BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTÈME

Avis sur le projet de budget 2022 et le projet de loi sur la programmation financière pluriannuelle 2021-2025

Présentation à la Commission des Finances et du Budget

29 novembre 2021

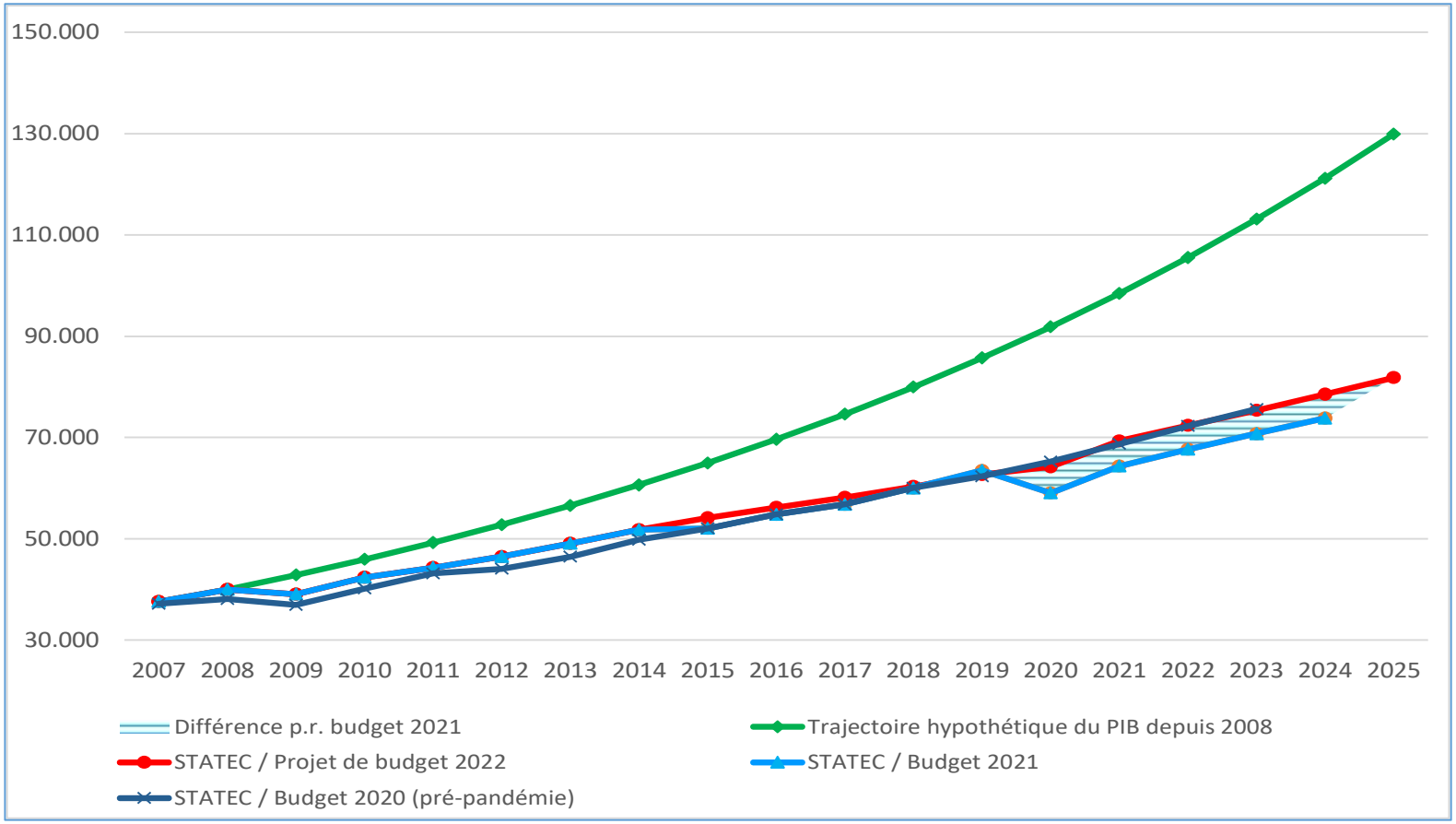
Sommaire

1. Le contexte macroéconomique
2. Le projet de budget 2022
3. Les recettes fiscales
4. La programmation pluriannuelle
5. La dette publique
6. Les défis à moyen et long terme

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

1. Le contexte macroéconomique (1/6)

Le PIB en valeur (en millions d'euros)



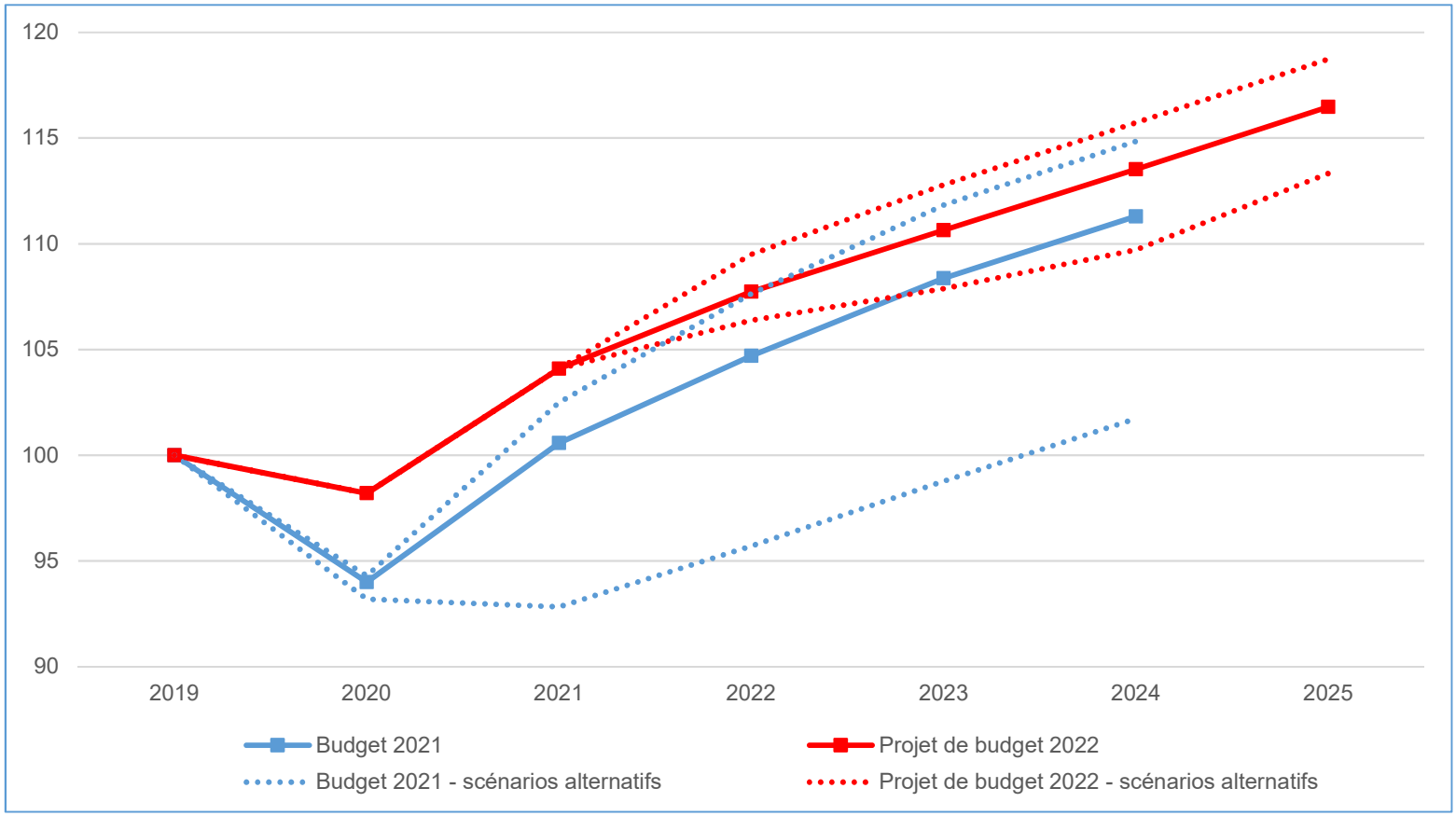
Source : budget 2021, projet de budget 2022, programmations pluriannuelles 2019-2023, 2020-2024 et 2021-2025, STATEC, calculs BCL
Note: La trajectoire hypothétique du PIB nominal depuis 2008 est calculée en appliquant au niveau observé de 2008 la croissance annuelle moyenne observée sur la période 2000-2008 (+7,2 %).

- La crise de 2008-2009 a impliqué une perte économique importante et persistante.
- Par contre, la crise COVID-19 semble donner lieu à une perte limitée et transitoire.

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

1. Le contexte macroéconomique (2/6)

PIB en volume – différents scénarios du STATEC



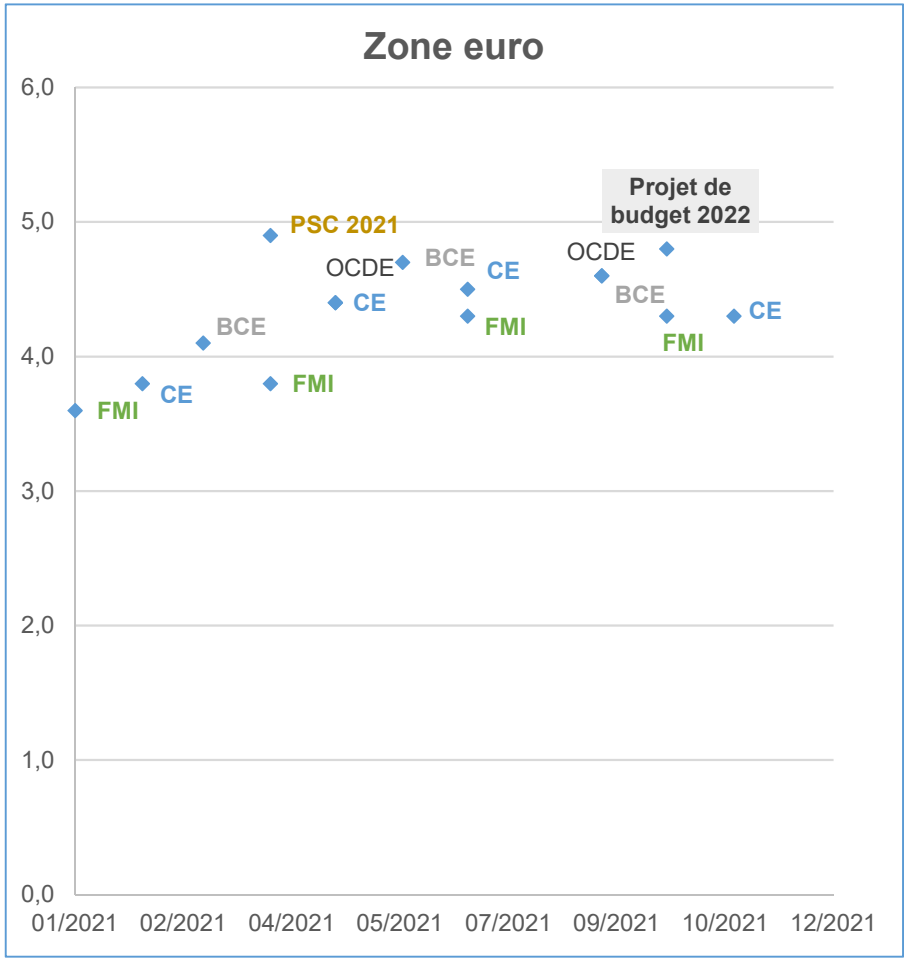
Sources : budget 2021, projet de budget 2022, programmations pluriannuelles 2020-2024 et 2021-2025, STATEC, calculs BCL

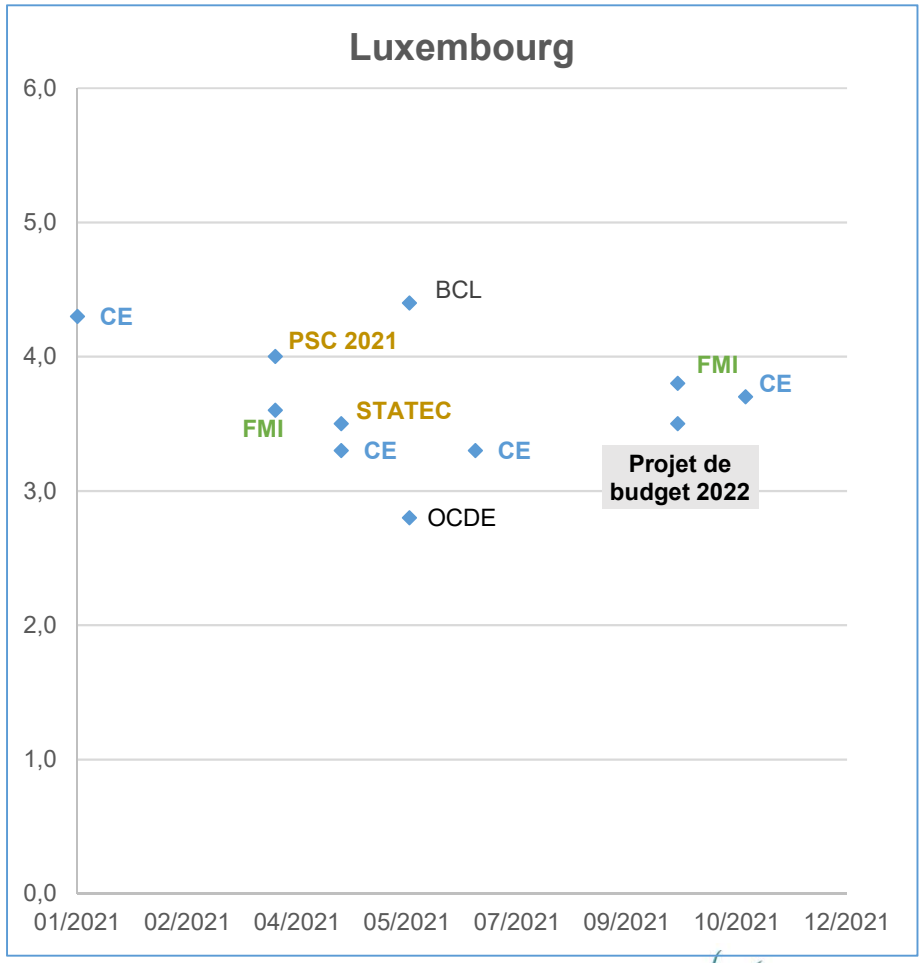
- Le scénario de base est proche du scénario favorable du budget antérieur.
- L'incertitude a diminué.

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

1. Le contexte macroéconomique (3/6)

Evolution en temps réel des projections du PIB en volume pour l'année 2022 (en %)





Sources : STATEC, CE, FMI, OCDE, BCE, BCL

- Zone euro (4,8 %): point de départ (2020 et 2021) moins favorable que pour le Luxembourg. Révisions en 2022 à la hausse.
- Luxembourg (3,5 %): prévisions pour 2022 plus basses et révisions (légèrement) à la baisse.

1. Le contexte macroéconomique (4/6)

Estimations de la comptabilité nationale et révisions

		2001-2007	2008-2009	2010-2019	2015-2019
	(variation annuelle moyenne, en %)	**Estimations d'octobre 2021**			
1	**PIB en valeur**	7,3	1,9	4,9	3,9
2	**PIB en volume**	4,2	-1,8	2,6	2,8
3	**Déflateur du PIB**	3,0	3,7	2,2	1,1
	(révisions, en p.p.)	**Différences par rapport aux estimations d'octobre 2020**			
4	**PIB en valeur**	0,2	**2,2**	-0,7	**-1,1**
5	**PIB en volume**	0,2	**1,0**	-0,5	**-0,4**
6	**Déflateur du PIB**	0,0	**1,1**	-0,2	**-0,6**

Sources: STATEC, calculs BCL

- Révision à la baisse de la croissance du PIB en valeur sur la période 2015-2019.
- Absence d'explications du STATEC sur les facteurs sous-jacents aux révisions.
- Quid révisions futures?

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

1. Le contexte macroéconomique (5/6)

Comparaison des projections macroéconomiques pour le Luxembourg pour 2022 (en %)

	Programme de stabilité et de croissance Avril 2021	STATEC Juin 2021	Projet de budget 2022 Octobre 2021	Commission européenne Novembre 2021
PIB en valeur	4,7	4,4	4,4	5,9
PIB en volume	4,0	3,5	3,5	3,7
Déflateur du PIB	0,7	0,9	0,9	2,2
Emploi total	2,8	2,5	2,5	3,4
Coût salarial moyen	-	4,1	4,1	2,6
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	-1,3	0,7	-0,2	0,2

Sources: CE, STATEC (Note de conjoncture 2021-1), Programme de stabilité et de croissance d'avril 2021, projet de budget 2022 (octobre 2021), calculs BCL

- Le gouvernement n'a guère modifié sa projection du PIB réel depuis le PSC d'avril, bien que la situation ait évolué.
- Modifications pour les autres agrégats macroéconomiques, parfois assez importantes.

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

1. Le contexte macroéconomique (6/6)

Comparaison des projections macroéconomiques moyennes pour le Luxembourg

	Projet de loi 2022 (Octobre 2021) 2023-2025 (en %)	Projet de loi 2021 (Octobre 2020) 2022-2024 (en %)	Différences (en p.p.)	Observations passées 2015-2019 (en %)
PIB en valeur	4,2	4,7	**-0,5**	3,9
PIB en volume	2,6	3,4	**-0,8**	2,8
Déflateur du PIB	1,5	1,2	0,3	1,1
IPCN	1,7	1,6	0,1	1,2
Différentiel d'inflation entre le déflateur du PIB et l'IPCN	-0,2	-0,3	0,1	0,0
PIB potentiel	2,6	2,6	0,0	
Ecart de production (en % de la production potentielle) - STATEC	**0,1**	-2,1	2,2	
Ecart de production - ministère des Finances	**-1,0**			

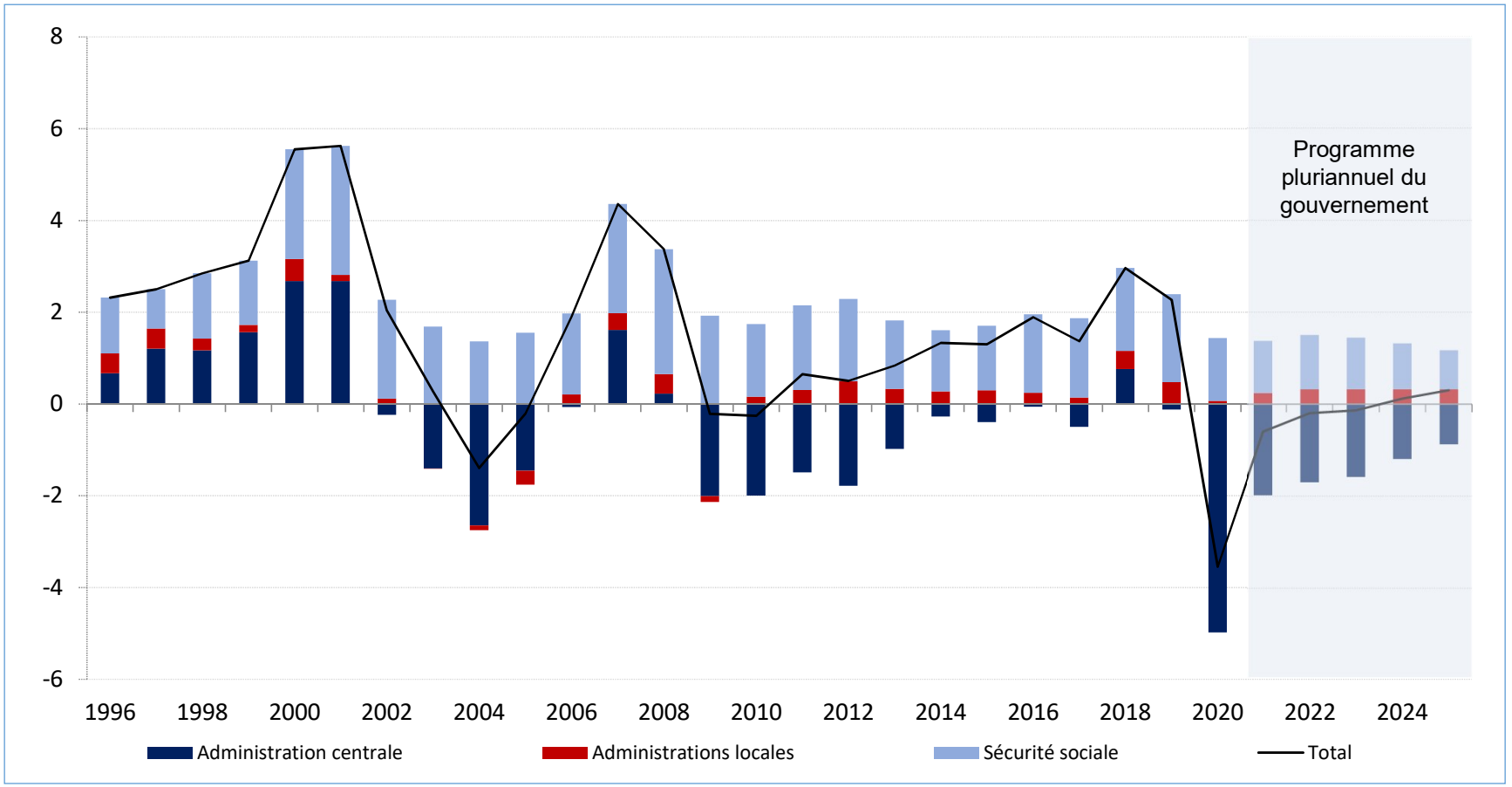
Sources: budget 2021, projet de budget 2022, programmations pluriannuelles 2020-2024 et 2021-2025, STATEC, calculs BCL

- Révision à la baisse de la croissance du PIB en valeur et du PIB en volume.
- Ecart de production nul selon le STATEC; écart négatif selon les estimations alternatives du ministère des Finances.
- Avec un écart moins élevé, les soldes budgétaires structurels sont plus favorables.
- Approche du ministère permet d'obtenir un résultat souhaité sur l'écart de production, ce qui est contraire au principe selon lequel le scénario macroéconomique doit être préparé par un institut indépendant.

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

2. Le projet de budget 2022 (1/5)

Soldes des administrations publiques (en % du PIB)



Sources : STATEC, projet de budget 2022, programmation pluriannuelle 2021-2025, calculs BCL

- Solde de l'administration centrale en surplus en 2018 et à l'équilibre en 2019.
- Déficit au niveau des administrations publiques et de l'administration centrale à partir de 2020 (crise économique et sanitaire, mise en place de plans de stabilisation et de relance, incidences décalées de la réforme fiscale) et retour graduel vers de légers surplus au niveau des administrations publiques à partir de 2024.

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2. Le projet de budget 2022 (2/5)

Révisions depuis octobre 2020

	Note	Administration centrale		Administrations publiques	
		en mio d'euros	en % du PIB	en mio d'euros	en % du PIB
Projet de budget 2022 (octobre 2021)					
Recettes	**1**	22253	30,7	32297	44,6
Dépenses	**2**	23483	32,4	32440	44,8
Solde	**3=1-2**	**-1230**	**-1,7**	**-143**	**-0,2**
LPFP 2020-2024 (octobre 2020)					
Recettes	**4**	20469	30,2	30245	44,7
Dépenses	**5**	22718	33,6	31703	46,8
Solde	**6=4-5**	**-2249**	**-3,3**	**-1458**	**-2,2**
Révisions du solde	**7=3-6**	**1019**	**1,6**	**1315**	**2,0**

Sources : projet de budget 2022, programmation pluriannuelle 2020-2024, calculs BCL

- Révisions à la hausse du solde 2022 de l'administration centrale et des administrations publiques.
- Administration centrale responsable de l'amélioration des soldes pour 2022.

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

2. Le projet de budget 2022 (3/5)

Mesures discrétionnaires prises en réponse à la propagation du COVID-19

1. Dépenses supplémentaires / moins-values de recettes (estimations)							
Liste des mesures	**Code SEC**	**Montants annoncés (en millions EUR)**	**En % du PIB 2020**	**Montants déboursés (en millions EUR) **** 2020**	**Montants déboursés (en % du PIB) 2020**	**Montants déboursés (en millions EUR) **** 2021**	**Montants déboursés (en % du PIB) 2021**
Dépenses gestion de crise sanitaire	P5 / P2	240	0,4	247	0,4	135	0,2
Fonds de relance et de solidarité	D3	200	0,3	52	0,1	198	0,3
Différentes aides sectorielles	D62/D9/D3	40	< 0,1	21	< 0,1	0,2	< 0,1
Relance économique verte et durable	D9 / D3	20	< 0,1	1	< 0,1	0	0
Mesures en faveur de l'éducation	P2 / D11	30	< 0,1	47	0,1	12	< 0,1
Aides en faveur des entreprises	D9 / D3	730	0,6	259	0,4	32	< 0,1
dont avances remboursables	*D9*	*400*	*0,7*	*152*	*0,2*	*22*	*< 0,1*
Aides en faveur des ménages	D62	1770	3	1048	1,6	231	0,3
dont chômage partiel	*D62*	*1310*	*2,2*	*624*	*1,0*	*181*	*0,3*
dont congé pour raisons familiales	*D62*	*250*	*0,4*	*238*	*0,4*	*39*	*0,1*
Total		**3030**	**5,1**	**1675**	**2,6**	**608**	**0,9**
2. Reports de paiement (estimations)							
Impôts directs	D5	1290**	2,2	232	0,4	4	< 0,1
Impôts indirects	D2	300***	0,5	196	0,3	ND	ND
Cotisations sociales	D61	3000***	5,1	103	0,2	4	< 0,1
Total		**4590**	**7,8**	**531**	**0,9**	**8**	**< 0,1**

**Calculé suivant le principe de la caisse transactionnalisée (caisse ajustée). ***Calculé suivant la méthode des droits constatés.
**** les données se réfèrent au 31 octobre 2021.
Source : données présentées par le ministère des Finances en date du 26 novembre 2021.

P5 = formation brute de capital, P2 = consommation intermédiaire, D3 = subventions, D62 = prestations sociales, D9 = transferts en capital, D11 = rémunérations, D5 = impôts courants sur le revenu, D2 = impôts sur la production et les importations, D61 = cotisations sociales.

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

2. Le projet de budget 2022 (4/5)

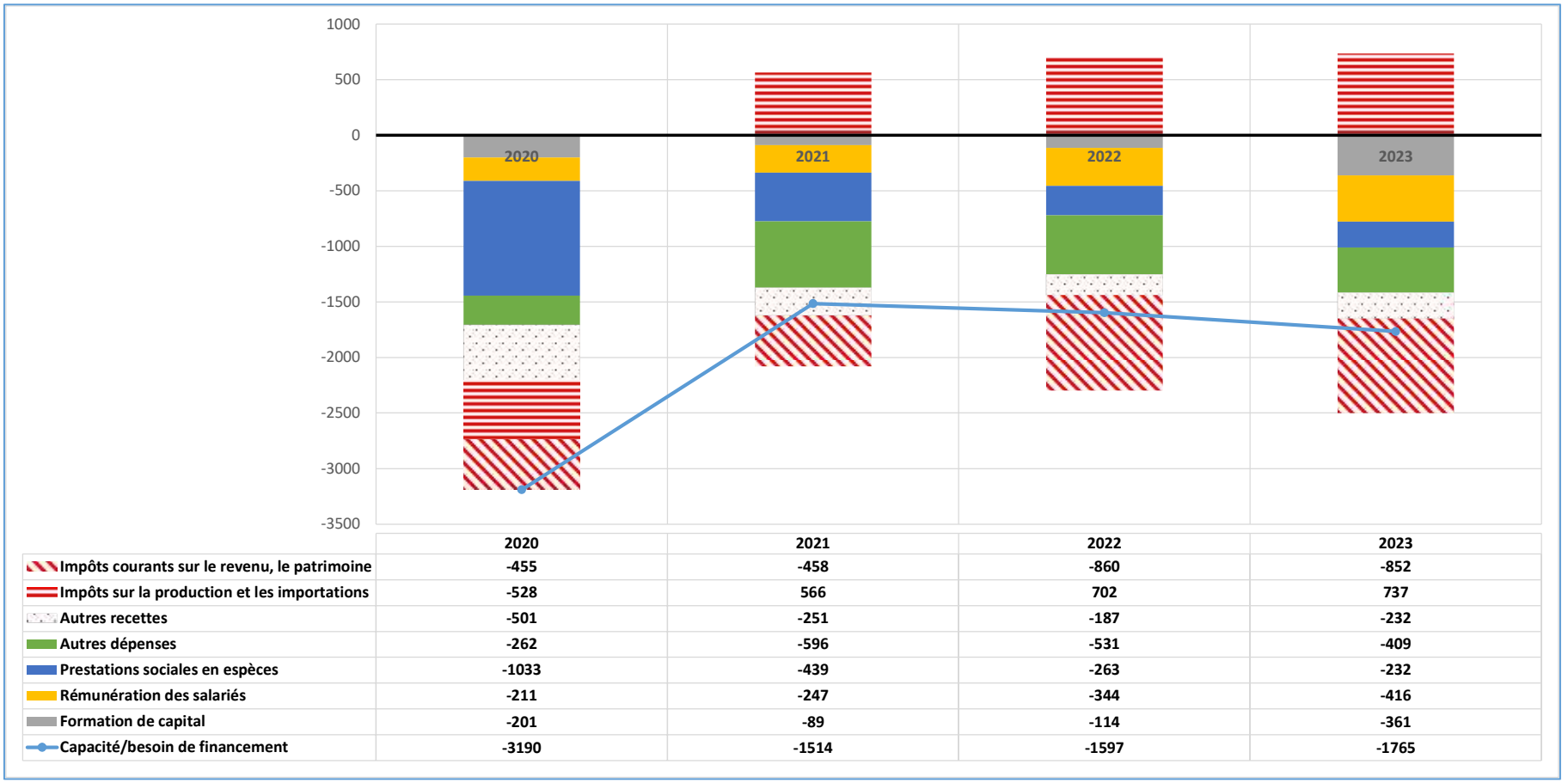
Mesures discrétionnaires prises en réponse à la propagation du COVID-19

3. Garanties / prêts adoptés/annoncés en réponse à l'épidémie du COVID-19 (montants maximaux)			
Liste des mesures	Montant (maximal) en millions EUR	En % du PIB	Montants accordés à ce stade (en millions EUR)*
Régime de garanties étatiques pour de nouveaux crédits bancaires	2500	4,2	163
SNCI - garanties PME	200	0,3	ND
SNCI - financement spécial anti-crise	400	0,7	ND
Office du Ducroire	180	0,3	104
BEI - contribution luxembourgeoise	33	<0,1	ND
SURE - contribution luxembourgeoise	77	0,1	ND
TOTAL	**3390**	**5,7**	267

Note: BEI = Banque européenne d'investissement, SURE = Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency. * les données se réfèrent au 31 octobre 2021.
Source : données présentées par le ministère des Finances en date du 26 novembre 2021.

2. Le projet de budget 2022 (5/5)

Révisions entre LPFP 2019-2023 et LPFP 2021-2025 (en millions d'euros)



	2020	2021	2022	2023
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine	-455	-458	-860	-852
Impôts sur la production et les importations	-528	566	702	737
Autres recettes	-501	-251	-187	-232
Autres dépenses	-262	-596	-531	-409
Prestations sociales en espèces	-1033	-439	-263	-232
Rémunération des salariés	-211	-247	-344	-416
Formation de capital	-201	-89	-114	-361
Capacité/besoin de financement	-3190	-1514	-1597	-1765

- Incidence importante de la crise sanitaire sur les dépenses et les recettes en 2020.
- Hausses structurelles des dépenses en 2022 et 2023 qui ne sont pas liées à la crise sanitaire.
- Incidences importantes et persistantes de la crise sur les recettes et les soldes.

Sources : budget 2020, projet de budget 2022, projet de programmation pluriannuelle 2021-2025, calculs BCL
Note: Les dépenses portent le signe négatif lorsqu'elles augmentent. Les recettes portent le signe positif lorsqu'elles augmentent.

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

3. Les recettes fiscales (1/3)

Impact de la récession sur les agrégats macroéconomiques et sur les recettes fiscales qui en dépendent

Impôts sur le revenu des personnes physiques

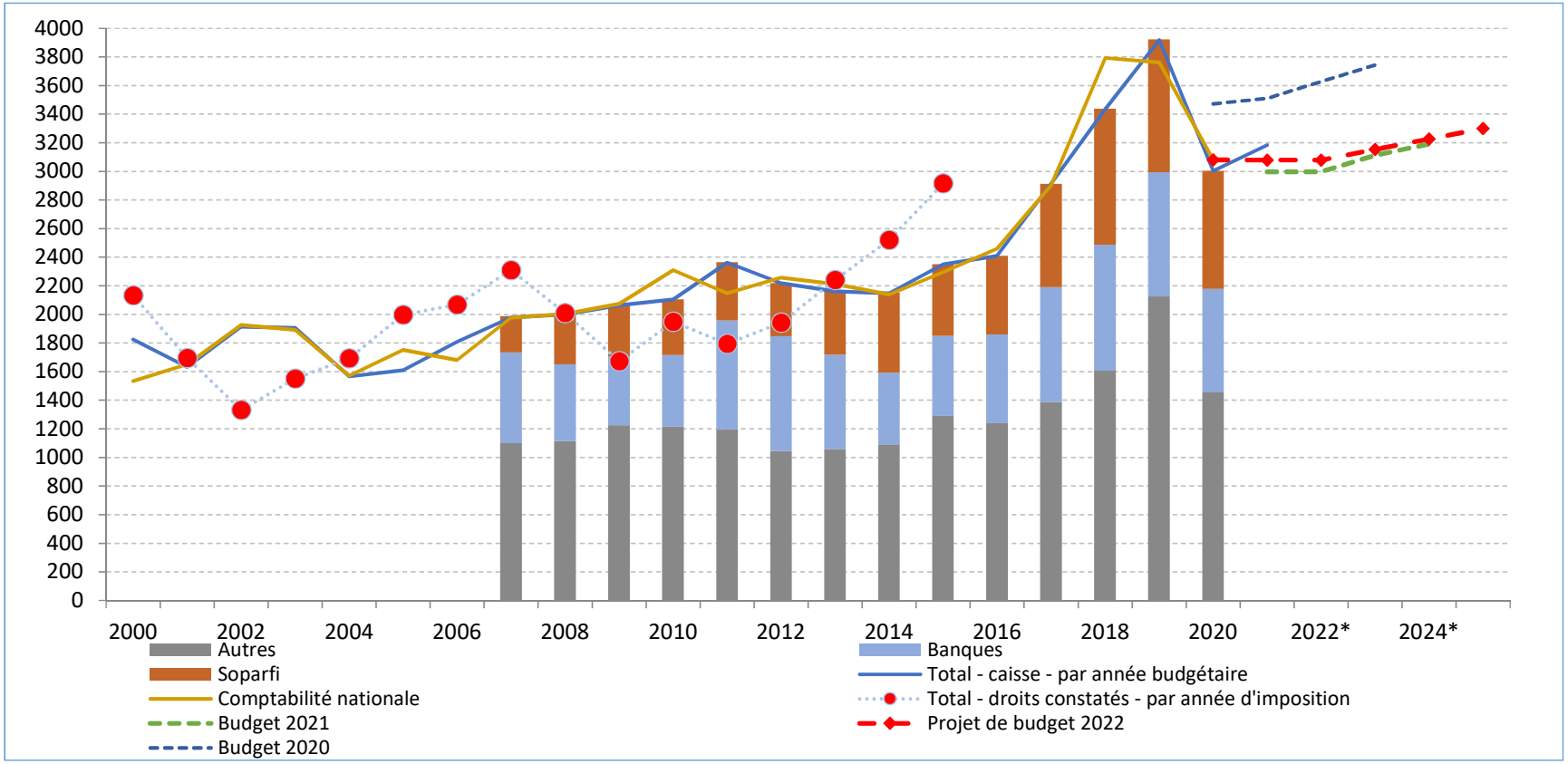
- **2021:** projections du compte provisionnel aisément atteignables, mais… absence d'informations sur l'impact du chômage partiel sur les recettes.
- **2022:** trajectoire plausible.
- **2023-2024:** Projections légèrement optimistes sur base du scénario macroéconomique du gouvernement.
- Avec la hausse actuelle des prix à la consommation, la non-indexation des barèmes fiscaux génère une ressource fiscale additionnelle.

Impôt sur la fortune payé par les sociétés

- pas d'incidence de la pandémie, révisions à la hausse
- **2021-2022:** trajectoire plausible.

3. Les recettes fiscales (2/3)

Impôts sur le revenu des sociétés (en millions d'euros)



Sources: STATEC, ministère des Finances, budgets 2020 et 2021, projet de budget 2022, programmation pluriannuelle 2021-2025, calculs BCL, *projections.

- 2021 et 2022 plausibles, mais incertitude au-delà. Baisse structurelle depuis la pandémie?
- Stock des arriérés d'impôts: quid de son évolution au-delà de 2022?

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

3. Les recettes fiscales (3/3)

TVA

- 2021: projections du compte provisionnel aisément atteignables
- 2022: projection prudente par rapport à la reprise de la consommation privée
- 2023-2025: projections inférieures aux taux de croissance historiques

Taxe d'abonnement

- 2021: projection des recettes plausible
- 2022-2025: hypothèses optimistes pour l'évolution des indices boursiers.

Douanes et accises

- Incidence de la taxe carbone sur les recettes.
- 2022: hausse des volumes de carburants, malgré l'augmentation de la taxe CO_2?
- 2023: 30 euros par tonne de CO_2
- 2024 et 2025: regrettable absence d'informations. Pourra-t-on atteindre les objectifs climatiques en 2030 sans des ajustements plus conséquents?

4. La programmation pluriannuelle (1/4)

Les objectifs de moyen terme

Objectifs européens et nationaux du gouvernement

(en temps normal)

Objectifs au niveau européen (volet préventif du PSC)	Objectifs au niveau national
Solde nominal > -3 % du PIB Dette publique < 60 % du PIB	
Respect de l'OMT (+0,5 % du PIB entre 2020 et 2022)	
	Dette < 30 % du PIB
Norme européenne des dépenses	"Norme nationale des dépenses"

- Au vu de l'activation pour 2020-2022 de la *clause pour récession économique sévère*, ces objectifs ne s'appliquent pas pour ces trois années.

4. La programmation pluriannuelle (2/4)

Les objectifs de moyen terme (en % du PIB)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Solde des administrations publiques	-3,5	-0,6	-0,2	-0,1	0,1	0,3
Solde de l'administration centrale	-5,0	-2,0	-1,7	-1,6	-1,2	-0,9
Solde structurel des administrations publiques	-1,5	0,1	0,3	0,6	0,6	0,5
Solde structurel des administrations publiques avec l'écart de production du STATEC	-1,7	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,3
Dette consolidée des administrations publiques	24,8	25,8	26,6	27,0	27,2	26,9

Sources: projet de budget 2022, projet de programmation pluriannuelle 2021-2025

Abstraction faite de l'activation de la *clause pour récession économique sévère*…

Les engagements européens

- Soldes nominaux en conformité avec les engagements européens à partir de 2021 et dette en conformité sur tout l'horizon de projection.
- Solde structurel: en ligne avec les engagements européens* (à partir de 2022**) sur base des estimations de la LPFP 2021-2025 mais pas selon celles fournies par le STATEC.

Les engagements nationaux

- Dette en dessous du seuil de 30 % sur tout l'horizon de projection.
- Solde structurel: conclusion identique à celle concernant les engagements européens.

Note: * L'OMT en vigueur actuellement (+0,5% du PIB) est considéré dans ce cas. ** sur base de la prise en compte de la marge de discrétion de 0,25% du PIB dont dispose la Commission européenne,

4. La programmation pluriannuelle (3/4)

Les objectifs de moyen terme (en % du PIB)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Solde des administrations publiques	-3,5	-0,6	-0,2	-0,1	0,1	0,3
Solde de l'administration centrale	-5,0	-2,0	-1,7	-1,6	-1,2	-0,9
Solde structurel des administrations publiques	-1,5	0,1	0,3	0,6	0,6	0,5
Solde structurel des administrations publiques avec l'écart de production du STATEC	-1,7	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,3
Dette consolidée des administrations publiques	24,8	25,8	26,6	27,0	27,2	26,9

Sources: projet de budget 2022, programmation pluriannuelle 2021-2025

2020

- Impact très important de la crise économique.

2021-2025

- Selon les documents budgétaires, amélioration des soldes mais…

  → Déficit persistant au niveau de l'administration centrale et dette en augmentation jusque 2025.

- Incertitude au niveau des soldes structurels.

4. La programmation pluriannuelle (4/4)

Recettes et des dépenses de l'administration centrale (en % de variation)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Moyenne 2022-2025
en taux de croissance (%)							
Recettes		12,7	4,3	5,2	4,9	4,7	4,8
Dépenses		2,6	3,4	4,8	3,6	3,7	3,9
	2020	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**Différence 2021-2025**
en % du PIB							
Recettes	29,5	30,8	30,7	31,1	31,3	31,4	0,7
Dépenses	34,5	32,7	32,4	32,7	32,5	32,3	-0,4
Solde	**-5,0**	**-2,0**	**-1,7**	**-1,6**	**-1,2**	**-0,9**	**1,1**

Sources : projet de budget 2022, programmation pluriannuelle 2021-2025, calculs BCL

- **Dépenses:** Croissance moyenne de 3,9 %, inférieure à la moyenne historique (6 %), malgré…

  → Un effet persistant de (certaines) dépenses effectuées dans le cadre du Plan de stabilisation en 2020 et 2021.

  → Une série de défis auxquels le Luxembourg devra faire face (logement, infrastructures, climat, vieillissement) et qui pourront faire pression à la hausse sur la croissance des dépenses.

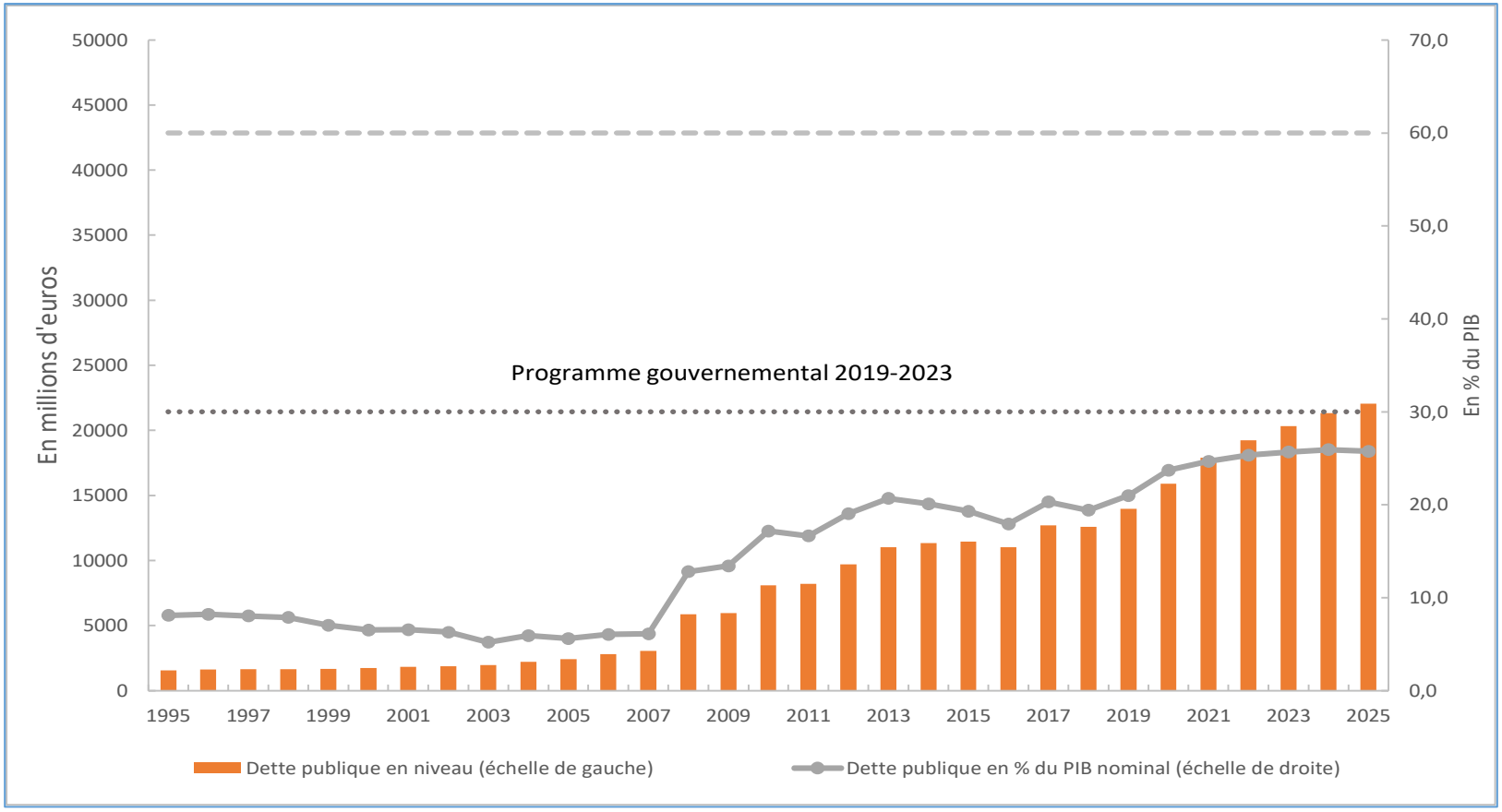
- **Recettes:** Croissance projetée inférieure à la moyenne historique (5,6 %), scénario prudent, mais…

  → Conséquences (additionnelles) de la crise sanitaire et économique sur l'horizon de projection.

  → Baisse additionnelle de recettes dans les années à venir notamment en raison de la baisse du taux d'imposition sur le revenu des sociétés (de 18 à 17 %).

5. La dette publique (1/4)

Dette consolidée des administrations publiques



Sources : STATEC, programmation pluriannuelle 2021-2025 et calculs BCL.

- Autorisations d'emprunts disponibles (5 600 millions d'euros: stock à la fin 2021 = 3 250 millions d'euros + autorisations incluses dans le projet de budget 2022 = 2 350 millions d'euros) insuffisantes pour couvrir le financement de la dette jusque 2025 (9 070 millions d'euros).

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

5. La dette publique(2/4)

Dette publique (LPFP 2021-2025)

	31.12.2020		2021		2025	
	en mio EUR	en % du PIB	en mio EUR	en % du PIB	en mio EUR	en % du PIB
Dette consolidée des administrations publiques	15 895	24,8	17 910	25,8	22 041	26,9
PIB nominal	64 221		69 341		81 825	
Dette non consolidée de l'administration centrale	15 228	23,7	17 109	24,7	21 073	25,8
dont dette de l'Etat central	12 859	20,0	15 127	21,8	18 849	23,0
Dette non consolidée des administrations locales	825	1,3	876	1,3	876	1,1
Dette non consolidée de la Sécurité sociale	91	0,1	91	0,1	91	0,1

Sources : STATEC, Trésorerie de l'Etat, LPFP 2021-2025 et calculs BCL.

- La dette des administrations publiques luxembourgeoises est émise principalement par l'administration centrale.
- La dette des unités extra-budgétaires (CFL,..) et les opérations de reroutage (partenariats public-privé, Fonds européen de stabilité financière) expliquent l'écart entre la dette de l'administration centrale et celle de l'Etat central.

5. La dette publique (3/4)

Encours de la dette de l'Etat central au 31 octobre 2021 (en millions d'euros)

Titres de dette émis par l'Etat au 31.10.2021	En mio EUR	En %
Bons du Trésor (promissory notes)	**129**	
Dette publique	**14944**	**100,0**
dont emprunts obligataires	14250	95,4
dont emprunts/prêts bancaires à moyen et long terme	694	4,6

Emprunts	Type	Date d'émission	Echéance finale	Encours (en mio EUR)
GRAND-DUCHE 2,25%	Emprunt obligataire institutionnel	21.03.2012	21.03.2022	1000
BEI 0,00%	Emprunt		18.07.2022	150
BCEE 1,750%	Prêt bancaire		30.06.2023	3
GRAND-DUCHE 2,125%	Emprunt obligataire institutionnel	10.07.2013	10.07.2023	2000
BCEE 1,890%	Prêt bancaire		31.12.2023	30
BCEE 0,000%	Prêt bancaire		02.10.2024	500
BCEE 1,900%	Prêt bancaire		30.12.2024	11
GRAND-DUCHE 0,00%	Emprunt obligataire institutionnel	28.04.2020	28.04.2025	1500
GRAND-DUCHE 0,00%	Emprunt obligataire institutionnel	13.11.2019	13.11.2026	1700
GRAND-DUCHE 0,625%	Emprunt obligataire institutionnel	01.02.2017	01.02.2027	2000
GRAND-DUCHE 2,25%	Emprunt obligataire institutionnel	19.03.2013	19.03.2028	750
GRAND-DUCHE 0,00%	Emprunt obligataire institutionnel	28.04.2020	28.04.2030	1000
GRAND-DUCHE 0,00%	Emprunt obligataire institutionnel	24.03.2021	24.03.2031	2500
GRAND-DUCHE 0,00%	Emprunt obligataire institutionnel ("emprunt durable")	07.09.2020	07.09.2032	1500
GRAND-DUCHE 2,75%	Emprunt obligataire institutionnel	20.08.2013	20.08.2043	300
Total de la dette publique de l'Etat central				**14944**

Sources : Trésorerie de l'Etat et calculs BCL.

Remarque: Tableau construit en fonction des différentes maturités

5. La dette publique (4/4)

Analyse de sensibilité du ratio de dette des administrations publiques en 2022 (% du PIB)

		Choc sur le PIB nominal		
		-3%	0%	+3%
Choc sur la dette nominale	-20%	21,9%	21,2%	20,6%
	-10%	24,6%	23,9%	23,2%
	0%	27,4%	26,6%	25,8%
	+10%	30,1%	29,2%	28,4%
	+20%	32,8%	31,9%	30,9%

Sources : Projet de budget 2022 et calculs BCL.

Projections du projet de budget 2022 (octobre 2021) pour l'année 2022:

- Ratio de dette : 26,6 % du PIB
- PIB nominal : 72 397 mio EUR
- Dette publique brute : 19 223 mio EUR
- Dette publique par habitant : 29 329 EUR

- Possible impact structurel relatif à la révision méthodologique des estimations du PIB?

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

6. Les défis à moyen et à long terme

La crise COVID-19 a temporairement changé les priorités budgétaires, mais les défis à moyen et à long terme demeurent.

Garantir des finances publiques saines et soutenables face aux besoins d'une population croissante et vieillissante.

- Le logement
  - ✓ La progression des prix de l'immobilier entraîne des défis substantiels pour répondre aux besoins d'une population croissante et des **conséquences lourdes et graves** (économiques, budgétaires, sociales, anti-redistributives, politiques et sur la compétitivité,…).
  - ✓ Recommandation du Comité Européen du Risque Systémique (septembre 2019).
- Les infrastructures

  La population croissante nécessite d'investissements massifs dans les transports, les écoles, les hôpitaux, …
- Les objectifs climatiques et énergétiques
  - ✓ Les objectifs 2030 exigent des efforts supplémentaires pour le climat et les énergies renouvelables.
  - ✓ Une analyse coûts – bénéfices serait souhaitable pour comparer les différentes options disponibles au gouvernement pour respecter ses engagements en matière environnementale.
- Les dépenses de protection sociale
  - ✓ À politique inchangée, les dépenses de pension et de santé pourraient engendrer des déficits récurrents.
  - ✓ À moyen terme, le Luxembourg prendra en charge les indemnités de chômage des frontaliers, ce qui pourra comporter une hausse non négligeable des dépenses du Fonds pour l'emploi.

Merci pour votre attention

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME