

Les facteurs suivants peuvent constituer une source d'ajustement stock-flux :

- Vente ou achat d'actifs financiers : pour un solde budgétaire donné, les montants que le gouvernement doit emprunter (dans le cas d'un déficit) ou peut prêter (dans le cas d'un surplus) varient en fonction de ses investissements financiers, qui peuvent se matérialiser par exemple sous la forme d'achats de titres financiers (n'ayant pas été émis par un des sous-secteurs des administrations publiques nationales), d'acquisition de parts de capital dans des entreprises ou encore de dépôts auprès d'institutions monétaires et financières.
À solde budgétaire inchangé, une augmentation des actifs financiers de l'État aura pour effet d'augmenter ses besoins d'emprunts et donc sa dette, entraînant un ajustement stock-flux positif. À l'inverse, une réduction d'actifs financiers (par exemple suite à une privatisation), aura pour effet de réduire les besoins d'emprunts et donc la dette (ajustement stock-flux négatif).
- Délais de paiement et autres facteurs : une différence entre le moment où une dépense/recette est comptabilisée et le moment où elle est réellement réglée peut donner lieu à un décalage entre le solde budgétaire et la variation de dette. Selon la norme de comptabilité SEC2010, les délais de paiement doivent être enregistrés dans le poste « autres comptes à recevoir/à payer ». Toutefois, étant donné que ce poste n'est pas pris en compte dans le calcul de la dette publique au sens de Maastricht (cf. encadré 6 pour une explication de ce calcul) un décalage entre le besoin de financement et la variation de la dette est observé.
Par exemple, certaines dépenses du gouvernement sont enregistrées dans les comptes non financiers (ce qui va avoir pour effet de détériorer le solde budgétaire) alors que leur paiement n'a pas encore eu lieu. Ces dépenses alimentent le poste comptable « autres comptes à payer » dans les comptes financiers. Or ce montant n'est pas inclus dans la dette « Maastricht », ce qui donne lieu à un ajustement stock-flux négatif.
De tels décalages peuvent également être observés en cas de transactions financières concernant des produits dérivés, qui ne sont pas non plus comptabilisés dans la dette de Maastricht.
- Changements de valeur ou de volume de la dette : des variations de taux de change peuvent par exemple affecter la valeur du stock de dette émis par le gouvernement si celui-ci a émis certains titres de sa dette en devise étrangère. Le cas échéant, une appréciation de la monnaie domestique aura pour effet de réduire la valeur nominale, exprimée en monnaie nationale, des titres de dettes libellés en devise étrangère. En ce qui concerne la variation du volume de la dette, un tel changement peut survenir typiquement en cas de reclassification d'entreprises entre le secteur des administrations publiques (secteur S13 selon la classification du SEC2010) et les autres secteurs.

Encadré 6 :

DETTE ET DÉFICIT AU SENS DE MAASTRICHT³⁴⁶

La dette et le déficit des administrations publiques sont au centre de la procédure pour déficit excessif (PDE) découlant du Traité de Maastricht, raison pour laquelle ils sont souvent désignés par l'appellation « déficit et dette au sens de Maastricht ».

La dette au sens de Maastricht donne une mesure de l'endettement des administrations publiques dans leur ensemble. Elle est exprimée en termes bruts (les actifs détenus par les administrations publiques ne sont pas pris en compte pour calculer une dette nette) et n'est pas simplement égale à la somme des titres de dette émis par les administrations, pour les raisons suivantes :

- 1) La dette est exprimée sous forme consolidée. Les titres de dette émis par un sous-secteur des administrations publiques (par exemple l'administration centrale) et détenu par un autre (par exemple la Sécurité sociale) sont exclus de la dette au sens de Maastricht.
- 2) La dette est comptabilisée en fonction de la valeur faciale ou nominale des titres de dette (indiquant le montant à payer à l'échéance des titres) et non à leur valeur de marché.
- 3) Pour des raisons pratiques, certains instruments de dette sont exclus. C'est notamment le cas des produits dérivés et des « autres comptes à payer », qui incluent les délais de paiement octroyés aux administrations publiques par des fournisseurs de biens et services. Plus précisément, la dette publique au sens de Maastricht comprend les instruments financiers suivants :
 - a. Les numéraires et dépôts (code SEC F.2).
 - b. Les titres de créance (F.3).
 - c. Les crédits (F.4).

En ce qui concerne le déficit au sens de Maastricht, il s'agit de la différence entre les revenus et dépenses des administrations publiques (déficit calculé selon les comptes non financiers, code SEC B.9) ou bien de la différence entre la variation des actifs financiers et celle des passifs financiers (déficit calculé selon les comptes financiers, code SEC B.9f). En théorie, le déficit des administrations publiques mesuré selon les comptes non financiers doit être égal à celui mesuré selon les comptes financiers.

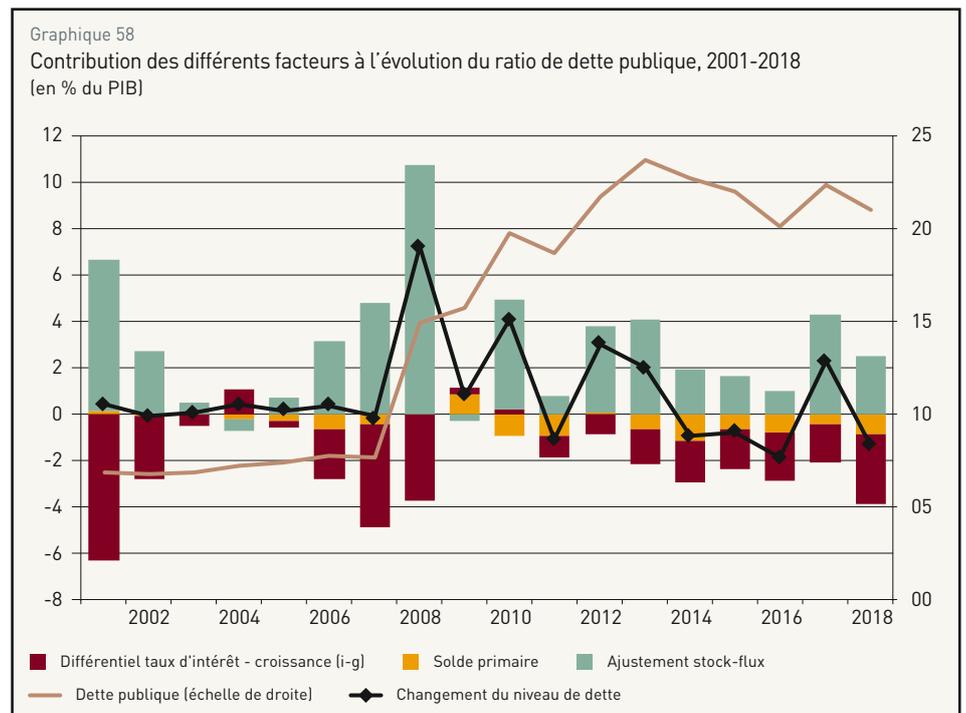
³⁴⁶ Voir aussi BCL (2019) Avis sur le projet de budget 2019, 7.7 La réconciliation entre la dette de l'État central et la dette Maastricht.

8.4.1. Évolution historique de la dette

Le graphique 58 reprend l'évolution de la dette publique au Luxembourg pour la période 2001-2018 et décompose les rôles des variables déterminantes dans l'évolution de la dette, selon l'équation 1.

Il ressort du graphique que le ratio de dette publique (échelle de droite sur le graphique) a connu une évolution stable à un niveau relativement bas (environ 7 % du PIB) jusqu'en 2007. Les surplus des administrations publiques qui étaient dégagés, ont permis l'achat net d'actifs financiers, entraînant des ajustements stock-flux positifs.

En 2008, la nette augmentation du ratio de dette publique, d'environ 7 % du PIB à 15 % du PIB, a découlé de la prise de participation de l'État dans le capital d'une banque, qui n'a pas été reflétée dans le déficit. En effet, cette prise de participation a dû être financé par une émission de dette, ce qui a poussé le ratio de dette publique à la hausse. En contrepartie, les actifs financiers détenus par l'État ont augmenté³⁴⁷.



Sources : STATEC, calculs BCL

Note : Un solde primaire positif exerce une pression à la baisse sur le ratio de dette (contribution négative dans le graphique). Un ajustement stock-flux positif contribue à faire augmenter le ratio de dette. Un différentiel taux d'intérêt - taux de croissance du PIB (i-g) négatif contribue à faire baisser le ratio de dette.

Le ratio de dette a ensuite connu une nette hausse pour atteindre 23 % du PIB en 2013, avant de redescendre progressivement à 21 % du PIB en 2018.

Concernant les facteurs qui ont contribué à faire baisser le ratio d'endettement, on peut relever l'écart entre taux d'intérêt nominal et taux de croissance du PIB nominal, qui s'est révélé négatif pour la plupart des années de la période sous revue, en particulier depuis 2010.

Le taux d'intérêt auquel se réfère le graphique est un taux implicite, calculé en prenant le taux d'intérêt moyen appliqué sur l'ensemble des titres de dettes émis qui ne sont pas arrivés à échéance. La situation relativement favorable des finances publiques au Luxembourg a permis aux administrations publiques d'émettre des titres de dette à des conditions financières avantageuses. Le taux d'intérêt effectif s'est ainsi élevé en moyenne à 2,1 % sur la période 2010-2018. Concernant le taux de croissance du PIB nominal, il s'est élevé en moyenne à 5,3 % sur cette même période.

347 Dans ce cas, la dette nette des administrations publiques n'a pas augmenté du fait que l'émission de dette a été contrebalancée par une augmentation des actifs financiers.

Il en découle que le différentiel entre taux d'intérêt et taux de croissance (i-g) a ainsi été négatif depuis 2010 au Luxembourg, alors que des différentiels positifs étaient traditionnellement observés dans les autres pays de la zone euro. Toutefois, depuis quelques années, un différentiel négatif est devenu la norme pour les pays de la zone euro. Selon les dernières projections de la Commission, tous les pays de la zone euro à l'exception de l'Italie avaient un différentiel i-g négatif en 2018. Un différentiel i-g négatif signifie que, en l'absence d'ajustement stock-flux, des soldes primaires négatifs (déficits primaires) pourraient être dégagés sans entraîner une augmentation du ratio de dette.

Finalement, il ressort du graphique que le solde primaire (qui a été positif, à l'exception des années 2004, 2009 et 2010) a également exercé une influence à la baisse sur le ratio de dette sur la plupart de la période.

Cette influence est toutefois à mettre en relation avec les importants ajustements stock-flux positifs observés au cours de la période étudiée.

Ces ajustements stock-flux reflètent la situation particulière que connaît le Luxembourg. En effet, les soldes positifs récurrents dégagés par les administrations publiques luxembourgeoises masquent des différences importantes entre les soldes dégagés au niveau des sous-secteurs.

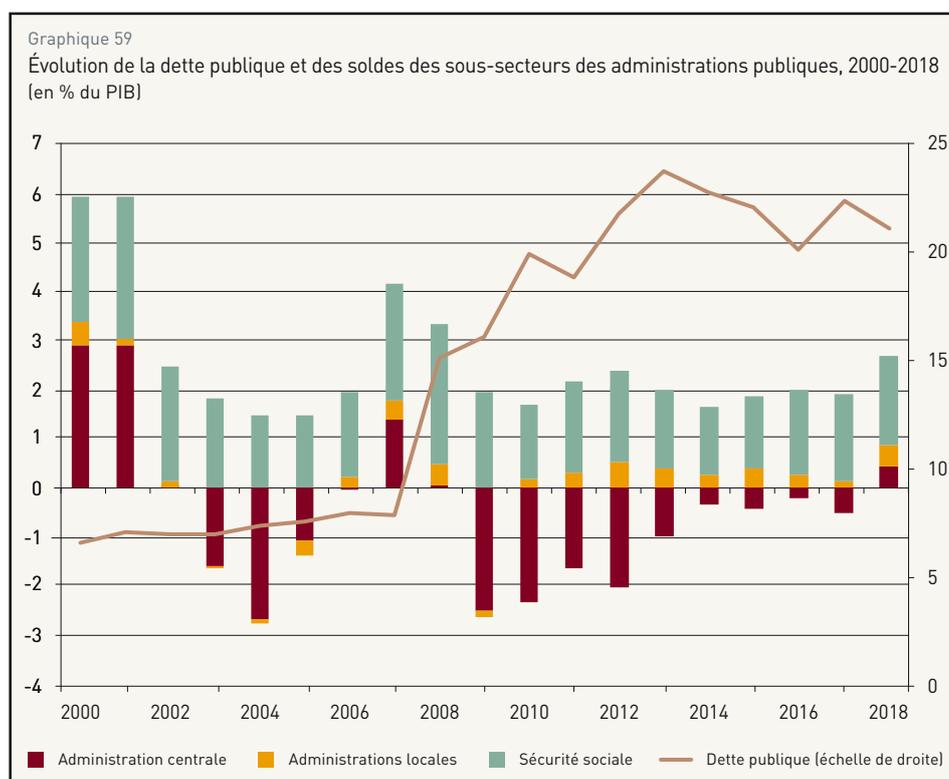
En particulier, les surplus substantiels dégagés par la Sécurité sociale ne viennent pas directement compenser les déficits de l'administration centrale, mais servent à alimenter le Fonds de compensation, dont l'objectif est de constituer une réserve en vue du financement futur des pensions.

Étant donné que les déficits de l'administration centrale n'ont pas été financés par les surplus de la Sécurité sociale, ils ont dû l'être par émission de dette, ce qui a entraîné des ajustements stock-flux

récurrents. En contrepartie, les actifs financiers détenus par les administrations publiques via le Fonds de compensation ont augmenté³⁴⁸. Les déficits de l'administration centrale ont ainsi contribué à l'augmentation de la dette publique observée ces dernières années, passant de 14,9 % du PIB en 2008 à 21,0 % du PIB en 2018.

Le graphique 59 illustre la décomposition par sous-secteurs des soldes des administrations publiques sur la période 2000-2018.

348 À la fin de l'année 2018, les actifs financiers détenus par le Fonds de compensation s'élevaient à environ 18 milliards d'euros, soit environ 30 % du PIB.

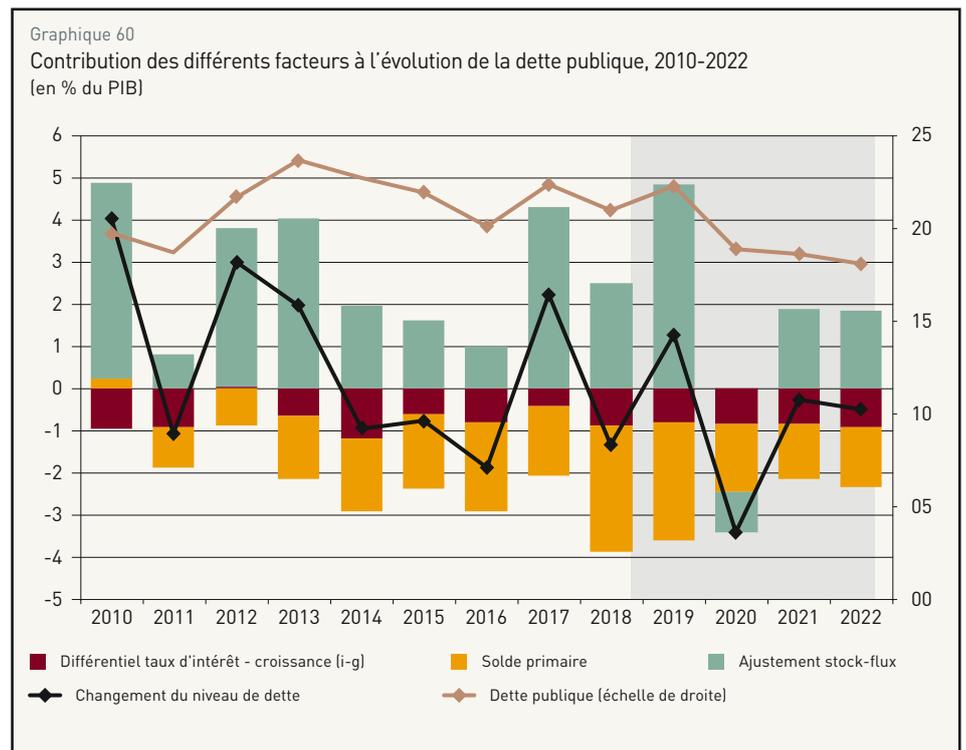


Source : STATEC

8.4.2. Défis pour le futur

Selon les projections de la BCL, la dette publique augmenterait en 2019 puis baisserait progressivement jusqu'en 2022 pour atteindre un ratio d'environ 18 % du PIB (cf. graphique 60). Le solde primaire ainsi qu'un différentiel favorable entre taux d'intérêt sur la dette et taux de croissance du PIB feraient pression à la baisse sur le ratio de dette sur tout l'horizon de projection. En 2019, un ajustement stock-flux positif important serait observé en raison de l'émission d'un emprunt obligataire pour un montant de 1,7 milliard d'euros et la constitution de liquidités qui en découlent (augmentation des actifs financiers nets). À l'inverse, en 2020, des titres de dette venant à échéance devront être remboursés (diminution des liquidités et baisse des actifs financiers nets). En 2021 et 2022, les ajustements stocks-flux seraient positifs et feraient pression à la hausse sur le ratio de dette.

Dans un horizon de court terme, la dynamique de la dette est susceptible d'être influencée favorablement par un différentiel taux d'intérêt - taux de croissance (i-g) toujours négatif.



Sources : STATEC, calculs BCL

Toutefois, ce différentiel favorable ne perdurera vraisemblablement pas indéfiniment. En effet, si le taux d'intérêt (i) est amené à remonter, par exemple suite à une relance de l'inflation, les charges de la dette augmenteraient (si de la dette additionnelle est émise ou si le refinancement des emprunts venant à échéance est effectué à des conditions moins favorables), ce qui aurait un impact positif sur le différentiel i-g. Cette augmentation du taux d'intérêt (i) pourra à son tour avoir un impact négatif sur le taux de croissance de l'économie (g), augmentant davantage le différentiel.

L'impact de cette hausse du différentiel sur la dynamique de la dette serait néanmoins moindre pour le Luxembourg par comparaison avec d'autres pays de la zone euro, en raison notamment de son ratio d'endettement particulièrement faible. En effet, plus le niveau de dette est important, plus l'impact de (i-g) sur la dynamique de la dette est grand (cf. équation 1 ci-dessus).



Le taux de croissance du PIB (g) est également susceptible de diminuer en cas de choc exogène négatif sur l'économie luxembourgeoise, ce qui pourrait, par ricochet, exercer une pression à la hausse sur le taux d'intérêt (i). Une conjoncture économique défavorable peut ainsi avoir un impact important sur le différentiel ($i-g$). L'augmentation du taux d'intérêt serait toutefois moindre pour un pays comme le Luxembourg, qui dispose d'un ratio d'endettement bas et qui génère des surplus budgétaires, plutôt que pour d'autres pays avec une situation budgétaire plus risquée³⁴⁹.

En général, une augmentation du différentiel ($i-g$) suite à un choc exogène nécessitera une amélioration du solde primaire si l'on désire maintenir un ratio d'endettement constant (sous l'hypothèse d'un ajustement stock-flux égal à zéro).

Les coûts du vieillissement de la population constituent également un défi de taille pour la dynamique de la dette à long terme (*cf.* partie 7.2).

D'une part, les coûts du vieillissement impliqueront une hausse des dépenses publiques et détérioreront progressivement les soldes primaires des administrations publiques, à politique budgétaire inchangée.

D'autre part, une augmentation des coûts du vieillissement est susceptible d'augmenter le différentiel $i-g$, via une baisse à long terme de la croissance de l'emploi ainsi que de la croissance du PIB³⁵⁰.

Étant donné les risques identifiés ci-dessus, il est important de tirer profit du contexte économique favorable actuel pour préserver des finances publiques saines, et en particulier de maintenir le surplus budgétaire au niveau de l'administration centrale qui est apparu en 2018.

349 Selon une analyse empirique issue du Bulletin de la BCE 2019-2 (pp. 60-63), le déficit et la dette des administrations publiques en zone euro déterminent de manière significative l'évolution de $i-g$ en cas de détérioration des conditions économiques.

350 Voir à ce sujet l'analyse sur la soutenabilité à long terme des finances publiques publiée dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2019 (pp. 122-132).