633,4	702,4		-
TOTAL de l'ensemble des Administrations publiques	-337,2	-427,2	-247,4	-329,9		-

Source: Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2012 (volume III), Ministère des Finances, calculs de la BCL.

* Exécution probable d'après l'estimation du Gouvernement.

** Comme indiqué ci-dessus, les données pour les Administrations locales ne sont pas disponibles au volume III. Le solde les concernant pour l'année 2012 a été repris du document supplémentaire distribué par le Gouvernement lors de la présentation du projet de budget à la Chambre des Députés le 5 octobre 2011.

Le tableau 3 indique qu'en 2012, les dépenses totales de l'Administration centrale selon l'optique SEC95 afficheraient une croissance de 12,1% sur la période 2010-2012 – soit environ 6% par an en moyenne – sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds et assimilés. En 2012 - comme pendant les deux trois exercices précédents - les dépenses programmées de ces entités seraient beaucoup plus élevées que les dotations de l'Etat leur étant attribuées.

Les recettes de l'Administration centrale reprises au tableau 3 seraient quant à elles en augmentation de 12,4% en 2012 par rapport à 2010. Il convient cependant de rester prudent quant à l'interprétation de l'augmentation de ces recettes, qui reste quelque peu aléatoire dans un contexte macro-économique lui-même empreint d'incertitude. L'évolution future de diverses recettes est en outre particulièrement difficile à appréhender en raison d'importants effets de retard dans la collecte (exemple de l'«Impôt sur le revenu des collectivités (IRC)») ou parce que ces recettes dépendent intimement de paramètres financiers tels que les cours boursiers (exemple de la taxe d'abonnement). Il convient également de noter que la progression des recettes de l'Administration centrale entre 2010 et 2012 enregistrée selon l'optique SEC95 d'une part et en fonction de la comptabilité traditionnelle d'autre part diffère quelque peu. Cette divergence reflète notamment en partie la baisse des recettes propres des fonds spéciaux et des entités assimilées ainsi que d'autres corrections qui sont liées à la comptabilisation des recettes («accrual» and «cash» method).

En ce qui concerne le solde, du fait essentiellement de l'écart persistant entre les dotations de l'Etat aux fonds et les dépenses programmées de ces derniers, le solde de l'Administration centrale selon l'optique SEC95 accuse un déficit beaucoup plus significatif que l'Etat central au sens strict. La différence entre les deux optiques est de l'ordre de 747² millions d'euros, ce qui équivaut à 1,6 % du PIB en 2012.

La situation budgétaire de la sécurité sociale enregistrerait une amélioration selon le projet de budget. L'écart entre un taux de croissance des dépenses de 10,2% et une croissance des recettes de 10,3%, toujours sur l'horizon de deux ans 2010-2012, témoigne de cette supposée amélioration. Par ailleurs, le surplus de la sécurité sociale en pourcentage du PIB n'augmenterait pas en raison de l'effet dénominateur (croissance importante du PIB nominal), mais se stabiliserait à 1,6% du PIB en 2012. Il convient cependant de rester prudent, car aucune réforme structurelle d'envergure n'a été mise en œuvre jusqu'à présent, en particulier dans le domaine des pensions³. La BCL a recommandé à travers ses diverses publications une gestion plus efficace et plus prudente des dépenses de la sécurité sociale, en particulier dans le domaine des pensions et de l'assurance maladie-maternité.

² Soit la différence entre 395,8 millions euros selon l'optique traditionnelle et 1143,2 millions euros selon l'optique SEC95.

³ Le ministre de la Santé a présenté au mois de mars 2011 quelques propositions de réforme du système de pension qui sembleraient insuffisantes pour remédier au problème que le pays risque d'affronter dans un avenir proche (voir la Section 5 du présent avis pour plus de détails). Par ailleurs, jusqu'à ce jour, aucune législation n'a été adoptée à ce sujet. Selon les propos du Ministre y compétant, si cette réforme est adoptée par la Chambre des Députés, elle ne sera mise en place qu'à partir de 2013, voire même 2014.

Par ailleurs, les finances publiques luxembourgeoises sont très vulnérables à terme, du fait notamment de l'envolée prévisible des dépenses de pension. La réforme esquissée par les autorités le 17 mars 2011 constitue à cet égard un pas dans la bonne direction. Il devrait cependant être suivi d'ajustements additionnels et ce dans les meilleurs délais. Tout retard en la matière serait hautement préjudiciable, tant du point de vue social que dans une perspective économique. Une réforme des pensions trop graduelle remettrait en question l'indispensable équité intergénérationnelle.

Le volume III du projet de budget ne permet toujours pas d'appréhender la situation budgétaire des Administrations locales en 2012. Les communes sont en effet invitées par circulaire du Ministère de l'Intérieur à soumettre leur projet de budget à la mi-décembre, soit bien après le dépôt du projet de budget de l'Etat et les informations actuellement disponibles ne sont pas suffisantes pour procéder à des estimations. Selon le projet de budget, seul un nombre très limité de communes⁴ ont marqué leur accord pour fournir au Ministère de l'Intérieur des prévisions chiffrées pour le Budget de l'exercice qui suit. Cette disponibilité très partielle de prévisions a mené l'IGF ainsi que le Statec à conclure que ces données ne permettent pas de fournir des indications statistiquement significatives. Le nouveau plan comptable communal, qui devrait entrer en vigueur en 2013, devrait permettre de répondre aux exigences du SEC95.

Finalement, il convient de remarquer que le total des recettes et des dépenses des Administrations publiques n'est pas fourni pour 2012 dans le volume III. Ce volume ne renferme aucun tableau relatif aux Administrations publiques consolidées, ce qui constitue une faiblesse majeure du projet de budget. L'intérêt du volume III est justement qu'il permet de resituer le budget de l'Etat central dans le contexte global du compte des Administrations publiques, qui constitue la référence absolue lorsqu'il s'agit d'apprécier le respect par le Luxembourg des dispositions du Pacte de Stabilité et de Croissance. La BCL recommande dès lors l'intégration au volume III du projet de budget 2012 d'un tableau consolidé des Administrations publiques⁵.

⁴ Le poids que les recettes de ces communes représentent dans le total des recettes communales n'est pas communiqué par le gouvernement dans le volume III du projet de budget.

⁵ Le tableau 3 inclut le solde en provenance de ce document mais le montant des recettes et des dépenses reste indisponible à ce jour.

2. Un contexte macro-économique particulièrement peu porteur et incertain

Les indicateurs conjoncturels tendent à montrer que l'environnement macro économique international s'est sensiblement dégradé depuis le début de l'été 2011. Le Luxembourg n'est pas épargné par cette évolution, comme le démontre notamment l'indicateur d'activité de la BCL. Par ailleurs, la révision récente des comptes nationaux fait apparaître que l'activité économique au Luxembourg a évolué dans le passé récent nettement moins favorablement que ce qui était admis jusqu'à présent. Il ressort notamment que la croissance en fin d'année 2010 et au début de 2011 a été sensiblement plus faible que ce qui était inféré il y a peu, impliquant que l'effet de seuil («carry over effect») pour la croissance économique en 2011 est beaucoup plus faible que ce qui avait été considéré à l'occasion des projections de la BCL de juin 2011. Dans ce contexte, la BCL devra revoir nettement à la baisse les projections d'évolution du PIB pour les années 2011 et 2012.

Environnement international actuel

L'ensemble des indicateurs conjoncturels dont nous disposons tendent à montrer que l'environnement macro-économique international s'est fortement dégradé au cours des derniers mois, en particulier depuis le début de cet été.

Ainsi, l'activité économique au niveau mondial avait déjà fortement ralenti dans les économies industrialisées au second trimestre de 2011, la croissance trimestrielle ne s'affichant qu'à 0,2% dans la zone euro et à 0,3% aux Etats-Unis. Bien entendu, une partie de ce ralentissement peut être expliqué par des facteurs temporaires tels que les répercussions de la catastrophe climatique et nucléaire ayant touché le Japon en mars et les effets retardés de la hausse du prix du pétrole observée en début d'année sur le pouvoir d'achat des consommateurs.

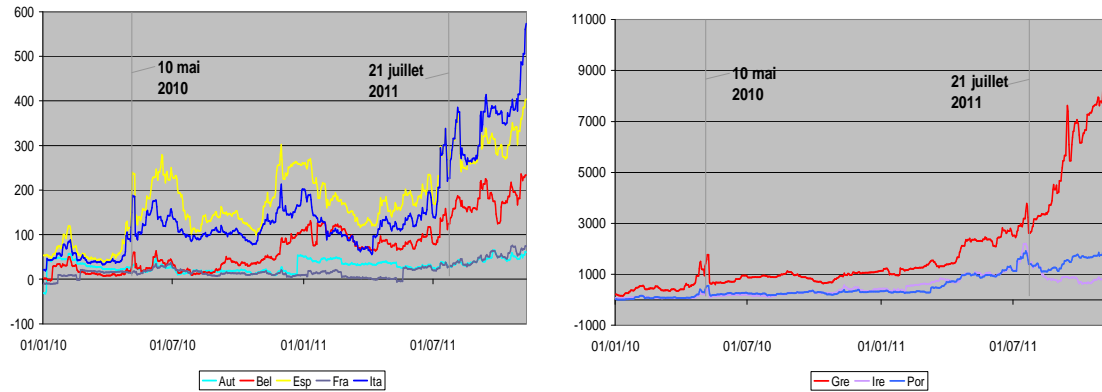
Toutefois, la situation économique semble bel et bien avoir continué à se dégrader depuis le début de l'été, en raison de problèmes beaucoup plus structurels des économies industrialisées. Au lendemain de la crise économique et financière de 2008-2009, la situation très dégradée des finances publiques de la plupart des économies avancées a forcé bon nombre d'entre elles à mettre en place des mesures d'austérité conséquentes qui pèsent sur la croissance économique mondiale à court terme. Cependant, la dégradation budgétaire de plusieurs Etats européens était telle que des craintes de plus en plus vives se sont manifestées quant à la probabilité de survenance d'un défaut de paiement des pays les plus

fragiles. Cette crise de confiance a entraîné une remontée sensible des taux d'intérêt sur les obligations souveraines des pays en proie à de graves difficultés (graphique 1), ce qui a fortement pesé sur les institutions bancaires les plus exposées, dans un contexte où la situation du secteur bancaire était toujours fragile. Etant donné la forte interdépendance entre la santé financière des institutions bancaires et celle des Etats ainsi que la relative lenteur des dirigeants à prendre des décisions adéquates pour enrayer la crise, il s'en est suivi une rapide et abrupte chute de la confiance de l'ensemble des agents économiques et un durcissement des conditions du crédit bancaire qui ont eu des effets néfastes sur l'économie réelle. La crise actuelle montre bien, a contrario, l'importance d'une politique budgétaire rigoureuse en période de haute conjoncture et de la mise en place d'un bon système de gouvernance à l'échelle européenne.

Les plus récentes données d'enquête témoignent bien de cette baisse généralisée de la confiance dans la zone euro, aussi bien au niveau des ménages que des entreprises (graphique 2). De même, l'indice PMI composite relatif à la situation conjoncturelle dans la zone euro n'a cessé de se dégrader lors des derniers mois, pour s'établir en octobre bien en deçà des 50 points, seuil en dessous duquel l'activité économique est considérée en contraction. Cette situation est particulièrement préoccupante, étant donné qu'elle concerne à la fois le secteur industriel et le secteur des services.

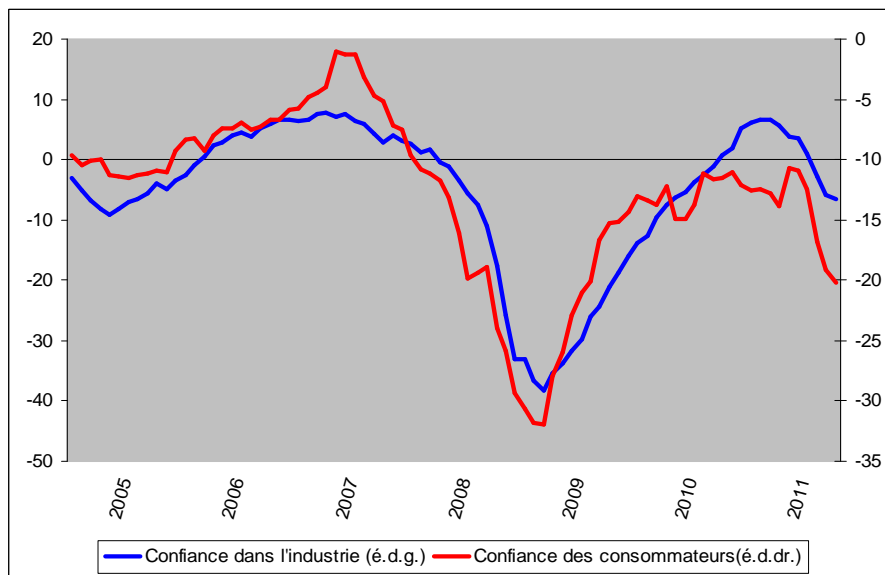
En raison de la dégradation rapide de la situation conjoncturelle mondiale au cours de l'été, les prévisions de croissance économique établies en septembre par le FMI pour l'ensemble des économies ont été sensiblement revues à la baisse pour 2011 et 2012 par rapport à celles émises trois mois plus tôt, comme en témoigne le tableau 1. Par ailleurs, les plus récentes prévisions de l'OCDE attestent également d'un ralentissement abrupt de la croissance économique, en particulier dans la zone euro (tableau 4).

Graphique 1: Spread des obligations souveraines (maturité 2 ans) par rapport à l'Allemagne (points de base)



Source: Economic outlook (FMI, septembre 2011).

Graphique 2: Indicateurs de confiance zone euro



Source: Enquêtes Commission européenne (2011).

Tableau 4: Prévisions de PIB en volume (en %)

	FMI		OCDE	
	2011	2012	2011	2012
Monde	4,0	4,0	3,9	3,8
Etats-Unis	1,5	1,8	1,7	1,8
Japon	-0,5	2,3	-0,5	2,1
Zone Euro	1,6	1,1	1,6	0,3

Sources: FMI (septembre 2011), Economic outlook; OCDE (31 octobre 2011), Economic Outlook and policy requirements for G20 economies.

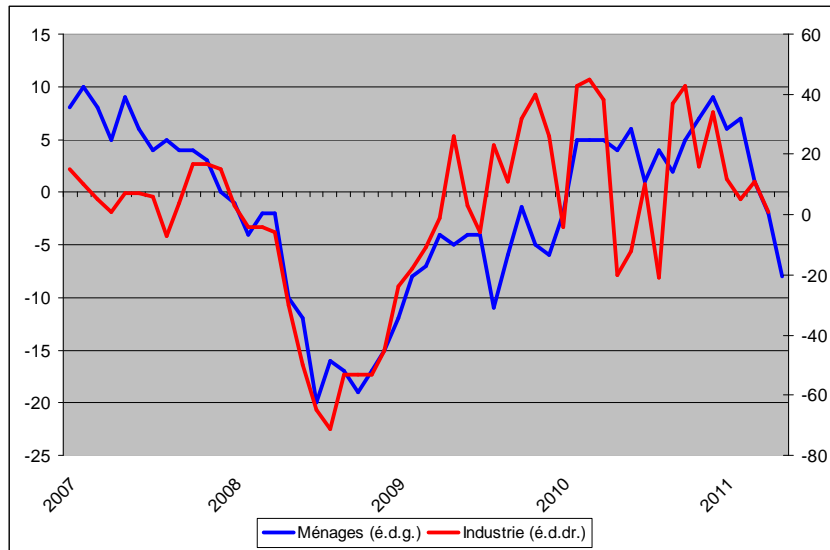
Situation conjoncturelle du Luxembourg

Dans le contexte international dépeint précédemment, il n'est pas étonnant que la situation conjoncturelle au Luxembourg se soit fortement dégradée lors des derniers mois et que les perspectives à court terme demeurent bien sombres. Ainsi, la croissance économique a été atone depuis le début de l'année 2011 (0,2% de croissance par trimestre en moyenne) et le climat de confiance dans l'industrie ainsi que le moral des consommateurs n'ont cessé de se replier lors des tout derniers mois d'observation (graphique 3). Deux caractéristiques de l'économie luxembourgeoise permettent de comprendre pourquoi celle-ci peut être fortement affectée par ce qui se passe actuellement au niveau international.

D'une part, l'économie est extrêmement dépendante de l'évolution de l'activité dans le secteur financier et comme le montre le graphique 4, il existe un lien historique très étroit entre les performances de l'indice boursier européen et la croissance économique au Luxembourg. Or, il s'avère que le secteur financier est actuellement soumis à rude épreuve et que les cours boursiers se sont fortement repliés au cours des mois d'été, ayant frôlé à nouveau en septembre les planchers historiques observés en début d'année 2009, au plus fort de la crise. Ainsi, la valeur nette d'inventaire (VNI) des organismes de placement collectif et des fonds d'investissement spécialisés s'est contractée de 4,4% en 2011 T3 par rapport au trimestre précédent et si la VNI se stabilise durant le reste de l'année 2011 à son niveau atteint à la fin du mois de septembre, la croissance trimestrielle en 2011 T4 sera également négative, à hauteur de -3,4%. Notons cependant que dans ce cas de figure la croissance annuelle moyenne resterait malgré tout positive, à près de 5%. Si cette variation négative en 2011 T3 est surtout due à l'impact négatif provenant de l'évolution des marchés financiers, la diminution de l'investissement net en capital y a également contribué au cours des derniers mois (graphique 5).

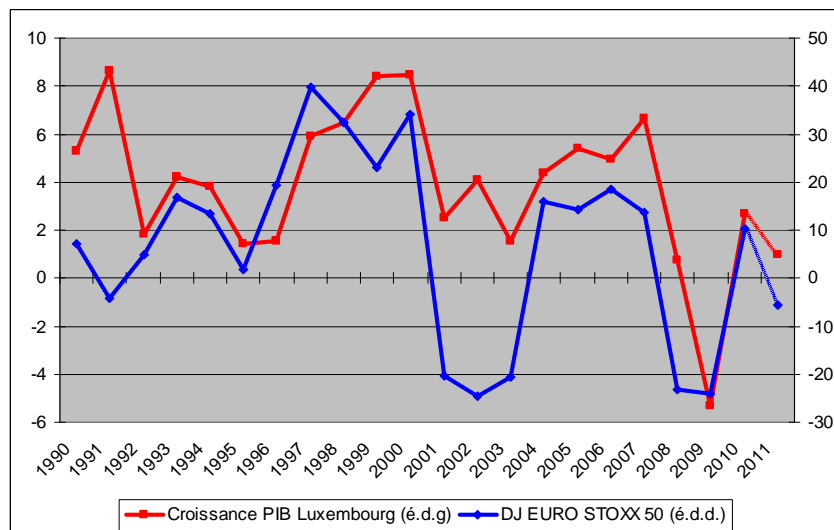
D'autre part, il s'agit d'une petite économie très largement ouverte dont la majorité des marchés à l'exportation se trouvent au sein de la zone euro, qui constitue l'épicentre de la crise actuelle.

Graphique 3: Indicateurs de confiance au Luxembourg



Source: Statec, BCL.

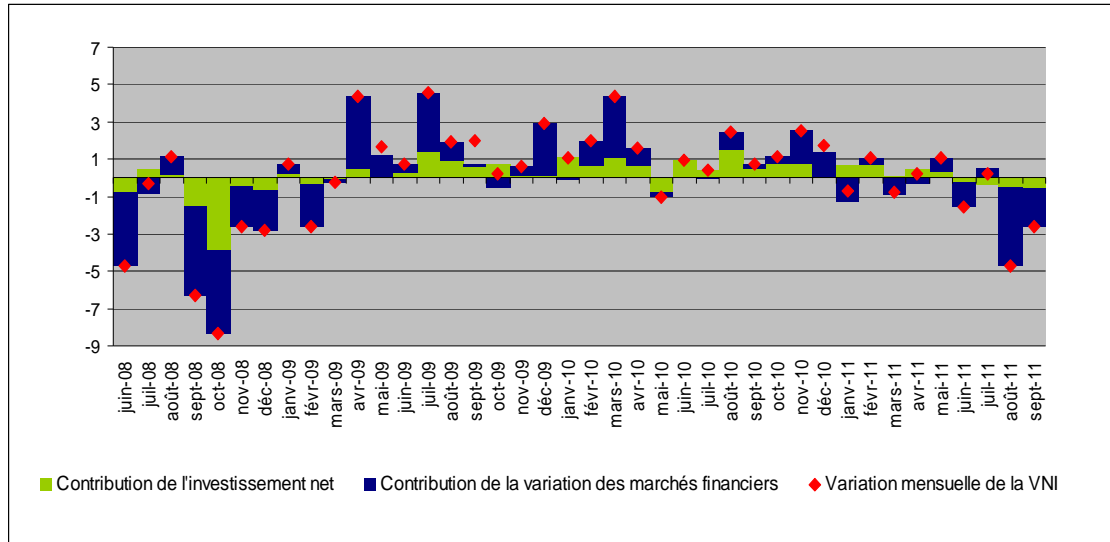
Graphique 4: Variation de l'indice DJ EuroStoxx 50 et croissance du PIB au Luxembourg



Sources: Statec, calculs BCL.

Note: Variation des cours de bourse en 2011 établie en supposant que l'indice moyen demeurera en novembre et décembre 2011 égal à son niveau d'octobre. Taux de croissance 2011: sur la base du scénario «intervalle haut indicateur T3» décrit ci-dessous.

Graphique 5: Contribution des composantes à la variation de la VNI (var. mensuelle)



Source: CSSF.

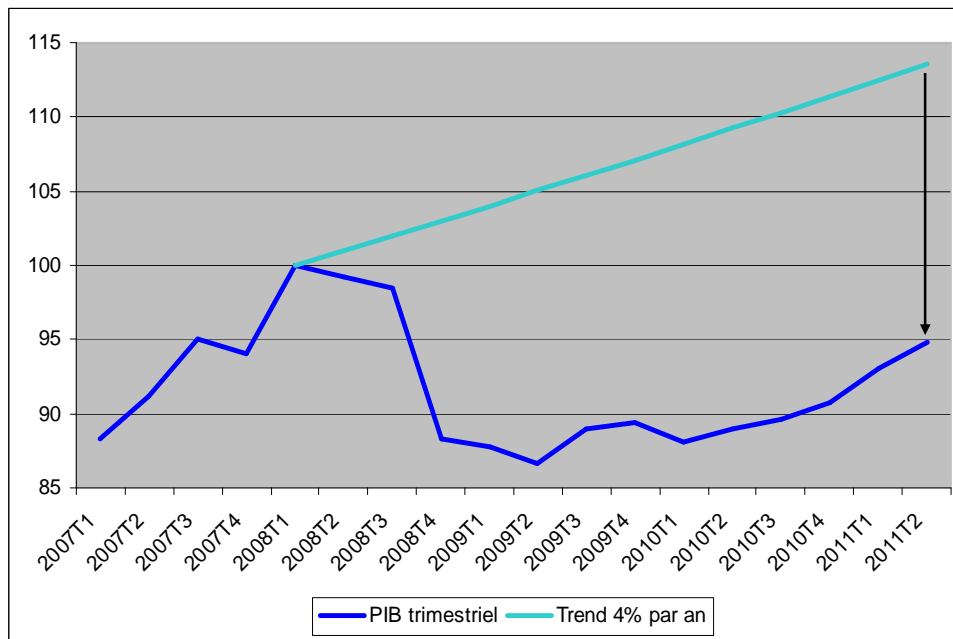
Par ailleurs, il est important d’avoir à l’esprit que le trou d’air observé dans la conjoncture internationale intervient alors que les difficultés de l’économie luxembourgeoise consécutives à la grave crise économique et financière de 2008-2009 ne sont toujours pas refermées. En effet, la récente révision des comptes nationaux fait apparaître qu’en ce début d’année 2011, le niveau du PIB luxembourgeois se trouvait toujours en deçà du niveau qui était le sien juste avant le déclenchement de la crise précédente (graphique 6), contrairement à la majorité des autres économies industrialisées. Par rapport à un scénario hypothétique dans lequel on n’aurait pas connu de crise et où le PIB aurait crû sur l’ensemble de la période à son rythme tendanciel, il s’avère même que le niveau du PIB est actuellement en retrait de plus de 15%. L’histoire économique a montré que les récessions s’accompagnant d’une crise financière et/ou bancaire sévère donnent généralement lieu non seulement à une perte irrécupérable en termes d’activité économique, mais en plus à une croissance potentielle d’après crise qui peut être durablement affectée⁶. L’analyse récente réalisée au sein de la BCL⁷ tend à confirmer cette régularité historique, puisque les estimations de la croissance potentielle luxembourgeoise indiquent une baisse sensible depuis la crise de 2008-2009. Ainsi, la croissance potentielle annuelle pour la période 2010-2013 devrait se situer, selon les différentes méthodes d’estimation envisagées, dans

⁶ Voir par exemple: “From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?”, World Economic Outlook (chapitre 3), FMI, Avril 2009 et “This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly”, C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, Princeton University Press, 2009.

⁷ Rapport annuel 2010, Banque centrale du Luxembourg, Encadré 1.4 (pp. 49-52).

une fourchette comprise entre 2 et 3% alors que celle-ci s'est affichée quasi systématiquement à un minimum de 4% entre 1980 et le déclenchement de la crise. Pour rappel, ce taux de 4% est traditionnellement considéré comme le taux permettant d'assurer l'équilibre de nos systèmes sociaux.

Graphique 6: Décrochage du PIB luxembourgeois



Sources: Statec, calculs BCL.

Importante révision des comptes nationaux

Au-delà de la dégradation conjoncturelle décrite précédemment, un autre élément de nature purement statistique vient renforcer la tendance à la révision baissière des perspectives de croissance économique pour les années 2011 et 2012. En effet, la révision récente des comptes nationaux implique que l'activité économique au Luxembourg a évolué sur le passé récent nettement plus faiblement que ce qui était anticipé jusqu'à présent. Ainsi, il apparaît qu'en 2009, la contraction de l'activité a été de 5,3% (contre 3,6% estimés jusqu'alors par le Statec) et qu'en 2010 la croissance économique n'a atteint que 2,7% (contre 3,5%) ce qui implique que le niveau du PIB en 2011 T2 est sensiblement plus faible que le taux inféré il y a peu (graphique 7). Par ailleurs, et plus crucialement en ce qui concerne les prévisions, le profil de croissance trimestrielle a été fortement revu, avec une croissance en fin d'année 2010 beaucoup plus faible que ce qui était anticipé lors de notre précédent exercice de projection.

Graphique 7: Révision des données de comptabilité nationale : niveau du PIB désaisonnalisé avant et après les révisions statistiques du 7 octobre (base 2055Q1 = 100).



Sources: Statec, calculs BCL

Scénarios de croissance

En gardant à l'esprit la prudence que l'on se doit d'observer en raison de l'incertitude inhérente à la période actuelle et de la forte éventualité d'une nouvelle révision des comptes nationaux trimestriels, la croissance annuelle moyenne en 2011 et 2012 est, dans la majorité des scénarii que l'on peut raisonnablement envisager, largement en deçà de ce qui était prévu lors de notre exercice de projection de juin 2011.

En effet, notre indicateur d'activité laisse augurer une baisse de l'activité économique au cours des deux derniers trimestres de 2011. D'après les calculs effectués à l'aide de cet indicateur, le PIB reculerait à un rythme trimestriel proche de 2,0% au cours du troisième trimestre 2011 (scénario «point central indicateur T3»). L'indicateur d'activité suggère par ailleurs que la contraction se poursuivrait au quatrième trimestre de 2011. La baisse du PIB s'établirait en effet autour de 0,5% en rythme trimestriel au cours de ce quatrième trimestre selon les indications préliminaires de l'indicateur. Par ailleurs, le taux de croissance en glissement annuel se détériorerait d'un trimestre à l'autre, se situant entre -1,3 et 0,4% au troisième trimestre et entre -3,7 et -0,4% au quatrième.

Cependant, si l'indicateur d'activité est une bonne approximation de l'activité économique en temps normal, son interprétation dans la période actuelle, marquée par une forte incertitude et une volatilité élevée des marchés financiers, est délicate. On serait alors tenté de traiter le résultat pour le troisième trimestre 2011 avec davantage de précaution. Par exemple, on pourrait plutôt utiliser la fourchette haute de l'intervalle de croissance livré par l'indicateur pour effectuer la prévision, ce qui impliquerait que le PIB reculerait à un rythme trimestriel de l'ordre de 1% au lieu de 2% (scénario «intervalle haut indicateur T3»).

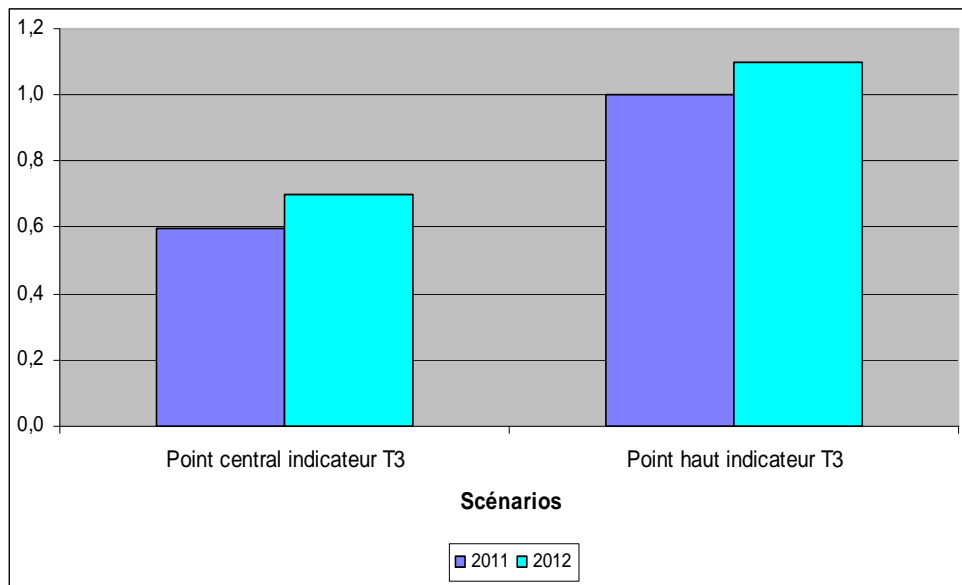
En considérant que la croissance retrouverait son rythme potentiel de 3% au début de l'année 2012 et s'y maintiendrait sur le reste de la période de projection, le graphique 8 illustre ce que les différents scénarii impliquent en termes de croissance pour les années 2011 et 2012. Selon le scénario «point central indicateur T3», la croissance s'établirait à 0,6% en 2011 et à 0,7% en 2012. Dans le scénario «intervalle haut indicateur T3», la croissance serait de 1% en 2011 et de 1,1% en 2012.

On voit bien à travers cet exercice que la croissance en 2011 et 2012, dans tous les cas de figure envisageables, sera largement en deçà de nos précédentes prévisions. Par conséquent, il apparaît que les prévisions incorporées au projet de budget 2012, reposant sur les comptes nationaux de juillet, sont quelques peu surannées. Cette situation s'explique cependant par la forte révision à la baisse des comptes nationaux en octobre, ultérieurement au dépôt du projet de budget 2012. Pour rappel, la croissance prévue dans ce projet est de 3,2% pour 2011 et de 2,1% pour 2012. Dans le contexte actuel, une croissance de 2,1% ne pourra être atteinte en 2012 que si l'économie luxembourgeoise ne connaît pas de contraction au second semestre de 2011 et retrouve son rythme de croissance potentiel dès le premier trimestre de 2012, ce qui semble peu réaliste à l'aune de l'indicateur d'activité de la BCL. En ce qui concerne les prévisions pour l'année 2013, la visibilité demeure très réduite. Dans l'état actuel des choses, on peut raisonnablement penser qu'à cet horizon, le choc conjoncturel mondial qui pèse actuellement sur la situation économique au Luxembourg aura cessé de produire tous ses effets, auquel cas la croissance de l'économie se stabiliserait autour de son niveau potentiel.

Un scénario qui reposerait sur une croissance de l'ordre de 1% en 2012 (conforme au scénario «Point haut indicateur T3») impliquerait un décrochage de l'ordre de 3% par rapport à la croissance dite «neutre» du point de vue de la soutenabilité des finances publiques, soit 4% l'an. Même s'il faut se garder d'une approche trop mécanique en ce qui concerne les finances publiques luxembourgeoises – les recettes publiques ne sont en effet

pas linéairement liées au PIB – un tel décrochage devrait toutes autres choses égales par ailleurs se traduire par un déficit additionnel d'un peu moins de 1% du PIB. Ce dernier résultat pourrait constituer une justification de la stratégie d'assainissement recommandée par la BCL au point 6 du présent avis, qui implique précisément un effort d'assainissement de 0,8% du PIB en 2012 (soit 350 millions d'euros au cours de cette année).

Graphique 8: Scénario de croissance pour 2011 et 2012



Sources: Commission européenne, Statec, calculs BCL.

Risques

Rappelons que la période actuelle est marquée par une incertitude particulièrement prononcée. Par conséquent, des risques importants pèsent sur les projections, avec une balance des risques davantage orientée à la baisse pour la croissance économique. D'un côté, si on devait assister à une aggravation de la crise de la dette souveraine des pays européens périphériques, les répercussions sur l'activité économique mondiale devraient être très dommageables. En outre, si les restrictions budgétaires qui seront décidées dans les mois à venir par certaines des grandes économies avancées, notamment les Etats Unis, devaient s'avérer abruptes et s'opérer de concert, la croissance mondiale serait également négativement affectée. Dans ces cas de figure, la croissance économique au Luxembourg serait sensiblement plus faible que prévu.

En outre, rappelons que ces résultats sont à considérer avec la plus grande précaution, compte tenu de la forte incertitude qui pèse actuellement sur les comptes trimestriels. En effet, la plus récente version des comptes nationaux trimestriels donne une vision plus pessimiste de la situation de l'économie luxembourgeoise que ce qui transparaît à la lecture d'autres statistiques, telles que la balance des paiements ainsi que les données d'emploi et les recettes budgétaires de l'administration centrale au cours des neuf premiers mois de 2011. Par exemple, les exportations nettes qui ressortent des statistiques de la balance des paiements sont plus importantes en 2010 que ne le laissent supposer les comptes nationaux. Il s'ensuit que des projections de croissance pour 2011 qui seraient directement inférés à partir des comptes trimestriels actuels pourraient être sous-estimées, en raison de la sous-estimation de l'effet de seuil («carry over effect») présent à la fin de l'année 2010.

3. Les projections budgétaires (2011-2013) de la BCL

L'année 2010 s'est caractérisée pour les Administrations publiques par une nouvelle détérioration du solde, cependant moins importante qu'initialement escompté. En 2011, le solde s'améliorerait quelque peu et accuserait un déficit de 0,3% du PIB pour se détériorer à nouveau en 2012. Le solde passerait en effet de -0,3% du PIB en 2011 à -0,8% en 2012 selon les projections d'automne de la BCL. Cette dégradation s'explique principalement par un ralentissement de la croissance économique mais également par une croissance moins importante des recettes de l'Etat. Le ratio de dépenses courantes de l'Administration publique passerait de 37 à 37,7% du PIB tandis que les recettes se stabiliseraient. La situation se détériorerait davantage en 2013, et le déficit de l'Administration publique passerait de 0,8% à 1,4% du PIB en raison du moindre dynamisme de certaines recettes. L'Administration centrale présenterait un déficit de 2,9% du PIB en 2012 et de 3,4% du PIB en 2013.

Après le passage d'une situation excédentaire à un substantiel déficit en 2009, l'année 2010 s'est caractérisée par une nouvelle détérioration du solde. Le déficit de l'ensemble des Administrations publiques s'est établi à 1,1% du PIB. Cela s'explique par l'impact sur les recettes du décrochage du PIB en niveau, par la hausse des dépenses liées au sous-emploi ainsi que par les mesures de relance adoptées par le Gouvernement dès l'automne 2009 – et de manière générale par les effets de la crise économique et financière. Malgré une détérioration de son solde en 2010, la sécurité sociale est restée excédentaire (1,6% du PIB) mais n'a compensé qu'en partie le déficit de l'Administration centrale (-2,6% du PIB). Les Administrations locales ont quant à elles présenté un solde à l'équilibre.

Le tableau 5 offre un aperçu des projections préliminaires d'automne de la BCL relatives à la situation des finances publiques luxembourgeoises.

**Tableau 5: La situation des finances publiques luxembourgeoises:
projections préliminaires d'automne de la BCL (novembre 2011)
(en % du PIB)**

	2007	2008	2009	2010	2011 ^e	2012 ^p	2013 ^p	2012 ^{p (1)}
Ensemble des administrations publiques								
Recettes totales	39,9	40,1	42,1	41,4	42,2	42,1	41,4	
Dépenses totales	36,3	37,1	43,0	42,5	42,4	42,9	42,7	
Déficit (-) ou surplus (+)	3,7	3,0	-0,9	-1,1	-0,3	-0,8	-1,4	-0,7
Solde apuré de la conjoncture	2,9	2,1	-0,6	-0,8	0,2	-0,4	-1,1	
Soldes des sous-secteurs								
Administration centrale	0,9	-0,1	-2,7	-2,6	-2,3	-2,9	-3,4	-2,6
Administrations locales	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3
Sécurité sociale	2,4	2,7	2,0	1,6	1,8	1,9	1,8	1,6
Dettes publiques	6,7	13,7	14,8	19,1	18,9	19,5	19,7	na

Sources: Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2012, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

e: estimations

p: projections

⁽¹⁾ Exposé introductif du projet de budget 2012, p.23.

En **2011**, le solde de l'ensemble des Administrations publiques s'améliorerait quelque peu et le déficit s'établirait alors à 0,3% du PIB. L'évolution des déficits publics estimés par la BCL pour 2011 s'explique principalement par les nouvelles mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le budget 2011 (pression fiscale accrue notamment) et par une croissance marquée de certaines recettes. C'est notamment le cas des recettes de l'impôt sur les traitements et salaires et des taxes indirectes sur l'énergie ou le tabac. L'augmentation des contributions à la sécurité sociale résultant de la réforme des soins de santé de 2011 a également contribué à l'augmentation des recettes.

Par ailleurs, il est important d'explicitier les raisons principales de la différence entre les projections préliminaires commentées dans cet avis et les projections de juin 2011 de la BCL. Pour l'année 2011, l'écart entre les deux exercices de projection s'établit à 0,7% du PIB (solde de l'ensemble des Administrations publiques). Les facteurs précis à l'origine de cet écart sont les suivants:

- les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) ont été sous-évaluées dans les projections de la BCL en raison notamment d'une indisponibilité des données mensuelles concernant ce poste. C'est uniquement à la mi-juillet que le

- Gouvernement a publié les premiers chiffres concernant certaines recettes pour l'exercice 2011. Il est à noter qu'au cours des neuf premiers mois de 2011, les recettes concernant cet impôt sont nettement supérieures au montant encaissé au cours de la même période de 2010. Le Gouvernement a expliqué que cette hausse surprenante est due aux bénéfices des sociétés générés au cours des exercices antérieurs 2005-2007 – soit en période de haute conjoncture. Une bonne partie de l'IRC est en effet traditionnellement perçue avec un décalage temporel significatif. Ce décalage est en outre assez fluctuant, ce qui complique singulièrement l'estimation du montant de l'IRC. A ce stade, la BCL rappelle de nouveau qu'il conviendrait de disposer d'une estimation du «millésime» des revenus générateurs d'IRC au cours d'un mois donné. Il est très difficile pour la BCL et pour d'autres institutions de prévoir les recettes afférentes si elle ne peut déterminer à quelles années se rapportent les recettes récoltées par le Gouvernement. Seule une transparence accrue en la matière permettrait à la Chambre des Députés d'examiner en connaissance de cause l'évolution des finances publiques.
- Plus généralement, les recettes de l'Administration centrale ont évolué favorablement au cours des neuf premiers mois de 2011 (+13% par rapport à la période correspondante de l'année précédente), à la faveur il est vrai de certains facteurs non récurrents.
 - L'écart résulte en partie des hypothèses d'évolution de l'emploi, une variable qui influence étroitement les cotisations sociales et l'impôt sur les traitements et salaires, notamment. Selon les projections préliminaires d'automne de la BCL, l'emploi total va s'accroître de 2,5% environ en 2011 (hypothèse d'une croissance de l'emploi de 2,2% a été adoptée en juin 2011).

Sur l'horizon 2011-2012, la BCL procède à des estimations propres de recettes, en conformité avec le scénario macro-économique sous-jacent. Certains postes de dépenses font également l'objet de projections spécifiques, à savoir notamment la rémunération des agents publics, les transferts aux pouvoirs locaux et aux administrations de sécurité sociale et le Fonds pour l'emploi. Les estimations de la BCL relatives à ces catégories de dépenses s'écartent peu de celles figurant au projet de budget 2012. Sur l'horizon 2010-2012, les projections de la BCL laissent augurer une augmentation de 10,9% des dépenses de l'Administration centrale, soit de 1,2% inférieure aux projections du Gouvernement (volume III). Cette différence s'explique principalement par le fait que la BCL adopte l'hypothèse d'une mise en œuvre partielle des programmes de dépense des fonds. Pour rappel, il est supposé que ces programmes seront intégralement mis en œuvre en ce qui concerne le Fonds pour l'emploi, le Fonds des pensions, le FCDF et les fonds

d'investissement, tandis que les dépenses des autres fonds sont censées n'être exécutées qu'à raison de 85% en 2012. Finalement, la BCL prévoit des transferts aux administrations publiques locales moindres que ceux prévus dans le budget, en raison d'une estimation plus prudente du produit des taxes qui servent de référence au calcul de ces transferts.

La divergence entre le projet de budget et les projections préliminaires de la BCL est bien plus significative sur le versant des recettes. Les prévisions de recettes figurant dans le projet de budget, au volume III, laissent augurer une croissance des recettes totales de l'Administration centrale de 12,4% sur la période 2010-2012. Selon les projections de la BCL, établies sur base d'un scénario macro-économique propre, d'élasticités spécifiques et d'un chiffrage des nouvelles mesures, les recettes totales de l'Administration centrale augmenteraient d'un peu plus de 10% sur le même horizon.

La résultante de ces évolutions de recettes et de dépenses serait un besoin de financement de l'Administration centrale de 2,9% du PIB en 2012, qui diffère du solde SEC95 estimé au projet de budget 2011. Ce dernier s'élèverait en effet à 2,6% du PIB en 2012 selon le projet (différence de 0,3% du PIB).

En revanche, le surplus de la sécurité sociale prévu par la BCL pour 2012 est plus favorable que l'estimation figurant au projet de budget 2012. L'excédent correspondant estimé par la BCL s'établit à 1,9% du PIB en 2012, alors que le projet de budget table pour sa part sur un surplus de 1,6%. Cette différence est due d'une part à l'hypothèse retenue concernant l'évolution du marché de l'emploi et d'autre part à l'effet dénominateur affectant ce ratio (PIB nominal). Dans ses projections, la BCL a retenu l'hypothèse d'une croissance de la masse salariale supérieure à celle retenue dans le budget.

Au total, pour 2012 une détérioration du solde de l'ensemble des Administrations publiques se dessine. Le solde passerait d'un déficit de 0,3% du PIB en 2011 à un déficit de 0,8% en 2012. L'impôt sur le revenu des collectivités subirait avec retard l'impact de la crise économique et financière. La suppression de l'impôt de crise et l'octroi d'une prime de 0,9% du traitement prévus dans l'accord salarial de la fonction publique constitueraient par ailleurs des mesures onéreuses.

L'année **2013** verrait le déficit repartir résolument à la hausse. En conséquence, les soldes des Administrations publiques et de l'Administration centrale atteindraient leur niveau le plus défavorable depuis le calcul des soldes en conformité avec le système SEC95. Cette détérioration est le reflet de la progression mesurée de la «taxe d'abonnement» et de la

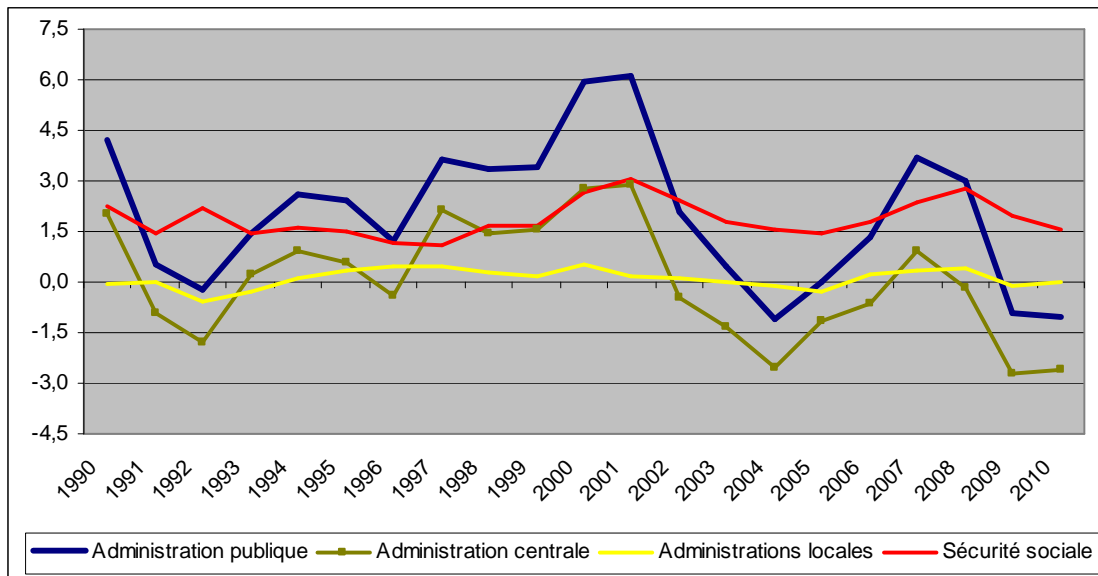
«taxe sur la valeur ajoutée (TVA)» (effets de base taxable défavorables). Finalement, c'est en 2013 que l'impôt sur le revenu des collectivités subirait la plus importante dégradation, en raison de l'effet de retard de l'impact de la crise économique et financière.

En ce qui concerne *la dette publique*, en 2010 le ratio a nettement augmenté pour se situer à 19,1% du PIB, suite notamment à une nouvelle émission obligataire de l'Etat pour un montant total de 2 milliards d'euros incluant un emprunt pour un montant total de 200 millions d'euros en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes. La garantie financière de trois milliards d'euros accordée au groupe Dexia en 2008 a pris fin au 30 juin 2010 à la demande même du groupe et ne représente donc plus aucun risque pour le niveau de la dette publique. En 2011, le ratio d'endettement devrait légèrement diminuer – grâce notamment aux entrées de recettes plus importantes qu'initialement escompté par le Gouvernement - pour se situer à 18,9% du PIB avant de repartir à la hausse en 2012 et 2013. La dette publique atteindrait en effet 19,5% du PIB en 2012 et 19,7% du PIB en 2013.

Le graphique 9 met en évidence la détérioration flagrante du solde de l'ensemble des Administrations publiques pour la période 1990-2010, qui devrait d'ailleurs se poursuivre en 2012 et 2013 selon les estimations de la BCL. Dans ce contexte, il s'impose de mettre en œuvre le plus tôt possible le calendrier mentionné dans la douzième actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg. La BCL recommande même un renforcement de cet objectif, pour les raisons explicitées dans la suite de cet avis.

La stratégie de sortie de crise devrait également être poursuivie avec la mise en place de réformes structurelles, notamment dans le domaine de la sécurité sociale. La réforme des soins de santé devrait être poursuivie et même accentuée sur le versant des dépenses. La réforme du système de pension devrait quant à elle être définie et mise en œuvre dans les meilleurs délais.

Graphique 9: Soldes de l'Administration publique et de ses sous-secteurs (en % du PIB)



Sources: Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2012, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

Le solde ajusté de la conjoncture serait quant à lui positif à raison de 0,2% du PIB en 2011, ce qui constituerait une amélioration par rapport aux soldes ajustés des années récentes. Le solde apuré du cycle se détériorait de nouveau en 2012 et redeviendrait de ce fait négatif, ce qui met en exergue le caractère structurel de la dégradation des finances publiques luxembourgeoises. Le déficit expurgé du cycle accuserait une nouvelle détérioration en 2013, pour atteindre 1,1% du PIB. Cette dégradation serait principalement imputable au manque de dynamisme de l'IRC et des impôts indirects.

A ce stade, il est important de souligner que les projections de la BCL pour 2012 ne prennent pas en considération une éventuelle plus ou moins-value qui résulterait de l'opération Fortis entrepris par le Gouvernement en 2008⁸. Cette démarche est justifiée par l'importante incertitude qui prévaut à propos du signe de cette plus-value, de son importance absolue et de son moment d'occurrence. Par contre, sont considérées dans les projections les charges d'intérêt dues sur l'émission des obligations liées à l'opération Fortis. Le ratio de la dette publique luxembourgeoise est estimé en fonction de cette opération.

⁸ Les revenus de dividendes associés sont pour leur part bel et bien pris en considération dans les projections de la BCL.

Quant à l'objectif à moyen terme (OMT), celui-ci a été fixé par le Gouvernement dans la douzième actualisation du Programme de Stabilité (publiée en avril 2011) à 0,5% du PIB en termes structurels. Cet objectif n'est clairement pas en ligne avec le taux recommandé par la Commission Européenne (calculé dans le cadre des travaux du Comité Economique et Financier), à savoir un taux se situant dans un intervalle de 0,75% à 1,5% du PIB. Ce taux ne serait pas suffisant pour préfinancer les charges futures de la sécurité sociale et plus généralement pour assurer la soutenabilité à terme des finances publiques. La BCL a recommandé dans nombre de publications la nécessité d'adopter un taux plus élevé, afin d'assurer la soutenabilité des finances publiques à long terme. Cette recommandation est corroborée dans le présent avis par les calculs présentés dans les parties qui suivent.

Enfin, **la BCL tient à rappeler** que l'élaboration des projections budgétaires luxembourgeoises reste un exercice difficile pour deux raisons principales:

1. La diffusion de données intra-annuelles de finances publiques est caractérisée par un flagrant manque de transparence.

Comme d'autres observateurs, la BCL est confrontée à un manque de transparence en ce qui concerne l'accès aux données mensuelles ou trimestrielles de finances publiques. Un accès effectif, régulier et automatique à ces données permettrait de détecter à temps les inflexions de la situation des finances publiques. *Sur le versant des recettes*, la transparence tend à s'améliorer à travers la diffusion plus fréquente de données mensuelles. Il conviendrait cependant d'assurer un caractère automatique et régulier à cet envoi de données, d'autant que le produit de l'IRC évolue souvent de manière peu intuitive. En témoignent notamment les recettes au cours des neuf premiers mois de 2011. Il serait souhaitable de disposer d'informations de la part du Gouvernement sur le calcul même de l'IRC et en particulier sur le nombre d'années de retard ou «lags» à appliquer pour identifier l'année à laquelle se rapportent les impôts. Il est très difficile d'apprécier la dynamique des revenus en provenance de l'IRC perçus au cours d'une année donnée en l'absence d'une ventilation par «millésimes» des recettes de l'IRC. *Sur le versant des dépenses*, la BCL ne dispose pas d'informations intra-annuelles sur l'exécution des dépenses des fonds spéciaux, qui canalisent une grande partie des dépenses de l'Etat. Les dépenses opérées par le truchement des fonds se caractérisant par une extrême volatilité, ces données sont strictement indispensables pour apprécier correctement l'évolution en cours d'année des finances publiques et l'exécution du budget.

Un cadre de transmission statistique plus performant et transparent permettrait à la Chambre des Députés de mieux mener à bien sa mission de contrôle budgétaire. Ce contrôle renforcé constituerait un garde-fou contre des révisions statistiques de grande ampleur, qui nous placerait en porte à faux par rapport à nos partenaires européens. Ce type de dérapage ne s'est pas encore produit au Luxembourg, mais la situation prévalant dans certains pays européens démontre la matérialité du problème.

Enfin, le Luxembourg a en matière de diffusion de données mensuelles un important retard à combler par rapport à la (quasi-) totalité des autres pays de l'Union européenne, ce dont témoignent périodiquement les publications de la Commission européenne.

2. Volatilité prononcée des soldes budgétaires.

La volatilité prononcée des soldes budgétaires des Administrations publiques rend plus difficile l'analyse de ces derniers. En témoignent notamment les révisions successives des projections des dépenses et des recettes de l'Etat (voir la dernière révision du solde budgétaire pour l'exercice 2010). De manière plus générale, la forte volatilité des soldes budgétaires impose le choix d'objectif à moyen terme particulièrement exigeant afin de prémunir le pays contre une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB.

4. Les finances publiques luxembourgeoises au sein de la zone euro

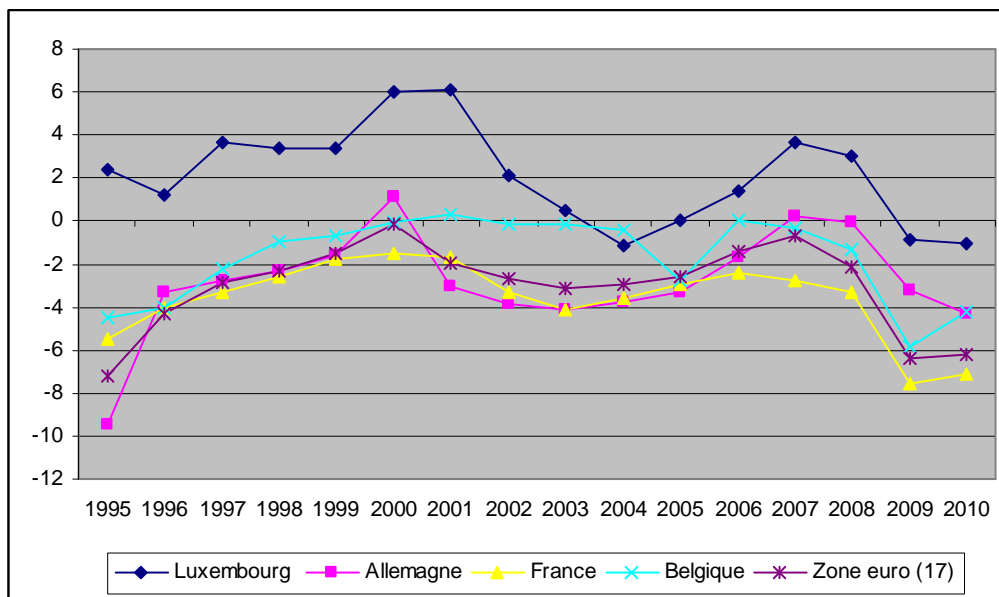
Si la situation budgétaire semble plus favorable qu'initialement prévu dans une perspective de court terme, la situation fondamentale (de long terme) est loin de l'être. Le Luxembourg a d'ailleurs vu sa situation, même à court terme, se détériorer par rapport à celle de la zone euro mais également par rapport aux trois pays limitrophes au cours des années récentes. La soutenabilité à terme des finances publiques est très compromise en l'absence de nouvelles mesures structurelles.

Les Administrations publiques ont accusé un déficit de l'ordre de 1,1% en 2010 selon la dernière notification transmise par le Statec à Eurostat. Ce résultat est emblématique de la détérioration structurelle de la situation budgétaire du Luxembourg. Une impasse de 1,1% constitue une incontestable contre-performance, même si ce solde est en définitive plus favorable que le solde correspondant escompté au plus fort de la crise. En 2011, ce solde devrait s'améliorer légèrement selon les estimations de la BCL (solde de -0,3% du PIB) mais restera déficitaire.

Par ailleurs, la situation budgétaire luxembourgeoise s'est nettement détériorée, non seulement par rapport à la situation des pays limitrophes mais également par rapport à la zone euro. L'avantage que constituait par rapport à ces derniers le solde budgétaire que le Luxembourg a enregistré sur l'horizon 1995-2010 s'est fortement estompé. Le graphique suivant illustre particulièrement bien ce phénomène.

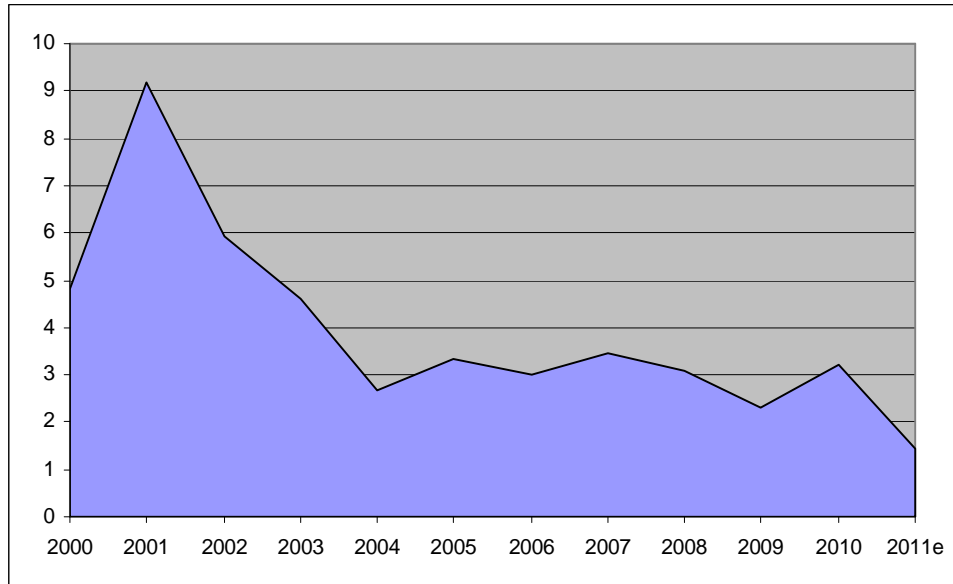
Le graphique 11 met même en évidence une certaine «banalisation» du Luxembourg par rapport à l'Allemagne du point de vue des finances publiques. En d'autres termes, un des avantages traditionnels du Luxembourg, qui a notamment permis au pays d'assurer une grande stabilité de la législation fiscale, est en train de disparaître.

Graphique 10: Les soldes des Administrations publiques du Luxembourg, des pays limitrophes et de la zone euro (en % du PIB)



Source: Eurostat.

Graphique 11: Différence entre le solde des Administrations publiques du Luxembourg et celui de l'Allemagne (en % du PIB)



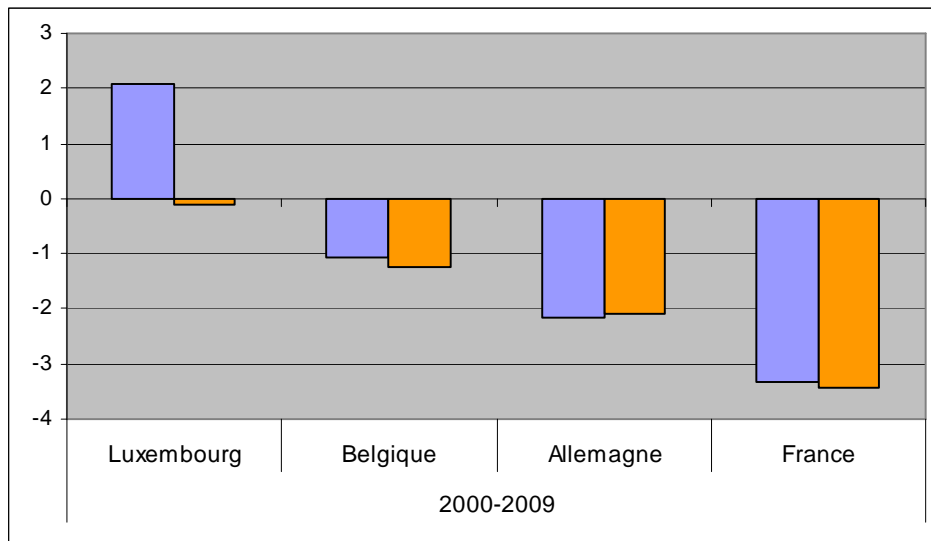
Sources: Statec pour les données passées, BCL et FMI (Fiscal monitor, septembre 2011) pour 2011.

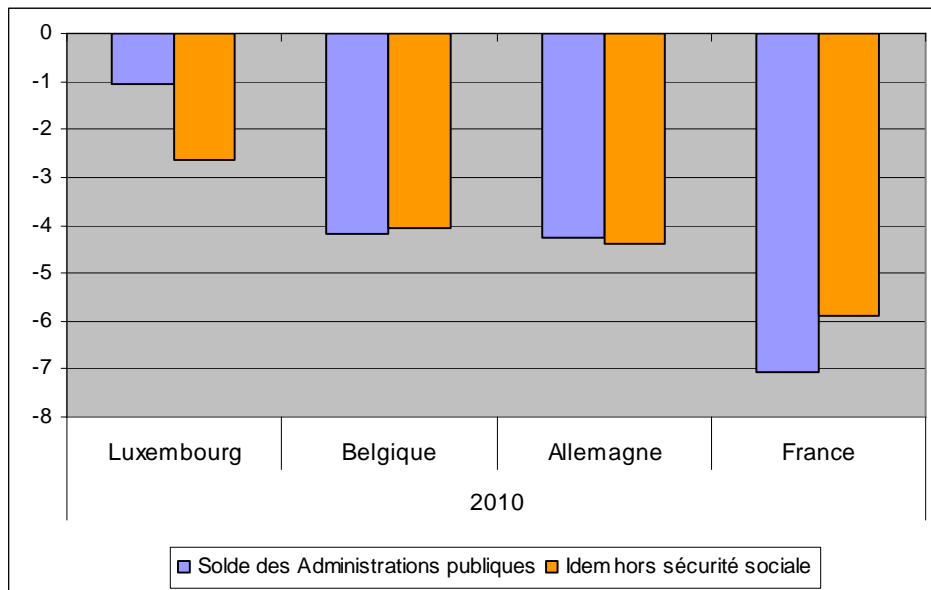
Le solde des Administrations publiques est pourtant un indicateur particulièrement peu exigeant dans le cas spécifique du Luxembourg. Il résulte en effet de la somme des soldes de l'Administration centrale, des Administrations locales et de la sécurité sociale. Or cette dernière présente dans l'état actuel des choses de plantureux excédents, qui ne sont pas appelés à durer et devraient même à l'avenir laisser la place à de substantiels déficits. Selon les estimations préliminaires de la BCL, l'excédent des Administrations de sécurité sociale luxembourgeoises a atteint 1,6% du PIB en 2010 et atteindrait 1,8% du PIB en 2011. Or ce surplus est de nature virtuelle, car il résulte quasi intégralement du décalage entre d'une part les cotisations alimentées par les frontaliers (environ 40% du total des cotisations de pension) et d'autre part les dépenses de pension induites par des non-résidents (20% des dépenses du régime général de pension). Ce décalage est bien entendu appelé à s'atténuer au fil du temps, comme en témoigne d'ailleurs l'accroissement, observé au cours des années récentes, de la part des transferts de pensions à l'étranger, qui est passée de 14% en 1995 et 16% en 2000 à 21% en 2010 selon l'IGSS. Il en résultera inévitablement une «fonte» des excédents, qui ne sera que le prélude à l'apparition de significatifs déficits de la sécurité sociale. Pour cette raison, la réalité budgétaire intrinsèque du Luxembourg est mieux rendue par les soldes hors sécurité sociale, d'autant que ce sont ces derniers qui déterminent l'évolution de la dette publique. Les excédents de la sécurité sociale n'ont pas vocation à servir au financement des besoins de financement de l'Administration centrale

et des pouvoirs locaux, puisqu'ils alimentent pour l'essentiel des réserves telles que la réserve de compensation du régime général de pension.

Comme l'illustre le graphique suivant, le Luxembourg présentait une situation budgétaire favorable au cours de la période 2000-2009. Au contraire des trois pays limitrophes, elle se caractérisait en effet par des excédents. Cette situation enviable n'est malheureusement plus aussi évidente, comme en témoigne la seconde partie du graphique, relative à l'année 2010. Le solde global des Administrations publiques demeure certes significativement plus favorable qu'en Belgique, en Allemagne ou en France. Cependant, le solde équivalent hors sécurité sociale, qui est le meilleur révélateur de la situation budgétaire intrinsèque sur un plan luxembourgeois, n'est désormais pas beaucoup plus favorable que dans deux des pays voisins. Ce dernier solde (hors sécurité sociale) accuserait en effet un déficit de quelque 2,7% du PIB, contre 4,1% du PIB en Belgique et 4,4% du PIB en Allemagne. Ce résultat est emblématique de la perte graduelle, par le Luxembourg, de ce gage de stabilité que constituent des finances publiques saines.

Graphiques 12 et 13: Evolution des soldes des Administrations publiques avec et hors sécurité sociale (en % du PIB)





Sources: Eurostat (Notifications EDP d'octobre 2011) et Statec.

5. Simulations à moyen terme

La partie précédente met en exergue l'évolution des finances publiques d'ici 2013. Une gestion correcte des finances publiques doit s'étayer sur un horizon de temps plus long, qui seul permet d'appréhender la soutenabilité des finances publiques. C'est dans cette perspective que la BCL a effectué des simulations d'ici 2040, qui sont pleinement compatibles avec les projections de court terme commentées supra. Effectuées sur la base notamment des projections de l'Ageing Working Group (AWG), ces simulations mettent en exergue le dérapage prévisible de nos finances publiques en l'absence de nouvelles mesures de consolidation budgétaire et de réforme des pensions. Elles suggèrent que le Luxembourg dépasserait la valeur de référence d'un endettement de 60% du PIB avant 2030.

La BCL a mis au point un outil permettant de simuler d'ici 2040 les principaux postes de recettes et de dépenses des Administrations publiques. Ces simulations intègrent le coût du vieillissement anticipé par l'Ageing Working Group, tout en postulant une croissance du PIB se limitant à 2,2% par an de 2014 à 2040.⁹ Tant les indicateurs de finances publiques

⁹ Les dépenses de pension sont ajustées à la baisse par rapport à l'Ageing Working Group (AWG), car le scénario de croissance du PIB plus prudent privilégié par la BCL se traduit par de moindres arrivées de frontaliers, avec à la clef de moindres montants absolus de pensions à moyen terme.

que les indicateurs macro-économiques correspondent strictement à ceux des projections macro-économiques de la BCL sur l'horizon 2011-2013. La croissance devrait en effet être durablement pénalisée par la « crise souveraine » et ses répercussions, par les restructurations en cours du secteur financier, par l'instauration des normes Bâle III et éventuellement par diverses innovations fiscales et réglementaires. Enfin, la crise a induit un sensible décrochage de la formation brute de capital, ce qui ne manquera pas d'affecter négativement la capacité de production.

Les autres hypothèses présidant aux simulations de moyen terme sont détaillées dans l'encadré ci-joint. Il est notamment tenu compte de la déperdition de trois types de recettes, à savoir les impôts directs sur les sociétés, les recettes associées au « Tanktourismus » et enfin les recettes de TVA liées au commerce électronique.

Encadré: Hypothèses de base des simulations de moyen terme

La croissance économique postulée de 2014 à 2040 s'établirait à 2,2% l'an. Conformément aux projections de l'Ageing Working Group (AWG), le salaire réel par employé augmenterait quant à lui au même rythme que la productivité, soit de 1,7 % par an, ce qui signifie que la progression de l'emploi se stabiliserait à 0,5% par an. La masse salariale et les cotisations sociales supportées par les salariés demeurerait donc stables par rapport au PIB. Le taux d'inflation est quant à lui supposé atteindre 2% par an de 2014 à 2040. Il est par ailleurs en ligne avec les projections macro-économiques de la BCL de 2011 à 2013.

Les hypothèses démographiques sont de facture relativement classique et ne seront pas évoquées en détail ici. Il convient de noter le nombre élevé d'immigrants, de 3 000 à 4 000 personnes par an. Les recettes et les dépenses publiques résultent des projections macro-économiques de la BCL jusqu'en 2013 et des hypothèses précitées à partir de 2014. Toutes les simulations sont par ailleurs effectuées en termes structurels. Les cycles économiques ne sont pas inférés sur l'horizon de projection, les simulations ne pouvant se concevoir qu'en moyennes de cycles.

Les recettes et dépenses étant «nettoyées» de l'impact des cycles conjoncturels et des mesures temporaires, le cycle conjoncturel n'est pas en mesure de distordre le point de départ des projections, à savoir le solde budgétaire en 2013 (une absence de neutralisation des cycles aurait affecté négativement les simulations, du fait de la situation conjoncturelle escomptée pour 2013).

Sur le versant des dépenses, il est supposé que la masse salariale des agents de la fonction publique évoluera parallèlement à celle du secteur privé, ce qui revient à considérer que les salaires moyens et l'emploi dans le secteur public vont s'accroître au même rythme que dans le privé tout au long de l'horizon de simulation. Cela signifie qu'en vitesse de croisière, l'emploi public va progresser de 0,5% par an, ce qui paraît modéré à l'aune des évolutions observées au cours des dix dernières années. En matière sociale, les dépenses de pension (régime général et régimes spéciaux confondus dans l'ensemble de la présente section de l'avis), d'assurance maladie, d'assurance dépendance et de chômage sont censées évoluer de la même manière que dans le scénario de base de l'AWG. Cela implique une nette augmentation des dépenses primaires associées à ces quatre domaines, à raison de 12% du PIB. Cet impact est cependant tempéré par le traitement réservé aux prestations familiales. Ce poste, qui pèse d'un poids certain au Luxembourg, n'est pas considéré dans l'étude de l'AWG. Afin d'inférer l'évolution à moyen terme de ce poste, qui représentera environ 2,5% du PIB en 2013, il est supposé que les prestations de la Caisse Nationale des Prestations Familiales ne seront pas indexées aux prix, en vertu des décisions adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite d'avril 2006. Dans la même perspective, il est postulé que les autorités n'adopteront pas de mesures nouvelles en matière de prestations familiales. Le montant nominal des prestations en question est par conséquent gelé tout au long de l'horizon de simulation. En conséquence, les prestations correspondantes passent de 2,5% du PIB en 2013 à 1,0% du PIB seulement en 2040 dans les simulations.

Sur le versant des recettes, il est tenu compte de trois grandes sources de fragilité des recettes publiques, déjà soulignées notamment dans l'avis sur les finances publiques du Conseil Supérieur pour un Développement Durable, publié en septembre 2008 et dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2011. Ces trois sources de vulnérabilité sont les suivantes:

- Les impôts directs sur les sociétés. Ces impôts (essentiellement l'impôt sur le revenu des collectivités, l'impôt de solidarité correspondant et l'impôt commercial communal) représenteront selon les projections macro-économiques préliminaires de la BCL 4,8% du PIB en 2013. Ce ratio serait toujours nettement supérieur au ratio correspondant calculé pour la zone euro en 2010, soit 2,5% du PIB (inféré à partir de données d'Eurostat). La simulation de référence présentée au point précédent postule une croissance de l'ordre de 2,2% par an, qui reflète notamment l'hypothèse d'un secteur financier moins dynamique que par le passé. Une convergence graduelle, vers la moyenne de la zone euro, du ratio d'impôts directs sur les sociétés semble tout à fait logique dans un tel contexte.

- Les recettes de TVA découlant du commerce électronique: en vertu du «VAT package» approuvé par le Conseil européen en décembre 2007, la perception de la TVA liée au commerce électronique reposera sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence et non plus le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Le «package» prévoit une période transitoire de 2015 à 2019, ce qui signifie que les recettes de TVA afférentes vont inmanquablement s'étioler au cours de cette période (le pays d'établissement des sociétés actives dans le domaine du commerce électronique pourra conserver 30% des recettes de TVA afférentes en 2015 et 2016, 15% de ces recettes en 2017 et 2018 et 0% à partir de 2019). Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important, car ces recettes représentent de l'ordre de 1% du PIB au Luxembourg.
- Les recettes liées au «Tanktourismus» représentent selon les estimations de la BCL 2% du PIB (la méthode de calcul est décrite dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2011). Il s'agit là d'une estimation restreinte, dans la mesure où elle ne prend en compte que la TVA et les accises sur les ventes de produits pétroliers à des non-résidents, donc compte non tenu des taxes indirectes correspondant aux ventes à ces derniers de tabac et alcool. Pour rappel, les seules accises et droits sur le tabac et l'alcool imputables aux non-résidents se sont montées en 2010 à environ 1% du PIB.

La règle générale à laquelle se conforment les scénarios budgétaires à moyen terme commentés ci-dessous est que les autres recettes que les trois rentrées précitées évoluent parallèlement au PIB. C'est par exemple le cas en ce qui concerne les cotisations sociales supportées par les actifs, puisque la masse salariale est elle-même censée demeurer stable par rapport au PIB. Le principe de la proportionnalité entre les recettes et le PIB souffre cependant de quelques exceptions. En premier lieu, la BCL, à l'inverse de l'AWG, tient compte de l'incidence positive de l'accroissement marqué des pensions sur les cotisations sociales supportées par les retraités (maladie et assurance dépendance) et sur les impôts directs dont ils sont redevables. Cet effet, qui concourt à amortir quelque peu l'impact du vieillissement, n'est nullement négligeable. Il contribue en effet à améliorer le solde public primaire à raison de 1,2% du PIB de 2014 à 2040.

Un autre domaine où le présent encadré se distingue du rapport de l'AWG est la prise en compte des revenus du patrimoine – sur les réserves de pension notamment – et des charges d'intérêt. Le taux de rendement du patrimoine est censé atteindre 3% l'an. Le taux d'intérêt implicite sur la dette est quant à lui fixé à 3,5%, en termes nominaux, tout au long de l'horizon de projection. La dynamique d'évolution de la dette prend en compte une

contrainte impérative: l'Administration centrale n'est bien entendu pas censée financer ses déficits en puisant dans les réserves de pension.

Il convient enfin de noter que les simulations d'endettement prennent en compte de façon exhaustive les actifs financiers nets (actifs financiers bruts moins engagements financiers) des Administrations publiques à la fin 2010, tels qu'ils ressortent des comptes financiers – ces derniers faisant l'objet de publications régulières depuis avril 2011. Les actifs financiers nets des Administrations publiques, qui atteignaient 49% du PIB à la fin 2010, sont intégralement pris en compte dans les simulations commentées ci-dessous. Ces actifs financiers nets incorporent notamment les actions, le numéraire, les dépôts et les parts d'OPC détenues par l'ensemble des Administrations publiques (notamment les communes, l'Administration centrale – en ce compris les actifs des fonds spéciaux et le Fonds de compensation du régime général de pension).

Les actifs financiers bruts des Administrations publiques hors actifs de pension sont censés s'étioler graduellement après 2010. Ces actifs reviendraient par hypothèse de 42% du PIB en 2010, à 21% du PIB en 2020 et à 14% en 2040. Cette hypothèse de liquidation graduelle de ces actifs permet de limiter le recours à l'endettement. La prise en compte exhaustive des actifs financiers (y compris les participations) contribue donc à freiner la progression de l'endettement dans les simulations commentées ci-dessous.

Sous les hypothèses précitées, la situation budgétaire évoluerait comme l'indique le tableau suivant, qui décrit les résultats les plus saillants de la simulation de référence. Il convient d'entrée de jeu de faire remarquer que les déficits et le niveau de dette inférés de 2013 à 2040 ne constituent nullement des prévisions au sens propre du terme, car il est vraisemblable que les autorités réagiront avant qu'une telle détérioration ne se produise, à rebours donc de l'hypothèse de « politique inchangée ». La simulation de référence vise simplement à illustrer les dangers inhérents à un comportement trop attentiste au cours des prochaines années. Il est en effet particulièrement difficile d'enrayer une dynamique d'endettement lorsque cette dernière s'est amorcée.

La simulation de référence résumée au tableau montre que le ratio de recettes totales diminuerait sensiblement sur l'horizon de projection, sous l'effet de la déperdition des impôts directs sur les sociétés, de la «TVA électronique» et du «Tanktourismus». Il s'ajouterait à cet impact négatif un déclin pour le moins marqué des revenus du patrimoine à partir de 2020, sous l'effet de la disparition progressive des réserves de pension. Ces deux effets défavorables seraient partiellement compensés par l'augmentation tendancielle de la

base commune des cotisations sociales et des impôts directs sur les ménages, qui se compose principalement de la masse salariale et des pensions versées. Si la masse salariale demeure par hypothèse stable par rapport au PIB, il en est bien entendu tout autrement des pensions, qui donnent notamment lieu au paiement de cotisations pour soins de santé en nature et d'impôts sur les traitements et salaires.

Tableau 6: Scénario de référence: évolution de la situation budgétaire des Administrations publiques avec déclin des impôts directs sur les sociétés, de la «TVA électronique» et du «Tanktourismus» (en % du PIB tendanciel)

	2013	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Recettes totales	41,0	41,2	40,5	39,7	38,9	38,1	37,6	37,1
Impôts directs	14,2	14,1	14,1	13,9	13,7	13,6	13,4	13,2
Impôts indirects	11,2	11,1	10,3	9,7	9,3	9,0	8,6	8,2
Cotisations sociales	12,3	12,3	12,3	12,3	12,5	12,5	12,6	12,7
Revenus d'intérêt	0,5	0,7	0,8	0,9	0,4	0,1	0,0	0,0
Autres	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Dépenses totales	42,2	42,6	42,9	45,2	48,4	51,8	56,3	60,6
Transferts sociaux	21,4	21,7	22,0	23,9	26,6	28,9	31,5	33,5
Investissements publics	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Rémunérations des agents	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Autres dépenses primaires	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Charges d'intérêt	0,6	0,7	0,7	1,1	1,6	2,7	4,6	6,9
Déficit (-) ou surplus (+)	-1,1	-1,4	-2,5	-5,5	-9,5	-13,7	-18,7	-23,5
Dette publique	19,5	20,5	22,2	34,5	50,9	90,3	149,7	220,5
Dont pensions	-26,9	-26,9	-26,8	-21,8	-6,3	20,5	58,4	104,8

Sources: Ageing Working Group, IGSS, Statec, calculs BCL.

Les dépenses de pension augmenteraient à raison de 12% du PIB de 2013 à 2040. Les prestations de santé et les dépenses de l'assurance dépendance progresseraient pour leur part à concurrence de 1,3 et 1,0% du PIB, respectivement, au cours de la même période. Ces augmentations, qui atteindraient au total 14% du PIB, ne seraient que partiellement contrées par la diminution des prestations familiales (-1,6 % du PIB). Les autres dépenses des administrations publiques que les transferts sociaux sont supposées demeurer stables par rapport au PIB, sauf bien entendu les charges d'intérêt, qui passeraient de 0,7% du PIB en 2013 à quelque 6,9% du PIB en 2040. Ce résultat frappant illustre les dangers inhérents à une dynamique d'endettement non maîtrisée. Du fait de l'hypothèse de rigidité des dépenses, qui semble fondée à l'aune de l'expérience, le scénario de référence donne lieu à

des déficits croissants qui excéderaient largement la valeur de référence de 3% du PIB durant la majeure partie de l'horizon de projection. A terme, ces déficits seraient même supérieurs à 20% du PIB. Dans ce contexte, la dette publique brute consolidée (définition «Maastricht») progresserait de façon exponentielle. Elle dépasserait les 30 % du PIB en 2019 et franchirait le seuil de référence de 60% du PIB dès 2027, avant d'excéder les 200% du PIB vers la fin de l'horizon de projection. Comme l'indique le tableau, les systèmes de pension (régime général et régimes spéciaux confondus), dont l'endettement devrait atteindre plus de 100 % du PIB en 2040 et bien davantage par la suite, du moins à politique inchangée, constituent l'un des principaux moteurs de la dynamique d'endettement. Il convient cependant de noter que les autres composantes des Administrations publiques – en particulier l'Administration centrale – alimenteront également cette dynamique à politique inchangée, en raison de l'importance de leurs déficits structurels.

Comme l'illustre la simulation de référence, les finances publiques luxembourgeoises seraient confrontées à un triple choc au cours de la période 2013-2040, du moins en l'absence de mesures nouvelles. En premier lieu, elles devraient faire face à la déperdition évoquée ci-dessus de trois recettes. La défaillance des trois impôts précités se monterait au total à 4,8% du PIB à l'horizon 2040 (1,8% du PIB pour les impôts sur les sociétés, 1% pour la TVA électronique et 2% pour le «Tanktourismus»). La BCL a pourtant opté pour un scénario de déperdition assez graduel, s'étendant sur tout l'horizon de simulation en ce qui concerne le «Tanktourismus» et les impôts sur les sociétés. En second lieu, les dépenses liées au vieillissement augmenteraient de quelque 12% du PIB sur l'horizon de simulation. En troisième lieu, les charges d'intérêt progresseraient à raison de 6% du PIB d'ici 2040, ce qui représenterait environ la moitié de l'effet du « vieillissement ».

Il convient par ailleurs de noter que le principal résultat mis en évidence par la simulation de référence, à savoir une considérable dégradation de l'état de nos finances publiques, ne dépend pas fondamentalement de l'hypothèse de déperdition des recettes. Dans un scénario alternatif – et pour le mois «volontariste» – où ces trois recettes demeureraient stables en pourcentages du PIB, le ratio d'endettement connaîtrait également une vive progression. La dette brute consolidée des Administrations publiques atteindrait en effet sous cette hypothèse alternative 26% du PIB en 2020 et elle serait de l'ordre de 100 et de 150% du PIB tendanciel en 2035 et en 2040, respectivement. Le ratio d'endettement excéderait par ailleurs la valeur de référence de 60% du PIB en 2031, soit seulement quatre ans plus tard que sous le scénario postulant une déperdition des impôts sur les sociétés, des recettes «Tanktourismus» et de la TVA électronique.

La simulation de référence illustrée au tableau précédent servira de point d'ancrage au point suivant, consacré à la définition d'une stratégie budgétaire appropriée. Toute stratégie budgétaire se doit d'ailleurs d'être empreinte de la plus grande prudence dans une petite économie ouverte exposée à nombre de chocs économiques potentiels. Il serait très périlleux d'asseoir une telle stratégie sur des projections qui ignoreraient la vulnérabilité des recettes ainsi que le phénomène du vieillissement et s'étayant par ailleurs sur un taux de croissance trop élevé.

6. Stratégie de consolidation recommandée

Les simulations montrent qu'un important effort de consolidation budgétaire s'impose. Les Administrations publiques luxembourgeoises doivent mettre en œuvre dès 2012 le processus de transition vers l'Objectif budgétaire à moyen terme d'un surplus supérieur à 1% du PIB. Cet effort de consolidation, qui se monterait à 0,8% du PIB – soit à 350 millions d'euros – pour la seule année 2012, doit s'accompagner d'une réforme en profondeur de nos systèmes de pension. Seule une telle stratégie permettrait d'éviter le déclenchement d'une funeste spirale de l'endettement. Elle s'impose d'urgence, car une consolidation budgétaire est d'autant plus douloureuse socialement qu'elle est tardive.

Les simulations effectuées ci-dessus de même que les constats de la Commission européenne et de nombre d'autres institutions montrent clairement qu'une consolidation budgétaire s'impose d'urgence au Luxembourg. Le Gouvernement est lui-même en accord avec ce diagnostic, puisqu'il annonce dans la 12^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg: «Le Gouvernement a approuvé un paquet de mesures de consolidation portant sur les exercices budgétaires 2011 et 2012. Une revue à mi-parcours de la situation des finances publiques est prévue pour l'année 2012. En cas de besoin, c'est-à-dire si le Gouvernement estime que la convergence vers l'objectif d'un solde budgétaire équilibré en 2014 progresse à un rythme insuffisant, des mesures supplémentaires de consolidation budgétaire seront spécifiées lors de cette revue à mi-parcours.»

L'objectif d'équilibre budgétaire en 2014 mentionné par les auteurs de la 12^{ème} actualisation doit s'entendre en termes non ajustés de la conjoncture. Cet objectif officiel diffère donc de l'objectif recommandé par la BCL à un double titre, en ce qui concerne le montant (0% du PIB contre un surplus de 1% pour la BCL) et la définition (solde non-ajusté d'une part, solde structurel pour la BCL). La définition privilégiée par la BCL est conceptuellement proche des objectifs budgétaires à moyen terme (OMT) inhérents au volet préventif du Pacte de Stabilité.

Conformément aux conclusions du Conseil européen de mars 2005, l'OMT diffère d'un Etat membre à l'autre, afin de prendre en compte la diversité des positions et développements économiques et budgétaires ainsi que l'importance respective des risques susceptibles d'affecter la soutenabilité des finances publiques compte tenu notamment des évolutions démographiques prévisibles. Les modalités présidant à l'intégration aux OMT des changements démographiques prévisibles ont été approuvés par le Conseil Ecofin en juillet 2009.

Les autorités européennes considèrent que compte tenu de l'impact escompté du vieillissement sur les dépenses publiques futures du Luxembourg, ce dernier devrait opter pour un OMT se situant entre 0,75 et 1,5% du PIB, ce qui correspond à un taux central de pratiquement 1,15% du PIB. La BCL a d'ailleurs régulièrement recommandé de tendre vers un objectif de cet ordre, bien avant la redéfinition des OMT par les autorités européennes.

Cependant, dans la 12^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, les autorités indiquent *«Ainsi, dans le cas du Luxembourg la réalisation de l'objectif budgétaire à moyen terme de 0,5 du PIB en termes structurels et la mise en réserve des excédents budgétaires ainsi dégagés devraient permettre de couvrir les dépenses supplémentaires occasionnées par le vieillissement démographique d'ici à l'horizon 2040»*.

Afin de simuler la mise en œuvre de l'OMT privilégié par les autorités luxembourgeoises, soit un surplus structurel de 0,5% du PIB, la simulation de référence a été amendée afin d'intégrer des économies additionnelles. Ces économies répondent à deux hypothèses. Il est tout d'abord supposé que l'OMT d'un surplus de 0,5% (en termes structurels) sera atteint dès 2015, ce calendrier n'étant nullement spécifié par les autorités.¹⁰ Un tel objectif ne serait pourtant guère ambitieux, puisque ce surplus ne serait atteint qu'en dehors de l'horizon temporel couvert par la 12^{ème} actualisation du Programme de stabilité du Luxembourg.

Il est par ailleurs supposé que l'assainissement va s'opérer dès 2012, ce qui suppose que le projet de budget 2012 soit amendé ou que la revue à mi-parcours de la situation des finances publiques s'opère dès le début de l'année 2012. Par hypothèse, les économies simulées sont étalées de façon homogène sur la période de consolidation 2012-2015. Cette

¹⁰ L'avant-dernière actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, soit la 11^{ème}, indiquait cependant *«A noter que le retour à l'équilibre budgétaire nominal en 2014 implique un déficit structurel de 0,5% du PIB. L'objectif à moyen terme n'est donc pas atteint et des mesures de consolidation budgétaire de l'ordre de 1% du PIB en termes structurels devront être mises en œuvre à partir de 2015 afin de converger rapidement vers l'objectif à moyen terme»*.

hypothèse permet d'éviter le biais d'une consolidation déséquilibrée, pesant démesurément sur les années les plus éloignées («backloading»).

Le tableau suivant montre à suffisance qu'une telle stratégie de consolidation budgétaire, qui s'écarte des recommandations de la Commission et de la BCL, ne permettrait nullement de restaurer la soutenabilité à terme de nos finances publiques en dépit de la mise en œuvre supposée d'un tel assainissement budgétaire dès 2012. Comme l'indique le tableau, un effort de consolidation visant simplement à garantir un surplus structurel des Administrations publiques de 0,5% du PIB en 2015 livrerait des résultats assez mitigés, les finances publiques luxembourgeoises se caractérisant toujours par un emballement de l'endettement. Ainsi, le seuil des 60% du PIB serait franchi dès 2032, le ratio dépassant toujours allégrement les 100% du PIB tendanciel en 2040. La trajectoire d'endettement serait par ailleurs toujours explosive, comme l'atteste un déficit des Administrations publiques de quelque 18% du PIB en 2040.

Tableau 7: Scénario de référence plus consolidation de 0,75% du PIB par an de 2012 à 2015 (en % du PIB tendanciel)

	2013	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Recettes totales	41,0	41,2	40,5	39,7	38,9	38,1	37,6	37,1
Dépenses totales	40,7	40,3	40,0	41,8	44,5	47,5	51,6	55,5
dont charges d'intérêt	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	1,2	2,7	4,6
Déficit (-) ou surplus (+)	0,4	0,9	0,50	-2,0	-5,6	-9,4	-14,0	-18,3
Dette publique	18,0	16,1	15,1	13,7	16,9	43,5	90,5	149,4
dont pensions	-26,9	-26,9	-26,8	-21,8	-6,3	20,5	58,4	104,8

Sources: Ageing Working Group, IGSS, Statec, calculs BCL.

L'avis de la BCL sur le projet de budget 2011 mettait en exergue le fait que dans ce contexte, les autorités ne pouvaient se dispenser d'une trajectoire d'assainissement comportant impérativement deux aspects indissociables. Ces deux aspects sont (i) un surplus d'au moins 1,15% du PIB en 2015, qui implique la mise en œuvre de mesures d'assainissement portant sur 0,8% du PIB par an¹¹ de 2012 (comprise) à 2015 et (ii) une réforme d'envergure du régime de pension, consistant par exemple en une suspension pendant l'intégralité de l'horizon de projection (2013-2040) du mécanisme d'ajustement

¹¹ Ce montant ne diffère guère des 0,75% du PIB par an envisagés dans la simulation précédente, qui correspondait pourtant à un surplus bien moindre en 2015. Ce paradoxe apparent s'explique pour l'essentiel par le fait que la suspension de l'ajustement des pensions aux salaires réels exercerait déjà un impact important en 2013 et en 2015. L'économie correspondante se monterait à 0,5% du PIB en 2015.

des pensions aux salaires réels. Cette dernière disposition induirait des pensions moindres que dans le scénario de référence, à concurrence de 37% en 2040.¹² Cependant, une telle mesure ne se traduirait nullement par une diminution du pouvoir d'achat des pensionnés, puisque les pensions feraient par hypothèse toujours l'objet d'une adaptation à l'indice des prix à la consommation. En outre, le taux de remplacement des salaires par les pensions est particulièrement élevé au Luxembourg.

Les résultats d'une stratégie d'assainissement reposant sur ces deux éléments (surplus structurel des Administrations publiques de 1,15% du PIB en 2015 et suspension de l'adaptation des pensions aux salaires réels dès 2013) sont synthétisés au tableau ci-joint. Cette double stratégie permettrait, du moins selon les hypothèses présidant à la simulation, d'éviter un ratio d'endettement supérieur ou égal au seuil des 60% durant la quasi-intégralité de la période de simulation. Par ailleurs, l'endettement du régime de pension ne dépasserait pas les 11% du PIB en 2040. Le déficit des Administrations publiques serait toujours trop élevé en fin de période et les systèmes de pension feraient toujours face à une tendance à la dégradation, mais la situation des finances publiques ne revêtirait plus le même caractère explosif que dans le cadre des scénarios précédents.

Tableau 8: Scénario de référence plus consolidation de 0,8% du PIB par an de 2012 à 2015 (en % du PIB tendanciel)

	2013	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Recettes totales	41.0	41.2	40.4	39.8	39.0	38.2	37.1	36.3
Dépenses totales	40.4	40.1	39.3	40.2	41.4	42.6	43.5	44.8
dont charges d'intérêt	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.8	1.1	1.9
Déficit (-) ou surplus (+)	0.6	1.1	1.15	-0.5	-2.4	-4.4	-6.4	-8.5
Dettes publiques	17.9	15.9	14.7	13.1	16.7	24.1	35.3	61.3
dont pensions	-27.1	-27.2	-27.7	-27.6	-23.1	-14.2	-2.4	10.6

Sources: Ageing Working Group, IGSS, Statec, calculs BCL.

En résumé, pour autant que 2015 soit choisie comme «année cible» pour atteindre un OMT de 1,15% du PIB, un assainissement de plus de 3% du PIB s'imposerait sur l'horizon 2012-2015 par rapport à une évolution «à politique inchangée». Une telle trajectoire

¹² La suspension de l'ajustement aux salaires réels est mentionnée à titre indicatif. La réforme des pensions pourrait reposer sur des mesures additionnelles ou alternatives, un relèvement de l'âge effectif de la pension constituant un indispensable préalable.

correspondrait à un effort de consolidation de 0,8% du PIB chaque année au cours de cette période et ce dès 2012. Il devrait s’y ajouter une réforme d’envergure du régime de pension.

Le graphique ci-dessous illustre clairement les mérites d’une politique de consolidation proactive et assise sur une perspective pluriannuelle. Le point de départ de l’établissement du graphique est la simulation de référence illustrée au tableau 6. Trois stratégies permettant d’éviter tout endettement supérieur à 30% du PIB au cours de l’horizon de projection sont ensuite définies. Le choix d’un seuil de 30% est guidé notamment par une étude des économistes américains Reinhart et Rogoff publiée en 2009¹³, selon lesquels la croissance économique médiane des pays dont la dette publique est inférieure à 30% du PIB tend à excéder de 1% la croissance des pays présentant une dette située entre 30 et 60%.¹⁴

La courbe bleue du graphique rend compte d’une stratégie passive d’assainissement, caractérisée par un comportement «myope» d’autorités qui ne procèdent à un assainissement budgétaire que lorsque le ratio d’endettement excède un seuil de 30% du PIB au cours de l’année courante. Cet assainissement se limite par ailleurs à ramener ce ratio d’endettement à 30% du PIB, ni plus ni moins. La deuxième stratégie, illustrée par la droite amarante, constitue l’opposé de la première. Dans ce second cas de figure, les autorités ne se contentent pas d’attendre que les problèmes se matérialisent avant d’agir. Elles mettent immédiatement en œuvre une consolidation budgétaire permettant de garantir que le ratio d’endettement demeure inférieur à 30% du PIB et ce sur tout l’horizon de projection. Comme l’indique le graphique, la première stratégie, reposant sur un assainissement «de la dernière minute», nécessite à terme une réduction des dépenses et/ou une augmentation des recettes de quelque 16% du PIB. En revanche, l’assainissement «immédiat» se limiterait à 8% du PIB, soit 8% du PIB de moins que sous la stratégie passive. Un assainissement tardif équivaut donc à un assainissement massif, beaucoup plus coûteux en termes sociaux. C’est la raison pour laquelle la BCL recommande de façon récurrente la mise en œuvre d’une consolidation précoce, qui anticipe les dérapages budgétaires afin d’enrayer à la base toute dynamique d’endettement.

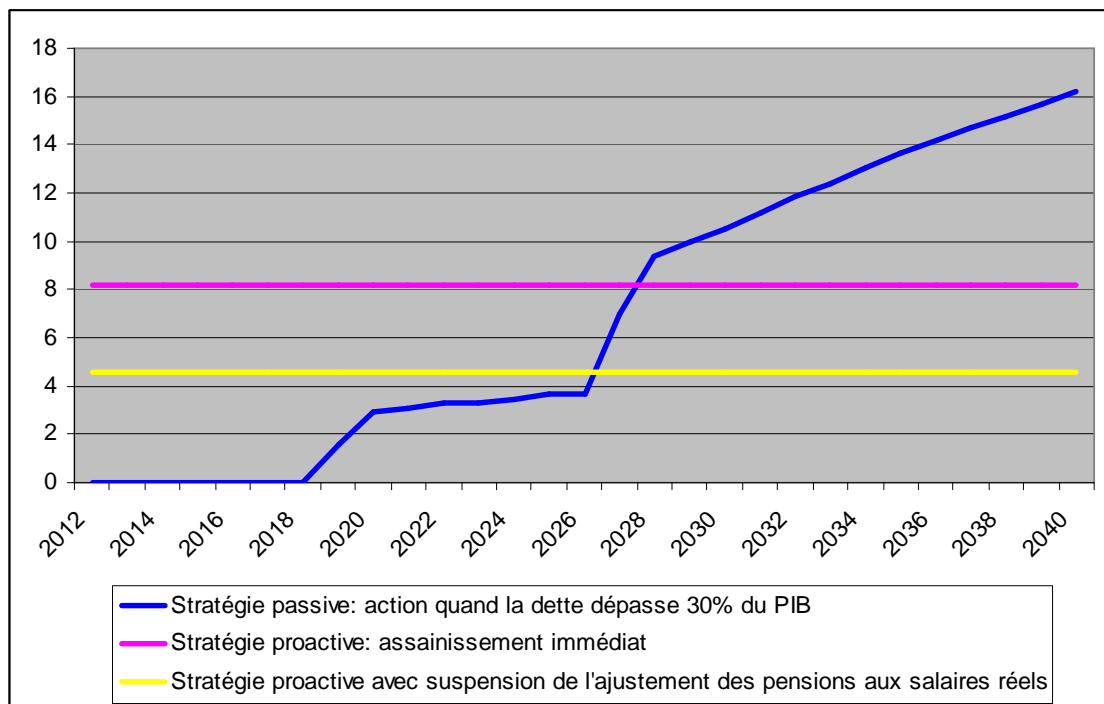
La troisième stratégie revient à mettre en œuvre en parallèle un assainissement immédiat des finances publiques et une réforme dans le domaine de la sécurité sociale. A titre illustratif, il est supposé que l’ajustement des pensions aux salaires réels sera suspendu tout

¹³ “*This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*”, C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, Princeton University Press, 2009.

¹⁴ Selon ces auteurs, cette «prime à la rigueur» s’établirait même à 2% par rapport aux nations qui ont laissé leur dette publique dériver au-delà du seuil des 90% du PIB.

au long de l’horizon de projections. Dans ce cas, l’assainissement immédiat peut se limiter à 4,5% du PIB, avec bien entendu un effort additionnel dans le domaine de la sécurité sociale. Cette dernière stratégie, illustrée par la droite jaune, est conceptuellement assez proche de la stratégie de consolidation recommandée par la BCL, qui repose sur l’objectif d’un excédent structurel des Administrations publiques de 1,15% du PIB en 2015 et sur la mise en œuvre conjointe de réformes structurelles de la sécurité sociale.¹⁵

Graphique 14: Stratégies d’assainissement: les mérites d’une politique proactive (effort cumulé de consolidation requis, en % du PIB)



Sources: Ageing Working Group, Agence internationale de l’Energie, Eurostat, IGSS, actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, Statec, calculs BCL.

¹⁵ Le montant de l’assainissement immédiat, soit 4,5% du PIB, est quelque peu supérieur aux efforts additionnels de 3% du PIB requis dans le cadre de la stratégie «OMT de 1,15% en 2015». Ce paradoxe apparent s’explique par le fait que le premier montant mentionné est conditionnel à un plafond d’endettement de 30%.

7. Intérêt d'un solde des Administrations publiques en surplus d'au moins 1% du PIB

Un surplus d'au moins 1% du PIB s'impose dans une optique de soutenabilité à terme des finances publiques. La forte volatilité inhérente aux finances publiques luxembourgeoises impose également un tel objectif, qui seul est à même de circonscrire le risque de violation de la valeur de référence de 3% de déficit.

Un surplus d'au moins 1% du PIB constitue une condition nécessaire – bien que non suffisante – à la restauration de la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises, comme l'illustrent les sections précédentes. Un tel surplus s'impose également pour une autre raison: lui seul permet de circonscrire suffisamment le risque d'un déficit des Administrations publiques supérieur ou égal au seuil des 3% du PIB.

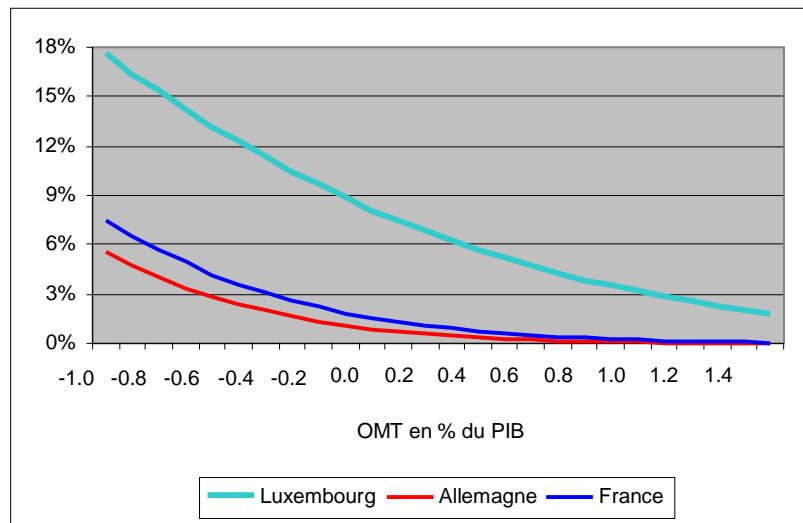
Ainsi, l'écart type mesuré au cours de la période 1991-2006 des soldes des administrations publiques a atteint quelque 2,2% du PIB au Luxembourg, soit nettement plus que dans des pays de plus grande taille tels que l'Allemagne et la France, où l'écart type s'est limité à respectivement 1,3 et 1,4% du PIB au cours de la même période.

Comme l'illustre le graphique ci-joint, la forte volatilité des soldes luxembourgeois impose le choix d'un objectif à moyen terme (OMT) particulièrement exigeant, afin de prémunir le Luxembourg contre une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB prévue au Traité Instituant la Communauté Européenne. L'OMT actuellement annoncé par les autorités, soit un surplus structurel de 0,5% du PIB, paraît bien insuffisant à cette aune. Même dans l'hypothèse où cet objectif à moyen terme serait respecté en moyenne, la probabilité d'une violation de la valeur de référence au cours d'une année donnée – qui constitue pourtant une période de référence assez courte – serait de l'ordre de 5%. Les probabilités correspondant à un OMT similaire se limiteraient à 4% en Allemagne et à 6% en France, car la plus grande taille de ces pays donne lieu à une moindre volatilité des soldes budgétaires. Ces résultats montrent à suffisance que des OMT appropriés à la situation de ces pays ne peuvent être répliqués par une petite économie ouverte telle que le Luxembourg.

Afin de ramener la probabilité de violation de la valeur de référence à un niveau de probabilité qui correspond peu ou prou à l'équilibre budgétaire en Allemagne et en France (soit une probabilité de l'ordre de 2%), le Luxembourg devrait opter en guise d'OMT pour un surplus structurel significativement supérieur à 1% du PIB. Ce résultat, basé sur

l'examen de la seule volatilité des soldes budgétaires, est en congruence avec le résultat livré par l'analyse de soutenabilité des points précédents. La marge de sécurité inhérente à un tel surplus est indiquée dans un contexte économique particulièrement incertain.

Graphique 15: Probabilités annuelles de violation de la valeur de référence de 3% en fonction de l'objectif budgétaire à moyen terme poursuivi (en % du PIB)

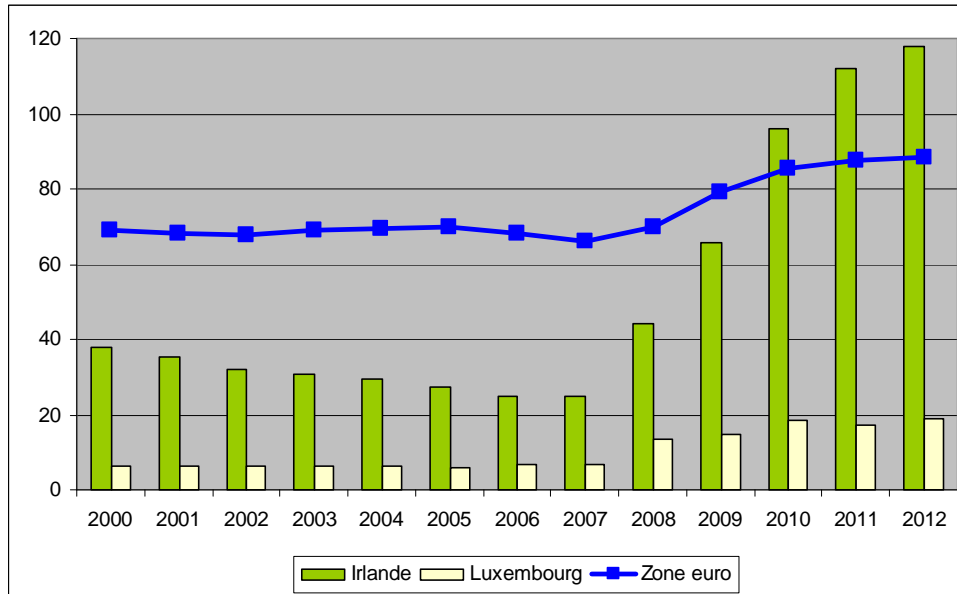


Sources: Eurostat, STATEC, calculs BCL.

Notes : Pour chaque objectif budgétaire à moyen terme (OMT), la probabilité est calculée sur la base d'une distribution normale centrée sur l'OMT et à partir de l'écart type des soldes budgétaires enregistrés sur la période 1991-2010. Ce calcul est répliqué pour chacun des trois pays. Ce mode de calcul revient à considérer que l'objectif à moyen terme sélectionné est en moyenne respecté (pas de déviations systématiques), les écarts de court terme autour de l'OMT étant symétriques. Ces écarts peuvent résulter de fluctuations macro-économiques ou de tout autre facteur de volatilité des soldes budgétaires. L'écart type observé sur le passé est censé constituer une configuration structurelle, susceptible de se reproduire dans le futur.

Le cas de l'Irlande est d'ailleurs des plus instructifs de ce point de vue. En 2007, ce pays présentait un ratio d'endettement limité à 25% du PIB. Quatre ans plus tard, ce ratio a littéralement explosé, pour atteindre plus de 100% du PIB dans la foulée de la crise économique et financière. Cette évolution met en exergue la forte vulnérabilité d'une petite économie ouverte et à forte spécialisation sectorielle, en particulier dans le présent contexte économique.

Graphique 16: Dette brute consolidée (en % du PIB)



Source: Commission européenne, projections de printemps 2011.

8. La consolidation budgétaire: davantage de sécurité dans un environnement incertain

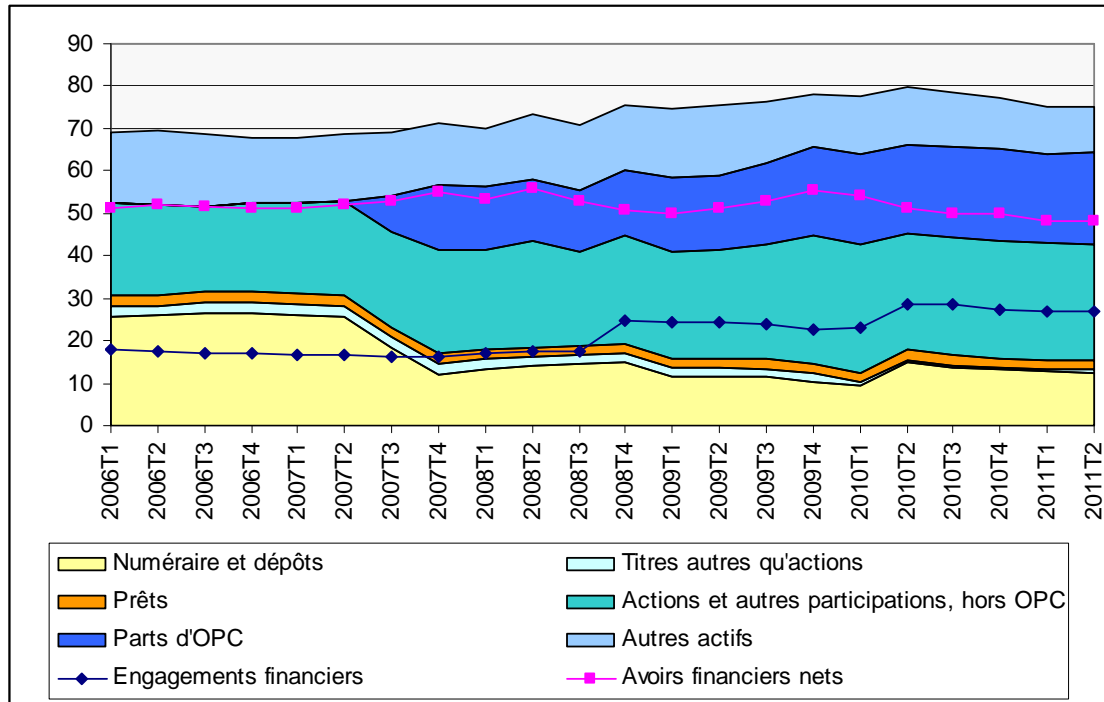
Selon les comptes financiers, les actifs financiers nets des Administrations publiques luxembourgeoises atteignent plus de 49% du PIB fin 2010. Cette situation ne peut cependant que se détériorer sensiblement en l'absence de nouveaux efforts de consolidation et de réformes de la sécurité sociale. Par ailleurs, la garantie de financement accordée récemment à Dexia BIL – à hauteur de 2,7 milliards d'euros - ne fait qu'augmenter l'exposition du Gouvernement luxembourgeois dans un environnement déjà très incertain. Celle-ci n'est pas incluse dans la dette publique en 2011 ni en 2012, étant donné qu'elle serait enregistrée seulement si elle devait être exécutée. Pourtant, en cas d'exécution, elle induirait une augmentation de la dette publique pouvant aller jusqu'à 6,4% du PIB (données 2011).

La section précédente met en exergue la forte volatilité qui caractérise les finances publiques luxembourgeoises. Une bonne situation patrimoniale constitue une nécessité dans un tel contexte. En d'autres termes, il s'impose pour les Administrations publiques luxembourgeoises de disposer d'avoirs financiers nets (AFN) importants. Pour rappel, ces derniers sont égaux aux actifs financiers totaux des Administrations publiques, y compris le

portefeuille de participations, diminués des engagements financiers bruts. Des objectifs d'AFN suffisamment ambitieux s'imposent d'autant plus que la soutenabilité à terme de la sécurité sociale n'est nullement assurée, comme indiqué à suffisance aux points précédents. Par ailleurs, il importe de ménager des marges de manœuvre budgétaires permettant à l'Etat de faire face à divers besoins en matière de logement, de transport, d'éducation supérieure et de recherche ou encore dans le domaine de l'aide au développement.

En application de l'Orientation de la Banque centrale européenne du 21 novembre 2002 relative aux obligations de déclaration statistique établies par la BCE en matière de comptes financiers trimestriels, la BCL a publié le 21 avril 2011 un premier set d'informations sur les comptes financiers du secteur privé non-financier. Les comptes financiers du Luxembourg permettent d'appréhender l'ensemble des actifs financiers des Administrations publiques, y compris les actifs du Fonds de compensation du régime de pension, des pouvoirs locaux et de l'Etat central (à l'inclusion des fonds spéciaux de l'Etat). Par ailleurs, l'ensemble des instruments financiers sont considérés, notamment des actifs peu ou pas liquides tels que les participations des pouvoirs publics. Cette exhaustivité inhérente aux comptes financiers permet de disposer d'une vue beaucoup plus complète que précédemment des AFN des Administrations publiques. Le graphique ci-joint met en évidence l'évolution de ces actifs bruts et nets des Administrations publiques au cours de la période 2006-2011. Le graphique met en relief un certain recul des actifs financiers nets après la survenance de la crise économique et financière, sous l'effet notamment de valorisation des actions et autres participations. Ainsi, les AFN ont culminé à 56% du PIB au second trimestre de 2008, pour revenir à 48% au second trimestre de 2011.

Graphique 17: Comptes financiers des Administrations publiques luxembourgeoises: avoirs financiers bruts ventilés par instrument, engagements financiers et AFN (en % du PIB)



Sources: Statec et BCL.

Notes: Les données trimestrielles sont rapportées au PIB calculé sur une fenêtre mobile de quatre trimestres (trimestre t et les trois trimestres précédents).

La surface bleue apparaissant à partir du troisième trimestre de 2007 correspond à la mise en place du Fonds de compensation du régime général de pension, qui a un statut de SICAV.

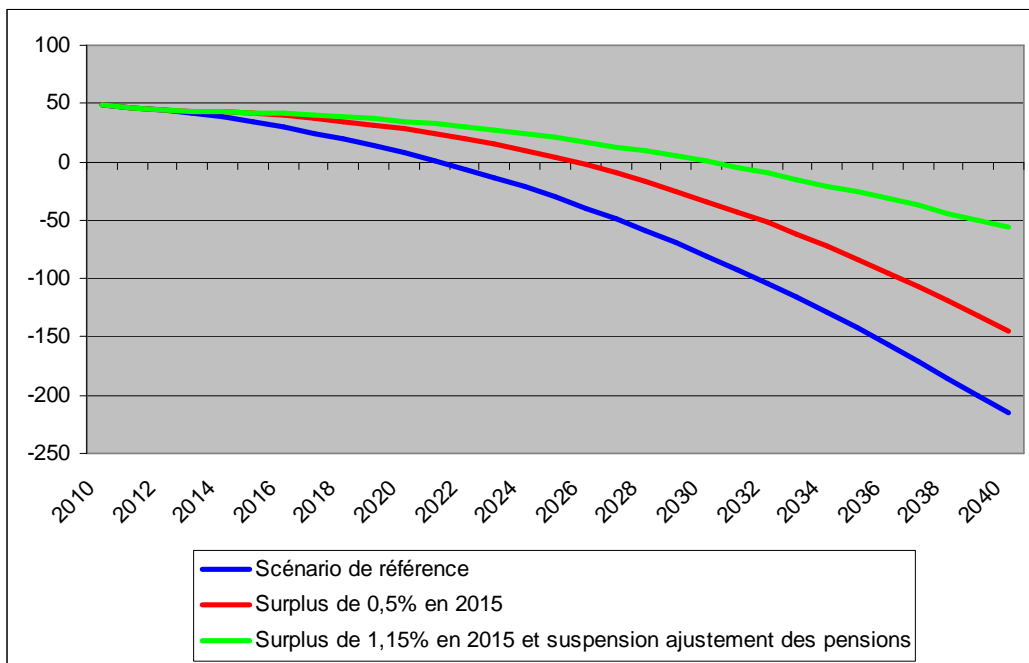
Les comptes financiers ne sont pas disponibles pour le Luxembourg avant l'année 2006.

Les AFN se sont montés à un peu plus de 49% du PIB à la fin 2010. Une telle situation pourrait inciter divers intervenants à considérer que la situation des finances publiques luxembourgeoises est fondamentalement saine. Deux remarques s'imposent à cet égard.

En premier lieu, les actifs financiers nets des Administrations publiques devraient considérablement s'affaïsser dans un futur proche, comme l'illustre clairement le graphique ci-joint. En l'absence de mesures nouvelles et toujours conditionnellement aux hypothèses décrites supra (notamment une croissance du PIB de 2,2% par an en vitesse de croisière), ces AFN devraient diminuer à vive allure, pour laisser la place à des engagements nets

considérables en fin de période.¹⁶ Sous le scénario de référence, les AFN ne représenteraient déjà plus que 8% du PIB en 2020, ce qui traduit une considérable détérioration sur un horizon de temps relativement court. La stratégie d’assainissement privilégiée par les autorités, qui repose sur la convergence graduelle vers un surplus structurel de 0,5% du PIB, ne permet pas d’altérer fondamentalement le constat d’une «fonte» graduelle du patrimoine des Administrations publiques. Le graphique montre par ailleurs que la stratégie d’assainissement recommandée par la BCL n’est pas excessivement exigeante, bien au contraire. Cette stratégie, qui constitue réellement un minimum, s’accompagne en effet également d’une érosion graduelle des avoirs des Administrations publiques.

Graphique 18: Evolution des avoirs financiers nets de 2010 à 2040
(en % du PIB tendanciel)



Sources: Ageing Working Group, IGSS, Statec, calculs BCL.

¹⁶ L'évolution des AFN est inférée en toute conformité avec la simulation de référence détaillée au point 5. Les avoirs financiers nets en fin de période (engagements nets) ne constituent cependant pas exactement le «reflet de miroir» de la dette publique mentionnée lors de la description de cette simulation de référence, puisque ce dernier concept de dette publique se réfère à la dette brute consolidée (version «Maastricht»).

En second lieu, le niveau de départ des AFN des Administrations publiques luxembourgeoises, à savoir 49% du PIB tendanciel en 2010, est loin d'être aussi favorable que l'imaginent divers observateurs. Ces avoirs sont certes plus substantiels que dans les pays voisins. Cependant, leurs économies sont plus diversifiées et moins volatiles que l'économie luxembourgeoise, comme l'indique d'ailleurs le point précédent. Par ailleurs, ils sont selon les travaux de l'AWG bien moins exposés que le Luxembourg aux conséquences du vieillissement. La situation patrimoniale du Luxembourg est d'ailleurs moins favorable que celle d'autres économies très ouvertes et présentant une forte spécialisation financière. A titre d'exemple, l'Etat singapourien a mis en place deux fonds souverains, Temasek Holding et la Government of Singapore Investment Corporation (GIC) dont les actifs totaux se montaient à la fin 2010 à quelque 171% du PIB¹⁷. Dans son rapport pour 2010/11, le GIC indique d'ailleurs explicitement que le fonds est «*a buffer or shock absorber for Singapore in downturns like that of 2009*».

Par ailleurs, le 10 octobre 2011 le ministre des Finances a annoncé qu'un groupe financier du Qatar serait prêt à reprendre la filiale luxembourgeoise du groupe Dexia, Banque internationale à Luxembourg (BIL), suite à la restructuration du groupe. L'Etat luxembourgeois est amené à participer sur deux volets: une garantie de financement et une participation dans la banque. La garantie de financement pour ses engagements existants s'élèvera à 2,7 milliards d'euros (6,4% du PIB), soit 3% de l'ensemble de la garantie accordée par les trois Etats (France, Belgique et Luxembourg). A ces 2,7 milliards d'euros se rajoute une participation minoritaire de l'Etat dans la banque, dont le volume se situera autour de 150 millions d'euros.

Les projections préliminaires de la BCL n'incluent pas cette garantie dans le total de la dette publique de 2011 ni dans celui de 2012. Aussi longtemps que cette garantie n'est pas amenée à être exécutée, il n'y aurait d'impact ni sur la dette publique, ni sur le solde budgétaire. Pourtant, cette garantie représente clairement un risque d'augmentation de la dette publique, pouvant aller jusqu'à 6,4% du PIB (données de 2011).

¹⁷ Ces chiffres s'accompagnent cependant d'un ratio de la dette au PIB de l'ordre de 100% du PIB.

9. L'indispensable maîtrise des dépenses

La marge de manœuvre étant insignifiante sur le versant fiscal, le Luxembourg doit impérativement maîtriser les dépenses de ses administrations publiques. Une analyse des dépenses en niveau révèle que ces dernières sont bien plus élevées que dans les autres pays de la zone euro. Elles tendent par ailleurs, paradoxalement, à augmenter très rapidement en comparaison internationale. Une norme de dépenses plus stricte et mieux définie s'impose dans un tel contexte.

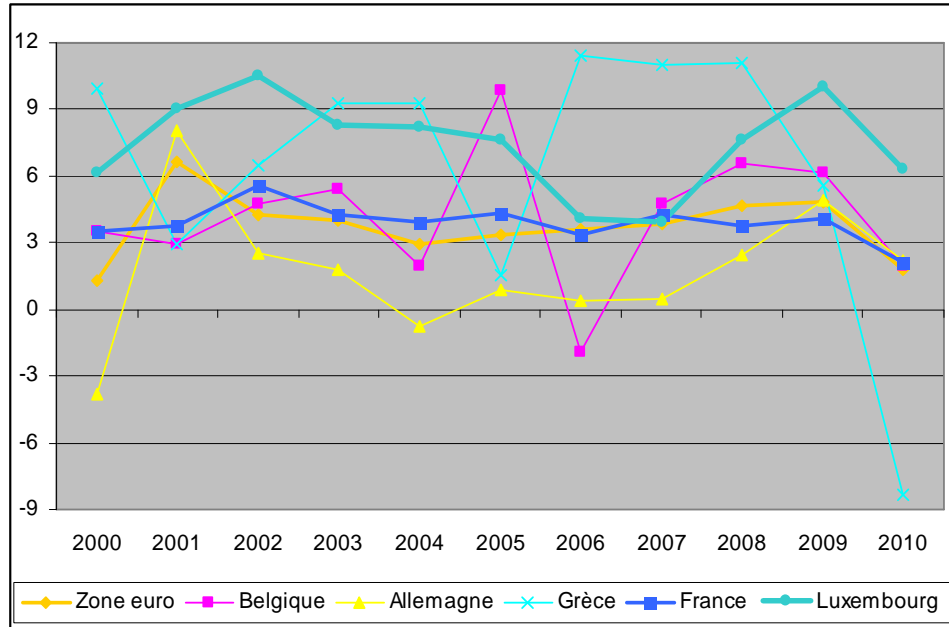
Les graphiques repris ci-dessous illustrent la forte hausse tendancielle des dépenses publiques enregistrée de 2000 à 2010. Les dépenses des Administrations publiques luxembourgeoises se sont en effet accrues de quelque 7,5% par an en moyenne depuis 2000, soit le taux de loin le plus élevé parmi les pays considérés.

En Allemagne, les dépenses des Administrations publiques ont augmenté de 1,7% seulement de 2000 à 2010, soit pratiquement 6% par an de moins que le Luxembourg. La croissance démographique y est certes moindre qu'au Luxembourg, mais le différentiel de progression de la population entre ces deux pays est de l'ordre de 2% l'an, soit seulement un tiers de l'écart constaté sur le volet « dépenses ».

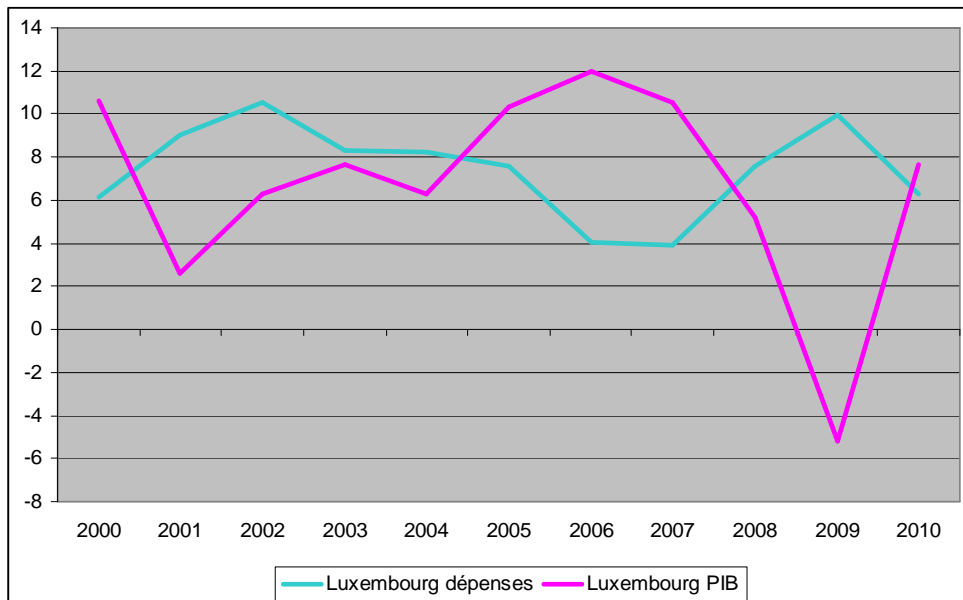
Le PIB a certes davantage augmenté au Luxembourg que dans les pays limitrophes ou dans l'ensemble de la zone euro. Cependant, même à cette aune le message est « mitigé ». La hausse moyenne des dépenses nominales a atteint 7,5% de 2000 à 2010, soit davantage que la hausse moyenne du PIB en valeur courante sur la même période (+7,0%), la crise n'étant bien entendu pas étrangère à ce résultat.

L'assainissement budgétaire doit donc surtout porter sur le volet « dépenses », d'autant que le niveau absolu de ces dernières est également très élevé en comparaison internationale. Une norme budgétaire intégrant l'aspect dépense est essentielle dans un tel contexte.

Graphique 19: Progression des dépenses totales des Administrations publiques (en %)



Graphique 20: Lien entre la croissance du PIB nominal et la progression des dépenses publiques au Luxembourg



Sources: Eurostat, Statec.

10. Cadre budgétaire national au Luxembourg: normes budgétaires

A l'occasion du Conseil européen et de la réunion des Chefs d'Etat ou de gouvernement de la zone euro du 26 octobre 2011, les Etats membres de la zone euro se sont engagés à mettre en œuvre au niveau national certaines mesures supplémentaires, qui vont au-delà du semestre européen, du Pacte pour l'euro plus et du paquet législatif concernant la réforme de la gouvernance économique. Ces mesures supplémentaires visent notamment l'adoption, d'ici la fin 2012, de règles relatives à l'équilibre structurel des finances publiques. Ces règles devront être inscrites dans la législation nationale, de préférence au niveau constitutionnel ou à un niveau équivalent. Le Luxembourg devra sans plus attendre lancer ce processus de réforme. Le cadre budgétaire national devrait au minimum comporter une définition précise des normes budgétaires, les modalités d'une politique budgétaire pluriannuelle et favoriser la transparence budgétaire.

Les sections précédentes montrent que le Luxembourg devrait choisir un objectif budgétaire à moyen terme plus exigeant, afin de garantir la soutenabilité à terme des finances publiques et de faire face à la forte volatilité intrinsèque de l'économie luxembourgeoise. Cet OMT devrait consister en un surplus des Administrations publiques d'au moins 1,15% du PIB. Cet objectif devrait être atteint en 2015, mais les autorités devraient dès 2012 adopter les mesures de consolidation additionnelles permettant de converger vers cet objectif.

Un tel objectif serait en ligne avec l'évolution du cadre présidant à la surveillance budgétaire multilatérale au niveau européen. A l'occasion du Conseil européen et de la réunion des Chefs d'Etat ou de gouvernement de la zone euro du 26 octobre 2011, les Etats membres de la zone euro se sont engagés à mettre en œuvre au niveau national certaines mesures supplémentaires, qui vont au-delà du semestre européen, du Pacte pour l'euro plus et du paquet législatif concernant la réforme de la gouvernance économique¹⁸ Ces mesures supplémentaires visent notamment d'adoption, d'ici la fin 2012, de règles relatives à l'équilibre structurel des finances publiques, traduisant dans la législation nationale, de préférence au niveau constitutionnel ou à un niveau équivalent, les règles du Pacte de stabilité et de croissance. Il a également été décidé de renforcer les cadres budgétaires nationaux au-delà de ce que prévoit la directive sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des Etats membres.

¹⁸ Ce paquet législatif a été adopté par le Parlement européen le 28 septembre 2011 et d'une manière générale par le Conseil le 4 octobre 2011, l'adoption formelle étant prévue pour ce 8 novembre 2011.

Afin de respecter ces engagements, une règle relative à l'équilibre structurel des finances publiques devra donc figurer dans notre Constitution et/ou dans une loi spéciale et ce avant la fin de l'année couverte par le projet de budget sous revue. La BCL ne peut que se réjouir de cet engagement contracté au niveau européen. Il ne peut que mieux asseoir la crédibilité de la politique budgétaire luxembourgeoise, tout en ancrant pleinement cette dernière dans le processus de réforme de la gouvernance au niveau européen. Comme l'indiquent Eichengreen et al. (2011), «*The European experience suggests that an internationally imposed fiscal rule requires a strong anchoring in domestic budgetary institutions to be effective*». ¹⁹ Une telle pratique connaît d'ailleurs un succès croissant à l'étranger, comme l'attestent les normes d'équilibre budgétaire prévalant dans nombre d'Etats américains, de provinces canadiennes ou le «Schuldenbremse» adopté en Allemagne et en Suisse.

Il importe dans ce contexte que le Luxembourg entame sans plus attendre un débat portant sur la nécessaire réforme du cadre budgétaire national.

Ce cadre devrait au moins renfermer les éléments suivants:

- La définition de la nouvelle norme de soldes, voire même de dépenses. Ces normes devraient être compatibles avec le cadre de surveillance budgétaire multilatéral adopté au niveau européen, y compris les orientations définies dans le contexte du «semestre européen».
- Les modalités de la mise en œuvre d'une politique budgétaire pluriannuelle, conformément à l'optique privilégiée dans les actualisations successives des Programmes de stabilité et les orientations définies dans le contexte du semestre européen. La planification de la loi budgétaire annuelle devrait reposer sur une planification budgétaire pluriannuelle, découlant du cadre budgétaire à moyen terme.
- La transparence du processus budgétaire: par exemple la publication régulière de données sur les Fonds spéciaux, ou des rapports réguliers sur les garanties octroyées par les Administrations publiques (les «expected losses» notamment, dès l'octroi de la garantie).
- Les «escape clauses»: dans certains cas extrêmes bien circonscrits, par exemple une catastrophe naturelle, une déviation temporaire par rapport aux normes prédéfinies peut être envisagée. Divers auteurs soulignent que si elles sont correctement

¹⁹ Eichengreen et al, *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*, Geneva Reports on the World Economy 13, September 2011.

- définies, de telles clauses renforcent les normes budgétaires, qui tendraient à devenir irréalistes en l'absence de ces clauses.²⁰
- Une définition des règles gouvernant la correction des écarts par rapport aux normes (corrections ex post, sur une ou plusieurs années).

²⁰ Voir notamment Eichengreen et al. Selon ces auteurs, l'expérience montrerait que des normes ignorant les évolutions sortant de l'ordinaire ne sont pas prises au sérieux par les décideurs, d'où l'importance d' «escape clauses» définies de façon appropriée.



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEME